



УЗФ

Финанси, застраховане,
бизнес, предприемачество
и иновации

Вилизар Чупетловски

ИКОНОМИЧЕСКИ ЕФЕКТИ ОТ ОБЕДИНЕНИЕТО НА ФОНДОВИТЕ
ПАЗАРИ В СТРАНИТЕ ОТ БАЛКАНСКИЯ РЕГИОН В ЕДИННА
БАЛКАНСКА ФОНДОВА БОРСА



Издателство на УЗФ
“Св. Григорий Богослов”
София, 2025

д-р Вилизар Богданов Чупетловски

**„Икономически ефекти от обединението на фондовите
пазари в страните от Балканския регион в
Единна Балканска фондова борса“**

книга по защитен дисертационен труд
за присъждане на образователна и научна степен „доктор“

Издателство на Университета по застраховане и финанси
„Св. Григорий Богослов“

София

2025

Икономически ефекти от обединението на фондовите пазари в страните от Балканския регион в Единна Балканска фондова борса

Книга по защитен дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“

© Вилизар Чупетловски, автор

© Редакционна колегия:

Доц. д.н Едуард Маринов, главен редактор

Гл.ас. д-р Никола Димитров, зам.-главен редактор

Проф. д-р Станислав Димитров

Проф. д-р Али Вейсел

Доц. д-р Виктория Гацова

Проф. д.н. Мариела Деливерска

Проф. д-р Теодора Лазарова

© Рецензенти:

Проф. д.и.н. Виржиния Желязкова

Доц. д-р Маню Моравенов

© Вирджиния Анастасова, дизайн на корицата

© Издателство на Университета по застраховане и финанси „Св. Григорий Богослов“, 2025

ул. „Гусла“ 1, 1618 София

www.uzf.bg

Всички права са запазени. Не е разрешено публикуването на части от книгата под каквато и да е форма – електронна, механична, фотокопирна, презапис или по друг начин – без писменото разрешение на носителя на авторските права.

Публикацията следва да бъде коректно цитирана с позоваване по следния начин:

Чупетловски, В. (2025). *Икономически ефекти от обединението на фондовите пазари в страните от Балканския регион в Единна Балканска фондова борса*, София: Издателство на УЗФ „Св. Григорий Богослов“.

ISBN (pdf): 978-619-7622-84-3



Съдържание:

Списък на таблици:	5
Списък на фигури	6
Списък на съкращения:	8
Увод	9
Първа глава: Нормативна, техническа и теоретична основа на изследването	14
1. Преглед на свързаната литература:	15
2. Проектът за Единна Балканска фондова борса	34
3. Преглед на видовете борсови обединения	36
3.1. Euronext.....	37
3.2. See Link	38
4. Историческо и техническо развитие на Фондови борси от Балканския регион	40
4.1. Гръцка фондова борса	40
4.2. Българска фондова борса	42
4.3. Румънска фондова борса	43
4.4. Сръбска фондова борса	44
4.5. Северномакедонска фондова борса.....	44
4.6. Черногорска фондова борса.....	45
4.7. Хърватска фондова борса.....	46
4.8. Словенска фондова борса.....	47
4.9. Фондови пазари в Босна и Херцеговина.....	47
5. Нормативни характеристики на Фондови борси от Балканския регион	49
5.1. Гърция.....	50
5.2. България.....	51
5.3. Румъния	52
5.4. Сърбия	53
5.5. Северна Македония	54
5.6. Черна Гора.....	56
5.7. Хърватия	56
5.8. Словения	57
5.9. Сараево и Баня Лука	58
6. Исторически преглед на междудържавните отношения	61
6.1. Исторически връзки между Балканските държави	62
6.2. Европейски съюз и членство на Балканските страни	64
Втора Глава: Емпиричен анализ и оценка на пазарни данни	66
1. Изследване на пазарната капитализация	68
1.1. Относително равнище на пазарната капитализация	69
1.2. Линейно представяне на пазарна капитализация.....	71
1.3. Корелационен анализ на месечните стойности за пазарна капитализация на изследваните борси	72
1.4. Съпоставяне на обща пазарна капитализация с конкурентен пазар	75
2. Изследване на фондовите пазари спрямо брутен вътрешен продукт	78
3. Изследване на оборот	84
3.1. Разпределение на борсите спрямо нивото на оборот	85
3.2. Честотно изследване на средни стойности за оборот	87
3.3. Корелационна зависимост на месечните данни за оборот	94
3.4. Съпоставяне на общият оборот, реализиран от участващите борси спрямо конкурентен пазар	95
3.5. Изследване на общ оборот с обща пазарна капитализация	97

4. Изследване на брой сделки.....	101
4.1. Честотно изследване на средни стойности за брой сделки.....	101
4.2. Корелационен анализ между месечните стойности за брой сделки.....	109
4.3. Съпоставяне на общия брой сделки с конкурентен пазар.....	110
4.4. Отношение на борсовите обороти с брой сделки	112
5. Изследване на индекси.....	114
5.1. Преглед на изследваните индекси	114
5.2. Изследване на честотно разпределение за изследваните индекси.	118
6. Изследване на търговските сегменти.....	128
6.1. Разпределение на акциите в общия оборот	132
<i>Трета Глава: Приложение на Единната Балканска фондова борса</i>	<i>143</i>
1. Развитие на Единна Балканска фондова борса	143
1.1. Макроикономическо развитие на Балканския полуостров чрез Единна Балканска фондова борса	145
1.2. Създаване на нова точка за преразпределение на капитали	147
1.3. Използване на инвестиционни ресурси за развитие на Балканския полуостров	149
1.4. Разходи за публична емисия	151
2. Проблеми при създаването на Единна фондова борса.....	156
2.1. Политическо намерение	156
2.2. Законодателство и Институционална организация	156
2.3. Историческа несигурност.....	159
2.4. Влияние на финансовото образование върху ефективно действащ капиталов пазар	161
3. Финансово отчитане и анализиране на емитенти	163
3.1. Единен формат за финансово отчитане XBRL.....	166
3.2. iXBRL Формат за единно финансово отчитане	167
4. Мерки и иновации, подпомагащи развитието на Единна Балканска фондова борса.....	171
4.1. Популяризиране сред обществото.....	171
4.2. Листване на малки и средни предприятия.....	173
4.3. Допълнителни търговски сегменти	174
4.4. Дружества със специална инвестиционна цел	174
4.5. Концепция за иновативни дружества със специална инвестиционна цел.....	176
5. Очакван ефект от Единна Балканска фондова борса.....	178
<i>Заклучение:</i>	<i>184</i>
<i>Изводи:.....</i>	<i>189</i>
<i>Препоръки:.....</i>	<i>189</i>
<i>Приноси:.....</i>	<i>190</i>
<i>Използвани източници:.....</i>	<i>191</i>
<i>Литература на Български език.....</i>	<i>191</i>
<i>Литература на чужд език</i>	<i>192</i>
<i>Нормативни документи</i>	<i>198</i>
<i>Онлайн източници</i>	<i>199</i>

Списък на таблици:

Таблица 1. Обобщена информация за нормативните характеристики на разглежданите държави.....	60
Таблица 2. Изследване на корелация между пазарните капитализации, чрез софтуер SPSS.....	74
Таблица 3. Корелация между Общата пазарна капитализация на Балканските фондови борси и Варшавската фондова борса	77
Таблица 4. Ниво на борсов оборот за Гърция и Румъния.	86
Таблица 5 Корелация между оборотите на борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	94
Таблица 6. Взаимовръзка между общо оборот на всички Балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.....	96
Таблица 7. Представа отчетени стойности между общо оборот на всички Балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.	96
Таблица 8. Представа отчетените средни стойности за оборота на борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	101
Таблица 9 Корелация спрямо брой сделки за Гърция, България , Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.	109
Таблица 10. Корелация на общ брой сделки за Балканските страни и сделки на Полска фондова борса.	111
Таблица 11. Списък на разглежданите индекси.....	114
Таблица 12. Тест за нормалност на разпределението за средните цени на изследваните индекси	121
Таблица 13. Корелационен анализ между месечните цени за изследваните индекси.....	126
Таблица 14. Процентното съотношение за финансовите инструменти на Гръцкият фондов пазар	133
Таблица 15. Процентното съотношение за сегментите на Гръцкия фондов пазар.....	133
Таблица 16. Процентното съотношение за сегментите на Българския фондов пазар.....	134
Таблица 17. Средна аритметична стойност на относителните нива на сегментите от борсата в Букурещ.....	135
Таблица 18. Процентно съотношение за сегментите на Сръбския пазар.	136
Таблица 19. Процентно съотношение за сегментите на Северномакедонския пазар.	136
Таблица 20. Процентно съотношение по финансови инструменти на Северномакедонския пазар.	137
Таблица 21. Процентно съотношение за сегментите на Черногорския пазар.....	137
Таблица 22. Процентно съотношение за сегментите на Словенския пазар	137
Таблица 23. Процентно съотношение за финансови инструменти на Словенския пазар.....	138
Таблица 24. Процентно съотношение за сегментите на Хърватския пазар.	138
Таблица 25. Процентно съотношение за сегментите на Сараевския пазар.	139
Таблица 26. Разпределение на финансови инструменти за Бана Лука.....	139
Таблица 27. Видове разходи и тяхната стойност, свързани с публичното предлагане на акции от Северкооп-Гъмза Холдинг АД	152
Таблица 28. Ежегодни разходи, свързани с поддържане и администриране на публично дружество.....	153
Таблица 29. Представяне на часове за търговия.	179
Таблица 30. Критерии за разпределение на дружествата.	182

Списък на фигури

Фигура 1 Среден процент на промяна в пазарната капитализация.....	70
Фигура 2 Линеино разпределение по пазарна капитализация за първа група фондови борси.	71
Фигура 3. Линеино разпределение по пазарна капитализация за втора група фондови борси.....	72
Фигура 4. Линеино представяне на обща пазарна капитализация на Полската фондова борса и обща пазарна капитализация на балканските страни.....	76
Фигура 5. Относителна разлика между Полската пазарна капитализация и общобалканската пазарна капитализация.	77
Фигура 6 . Процент на пазарната капитализация спрямо brutния вътрешен продукт - Гърция, България, Румъния Сърбия, Северна Македония и Черна Гора, Хърватия, Словения, Босна и Херцеговина.	79
Фигура 7. Брутен вътрешен продукт на глава от населението- Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	81
Фигура 8. Процентен прираст чрез реалистичен модел (до 50%) прилаган към брутен вътрешен продукт на глава от населението на Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	82
Фигура 9. Процентен прираст чрез оптимистичен модел, прилаган към брутен вътрешен продукт на глава от населението на Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	83
Фигура 10. Ниво на оборот за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина спрямо общия оборот	86
Фигура 11. Ниво на оборот за Гърция и Румъния спрямо общия оборот	86
Фигура 12. Средно претеглена месечна стойност в млн. евро за Гърция и Румъния.....	87
Фигура 13. Средно претеглена месечна стойност в млн. евро за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	88
Фигура 14. Стандартно отклонение на месечните обороти в млн. евро за Гърция и Румъния.	88
Фигура 15. Стандартно отклонение на месечните обороти в млн. евро за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	89
Фигура 16. Ниво на Дисперсията спрямо месечния оборот за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	90
Фигура 17. Отчетени максимални и минимални месечни стойности на оборота в млн. евро за Гърция и Румъния.....	90
Фигура 18. Отчетени максимални и минимални месечни стойности на оборота в млн. евро за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	91
Фигура 19. Ниво на Асиметрия за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	92
Фигура 20. Ниво на Ексцес за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	93
Фигура 21. Линейна диаграма за общия оборот на всички Балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.....	95
Фигура 22. Процентното изменение на общия оборот на всички балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.	97
Фигура 23. Средно месечна процентна разлика на оборота спрямо пазарната капитализация за борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	98
Фигура 24. Представяне на средно изчислен оборот спрямо пазарна капитализация за борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	99
Фигура 25. Месечното съпоставяне на абсолютни стойности на оборот спрямо пазарна капитализация.	100

Фигура 26. Разпределение по Медиана за Гърция, Румъния, Хърватия.....	103
Фигура 27. Разпределение по Медиана за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, и Босна и Херцеговина.	103
Фигура 28. Ниво на дисперсия по брой сделки за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.	104
Фигура 29. Стандартното отклонение по брой сделки за Гърция, Румъния, Хърватия.....	104
Фигура 30. Стандартното отклонение по брой сделки за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, и Босна и Херцеговина.	105
Фигура 31. Отчетени максимални и минимални стойности по брой сделки за Гърция, Румъния, Хърватия.....	106
Фигура 32. Отчетени максимални и минимални стойности по брой сделки за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, и Босна и Херцеговина.....	107
Фигура 33. Отчетени стойности при изследване за асиметрия и експес за броя сделки на борсите от Гърция България , Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.	108
Фигура 34. Месечно изменение на общ брой сделки на Балканските борси в сравнение с брой сделки на Полската фондова борса.	111
Фигура 35. Съпоставяне на борсовите обороти с брой сделки за Гърция, България , Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.....	112
Фигура 36. Минимални отчетени стойности за брой сделки спрямо оборот за Гърция, България , Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.	113
Фигура 37. Средно месечни стойности за изследваните индекси.....	118
Фигура 38. Средно месечни стойности в относително изражение за изследваните индекси.	119
Фигура 39. Разпределение по стандартно отклонение в абсолютно отношение за изследваните индекси. ...	119
Фигура 40. Разпределение по стандартно отклонение в проценти за изследваните индекси.....	120
Фигура 41. Дисперсията на средните цени за изследваните индекси	122
Фигура 42. Разпределението на максималната и минималната стойност за индексите на отделните борси..	123
Фигура 43. Максималните и минималните стойности спрямо относителната промяна за отделните индекси.....	124
Фигура 44. Разпределението на стойности на асиметрия за изследваните индекси.....	125
Фигура 45. Експес за изследваните индекси.	126
Фигура 46. Дял на отделните капиталови пазари в Единна Балканска фондова борса за 2021г.....	144

Списък на съкращения:

1. ДСИЦ – Дружество със специална инвестиционна цел
2. ИДСИЦ – Иновативно дружество със специална инвестиционна цел
3. СКП - Съюз на Капиталовите пазари
4. ЕБФБ – Единна Балканска фондова борса
5. ASE – Атинска фондова борса
6. BLSE – Баня Лука фондова борса
7. BSE – Българска фондова борса
8. ESMA – (European securities and markets authority) -Европейският орган за ценни книжа и пазари
9. LSE – Словенска фондова борса
10. MNSE – Черногорска фондова борса
11. MSE – Северно Македонска фондова борса
12. OTC - (over the counter) - Извънборсова търговия
13. RSE - Румънска фондова борса
14. SASE – Сараевска фондова борса
15. SSE – Сръбска фондова борса
16. XBRL (extensible business reporting language) - Разширяем език за бизнес отчети
17. iXBRL (inline extensible business reporting language) - Вграден разширяем език за бизнес отчети
18. ZSE – Хърватска фондова борса

Увод

Макроикономическото развитие на Балканските страни – Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина – се забавя и преориентира след мащабните политически промени от началото на 1990 г. Развитието на държавите зависи от индивидуалните им икономически възможности, поради което всяка една от тях е в различен икономически стадий. Някои от разглежданите държави са успели да запазят икономическия си подъем, други са загубили голяма част от реализирания икономически растеж. Поради невъзможността на отделните държави да развият самостоятелно икономиката си е належащо създаването на междудържавни проекти за развитие, които да оптимизират търговските процеси.

Общ потенциал и възможност за растеж се намира в опитите на отделните държави да развият капиталовите си пазари. До момента местните борси реализират незадоволителен икономически подъем на държавите, в които функционират. Решение следва да се потърси чрез обединяването на отделните икономики, чрез единна точка за инвестиции, базирана на обединение между Балканските фондови борси.

Изследването е комплексно насочено към областите фондови пазари и макроикономика. Насоката на фондовите пазари се определя от разглеждане на капиталови пазари, функциониращи в Балканските държави. Макроикономическата насоченост е породена от разглеждането на икономическите ефекти след обединението в Единна Балканска фондова борса. Също така се разглежда ефектът за Балканския полуостров като териториално обособена инвестиционна зона.

Обект на изследване е интеграцията на фондовите пазари от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина.

Предмет на изследване са икономически ефекти от интегрирането на фондовите пазари на страните от Балканския регион.

Целта на изследването е да бъде направен анализ на икономическите ефекти от интегрирането на фондовите пазари на страните от Балканския регион.

Основната изследователска теза е, че Обединението между фондовите борси от Балканския регион би довело до положителни икономически ефекти за участващите фондови борси, за действащите и потенциалните емитенти, институционални и индивидуални инвеститори, и като цяло за икономиките на разглежданите държави и местните органи на самоуправление, и би допринесло за позиционирането на Балканския регион като стратегически и икономически център. С обединението ще се постигне ефективно действащ и конкурентен Балкански фондов пазар, който да преразпределя капитали. Неговата ефективност ще се основава на висока ликвидност и оптимално ниво на регулации. Общият пазар ще създаде диверсификация и би се превърнал в пряка конкуренция на големите европейски фондови борси, каквато конкуренция е непостижима към настоящия момент за никоя от съществуващите фондови борси от Балканския регион

Задачи на изследването:

- Преглед на техническо, административно и нормативно развитие на фондовите борсите;
- Разработване на структура за Единна Балканска фондова борса, включваща основни технически, административни и нормативни фактори;
- Исторически преглед на взаимоотношенията между отделните държави и последващо анализиране на възможностите за икономическо обединяване;
- Емпиричен анализ на борсови данни от разглежданите държави с цел определяне зависимостите между тях;
- Оценка на ефектите от обединението между разглежданите фондови борси;
- Определяне на пречки и предпоставки пред осъществяването на Единна Балканска фондова борса;
- Определяне на възможности за използването на инвестициите за стимулиране на икономически сектори в региона, които към настоящия момент не са развити;
- Представяне на иновативни дружества със специална инвестиционна цел, целящи допълнително популяризиране сред инвеститори;
- Извеждане на изводи и препоръки;

В изследването са прилагат историко-логически подход, метод на анализа и синтеза, метод на индукция и дедукция, сравнителен анализ, описателен анализ, критичен анализ, емпиричен анализ, анализ чрез статистически методи като корелация и регресия, както и системен подход за изследване:

Методите на изследване са избрани и приложени за да характеризират в най-голяма степен зависимостите и връзките между разгражданите фондови борси. Чрез историко-логически подход са разгледани, историческите връзки между държавите. Индукция, дедукция и сравнителен подход се използват при анализа на нормативни особености на разглежданите фондови борси, както и проблемите пред които е изправена Единната Балканска фондова борса.

Със статистически методи като стандартно отклонение, корелация, дисперсия, асиметрия, ексцес е извършено емпирично наблюдение на данните от публични месечни отчети на разглежданите 10 борсови оператора. Изследваният период е 10 годишен, започва от януари 2010г. и приключва през януари 2021г., включва общо 133 отчетни месеца.

Чрез дедуктивен подход се изследват и представят характеризирани проблеми, предвидени решение и иновативни подходи за развитие на Единната Балканска фондова борса.

Разработката силно засяга интеграцията на Балканския регион и етапа на развитие в отделните капиталовите пазари. Изследването на публичните месечни данни включва гръцкия, българския, румънския, сръбския, северномакедонския, черногорския, словенския, хърватския, босненско-херцеговинския капиталови пазари и цели анализиране на взаимовръзките между борсовите оператори и на ефектите от обединяването им в единен капиталов пазар. В Балканския полуостров се включват също Албания и Косово. За разглеждания периода Албания има действаща фондова борса, но тя няма статистически значими показатели за сделки с акции на публични компании, на нея се листват и търгуват единствено емисии държавни облигации. В Косово, за разглеждания период и към настоящия момент, няма функциониращ борсов оператор. Поради липса на статистически значими данни на двете страни те няма да бъдат включени в изследването.

Капиталовите пазари на изброените държави се намират в един географски район, заради което целта е създаване на регионален борсов оператор, който да обединява инвестиционните възможности от района и благодарение на мащаба да се създаде сигурност за инвеститорите. Единната Балканска фондова борса има за цел първоначално обединение на пазарните капитализации и инвестиционния потенциал на икономическите субекти. В последствие ще се работи за разширяване на инвестиционните възможности чрез привличане на инвеститори, външни за региона.

Разглежда се дали чрез диверсификацията и ликвидността Балканската фондова борса ще реализира положителен ефект при възстановяване на местните пазари от икономически последици, породени от икономически кризи. Анализира се дали благодарение на единния пазар икономическите шокове ще бъдат разпределяни между участващите държави и негативните ефекти ще бъдат по-слаби.

Основен елемент за разработката е гарантиране на икономическо развитие чрез използване на инвестиции от капиталов пазар, намаляващо сегашния дял на банковото финансиране.

Общите нормативни изисквания се разглеждат като елемент за получаване на доверие от инвеститорите, чиито капитали ще бъдат вложени в региона. Наличието на ясни, точни и разбираеми законови ограничения за емитентите ще стимулират и желание за публично набиране на капитали от нови емитенти. Контрапункт са сегашните сложни, многозначни и препредаващи нормативни изисквания, които действат дистанциращо на настоящите публични компании поради несигурността и свръх контрола от страна на регулаторните институции. Разкриването на периодична финансова информация, качеството и количеството на тази информация е разгледано като основополагащо за реализиране на инвеститорски интерес към даден финансов актив.

Иновациите се разглеждат като градивен елемент в развитието на икономическите процеси, чрез тях се цели привличане на допълнителен инвеститорски потенциал от конкурентни пазари. В този контекст на иновации се включват иновативни дружества със специална инвестиционна цел, които разработват зелена енергия или продукти и услуги за опазване живота и здравето на хората.

Първа глава включва: преглед на научната литература, върху която се развива настоящият труд; проучване на подобни сливания между други фондови борси; административен, технически и нормативен анализ на разглежданите фондови борси; исторически преглед на взаимоотношенията между балканските държави.

Във втора глава са извършени емпирични изследвания на търговски данни от фондовите борси. Представена е описателна характеристика на методите за подбор, вида и качеството на използваните данни. Наблюдения са извършени върху пазарна капитализация, оборот, брой сделки, ценови нива на основни местни индекси и видовете търговски сегменти. Базата данни е изградена от публични месечни отчети за състоянието на отделните борси за период от 01.01.2010 г. до 31.01.2020 г. Тествани са само данни, представяни от всички разглеждани фондови пазари. Проучването използва статистически модели за групиране и анализиране на данни, за да бъдат направени достоверни изводи.

Фондовият пазар е специфичен сектор от националната икономика, който дава възможност за задълбочен научен анализ чрез разкриването на сили, пораждащи финансови и икономически кризи, както и контролирането им. В тази връзка се разглежда увеличението на инвестициите и включването им във формирането на Брутен вътрешен продукт. Съпоставят се обемите на финансови инструменти, продадени за един календарен месец. Броят сделки допълва информацията до каква степен финансовите инструменти са изтъргувани чрез единични сделки. Индексите репрезентират най-ликвидните местни дружества.

Финалната трета глава включва представяне на ефекти за Балканите като регион и за отделните национални икономики, породени от създаване на единната Балканска фондова борса; изследване влиянието на корона вирус пандемията от 2020 година върху международните финансовите пазари; разглеждат се политически, законодателни и административни пречки; представени са важни условия за адекватна оценка на емитенти чрез разкриваната от тях финансова информация; разгледани са иновации, подпомагащи Единната Балканска фондова борса за привличане на инвеститори.

Първа глава: Нормативна, техническа и теоретична основа на изследването

Настоящата глава е организирана като теоретичната основа на изследването и цели индуктивно изследване на разглежданите фондови пазари чрез задълбочен анализ на нормативните, административните и техническите характеристики.

Първоначално в главата е разгледана научната литература, върху която се развива настоящият труд. При прегледа са характеризирани основно цел, метод и изводи от изследванията. В последствие е представен проектът за Единна Балканска фондова борса, нейните основни възможности и проблеми, които ще бъдат детайлно разгледани в трета глава. Разгледани са ефектите от подобни сливания между други фондови борси, извършвани до момента с цел максимално точно дефиниране на Единната Балканска фондова борса като пряк техен конкурент. Също ще бъде направен анализ на осъществения проект SEE Link, който се характеризира като единна платформа за разпространение на информация и как тя би била полезна за надграждането ѝ към един капиталов пазар.

Представен е също детайлен анализ на разгледаните фондови борси, включващ етап на създаване, историческа еволюция и индивидуални постижения. Техническото и нормативно разглеждане на фондовите борси е осъществено в следващата точка, като нейната цел е да определи важните нормативни пречки и предпоставки пред обединението в един капиталов пазар и как откритите проблеми ще бъдат разрешени.

В края на главата е извършен исторически преглед върху взаимоотношения на балканските държави, с което ще се определят основните териториални и нравствени проблеми, създавали многобройни конфликти между балканските държави.

1. Преглед на свързаната литература:

Изследването има за цел да анализира капиталовите пазари от Балканския регион. Контекстът на фондовите пазари е обект на многобройни изследвания, наличието на широк спектър от информация се констатира и при преглед на макроикономическите ефекти. От своя страна капиталовите пазари в Балканския регион и обединенията на капиталови пазари не са обширно изследвани в научната литература, което определя важноста за развиване на научен труд по темата.

Изследванията, близки по темата, обхватът и методологията са представени в прегледа на литературата. Липсата на широко поле от изследвания за възможните сливания между Балканските капиталови пазари ограничава ефективното сравнение. Поради тази особеност е извършено проучване за сродни изследвания чрез популярни библиографски сайтове: „Central and Eastern European Online Library¹“, „ProQuest²“, „ScienceDirect³“, „Web of Science⁴“.

Липсата на конкретна литература за сливания между Балканските капиталови също ще бъде компенсирана с публикации за други региони, с които могат да бъдат извършвани паралелни взаимовръзки.

Нормативни документи, издавани от Европейски администрации, ще бъдат използвани за насочване на разработката към тенденциите, които Европейският съюз залага за бъдещото развитие на региона, с което ще бъде покрит критерият за важност и иновативност на научния труд.

Прегледът на литературата включва изследвания, свързани с предмета и задачите на настоящата разработка. Структурата е представена в три подгрупи: Първата подгрупа включва проучвания, свързани с нивото на интеграция на капиталовите пазари от разглежданите държави. В групата са представени проучвания, извършващи съпоставка между балканските фондови борси и развити международни пазари чрез различни методи. Втората подгрупа включва проучвания, свързани с Конвергенция на разглежданите държави относно парична политика, валутни курсове, институционални инвеститори, данъчни и нормативни характеристики. Третата подгрупа представя проучвания, свързани с финансовата отчетност на публични компании. В групата са разгледани проучвания за качеството, количеството, методи и тенденции за разпространение на счетоводна информация.

¹ Официален сайт на Central and Eastern European Online Library <https://www.cceol.com/>

² Официален сайт на ProQuest <https://www.proquest.com/>

³ Официален сайт на ScienceDirect <https://www.sciencedirect.com/>

⁴ Официален сайт на Web of Science <https://www.webofscience.com/wos/woscc/basic-search>

Източниците са кратко представени чрез автор и заглавие на изследването. Структурата на представяне включва сфера на изследването, поставени цели и постигнати резултати, както и използваните изследователски методи.

Изследвания, свързани с интеграция на капиталови пазари:

В групата са представени изследвания, извършващи съпоставка между Балканските фондови борси и развити международни пазари чрез различни критерии и фактори. Нивото и качеството на интеграция на Балканските капиталови пазари са изследвани спрямо останалите развити капиталови пазари.

Sahin, Cumhur. 2015. „Co-integration Analysis between the Turkish Stock Market and its Balkan Hinterland Equivalents:⁵ Авторът изследва коинтеграция между три балкански държави: Босна и Херцеговина, Северна Македония и Турция във връзка с германския фондов пазар. За целта авторът анализира седмични стойности на затваряне на съответния фондов пазар между периодите от септември 2010 г. до август 2015 г. Емпиричните резултати показват, че трите балкански държави имат значима, но умерена връзка по отношение на фондовите пазари. Освен това германският фондов пазар има по-мощен ефект върху турската фондова борса в сравнение с фондовите борси в Босна и Херцеговина и Македония. Авторът предполага, че международните инвеститори могат да диверсифицират портфейлите си на трите балкански фондови пазара. Авторът не взема предвид големината на изследваните икономики и традиционните търговски взаимоотношения.

Sahin, Cumhur. 2015. “Analysing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets”.⁶ Авторът изследва намаляването на рисковете от портфейла и дейностите на международните инвеститори на фондовите пазари в различни страни чрез нарастващо ниво на интеграция от 1980 г. на финансовите пазари. Целта на изследването е да се определи нивото на взаимодействие и интеграция между фондовите пазари на девет балкански държави и на три развити страни. В този контекст се анализират седмичните затварящи стойности на Индексите, представляващи фондовите пазари на тези страни от януари 2012 г. до януари 2015 г. Резултатите от проучването показват, че Турция и фондовите пазари на другите страни не осъществяват взаимовръзка

⁵ Sahin, Cumhur. 2015. „Co-integration Analysis between the Turkish Stock Market and its Balkan Hinterland Equivalents: Proof From the 2010-2015 Period“, Journal of Economic and Social Studies, vol.6, No. 1, pages 105-124;

⁶ Sahin, Cumhur. 2015. “Analysing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets”, International Journal of Alanya Faculty of Bioness, vol. 7, No. 3, pages 199-209;

помежду си. Следователно, в случай на инвестиции на балканските пазари, рискът от портфейла може да бъде намален чрез диверсификация на международния портфейл и ще бъде осигурен по-висок доход. В статията са изследвани единствено данни за индексите от разглежданите държави. За максимална обективност на извода следва да се добавят допълнително пазарни данни, като пазарна капитализация, оборот и брой сделки.

Nițoi, Mihai & Pochea, Maria Miruna. 2019. "What drives European Union stock market co-movements?"⁷: Авторите изследват съвместните движения между 24 фондови пазара на Европейския съюз. Прилага се динамична условна корелация. Намират се значителни различия между ко-движенията на фондовия пазар, които зависят от икономическото развитие и задълбочаване на пазара. Освен това времето на различните корелации подчертават различните фази на развитие, т.е. интеграция, зависимост и дивергенция. Второ, оценките разкриват, че по време на някои кризисни епизоди зависимостта е временна, докато за други периоди зависимостта става по-устойчива. Трето определените като съпътстващи глобалните фактори явления показват, че и икономическите прилики са важни за обяснение на отношенията. От особено значение е използването на корелация като метод за изследване на съвместни макроикономически движения.

Huang, Li-Ping & Qiu, Tian & Chen, Guang & Zhong, Li-Xin. 2019. "European union effect on financial correlation dynamics"⁸. Авторите изследват как социалните събития засягат фондовите пазари като централен проблем във финансовата динамика. Те разглеждат Европейските фондови пазари въз основа на дневните им пазарни данни. Въз основа на анализа на корелацията съюзът има голямо влияние върху корелациите на пазарите на първоначалните членове, но оказват малко влияние върху пазарите на новите членове. Сред световните фондови пазари влиянието на първите членове и американските фондови пазари на индекса „Eurostoх“ 50 е по-силно от пазари на кандидат членовете, а азиатските фондови пазари оказват слабо влияние върху индекса „Eurostoх 50“. Въпреки това финансовата криза ще увеличи корелациите на фондовите пазари на старите и новите членовете на Европейския Съюз. Авторите наблюдават социалните събития като основа изследването, но ги приемат като косвен проблем, нямащ характер на директен влияещ фактор. Важно е обаче използването на различен метод за прилагане на корелация при изследване на фондови пазари.

⁷ Nițoi, Mihai & Pochea, Maria Miruna. 2019. "What drives European Union stock market co-movements?", *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 97(C), pages 57-69;

⁸ Huang, Li-Ping & Qiu, Tian & Chen, Guang & Zhong, Li-Xin. 2019. "European union effect on financial correlation dynamics", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 528;

Giofré, Maela. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment"⁹. В изследването са разгледани ефектите от консолидацията на фондовата борса върху чуждестранните портфейлни участия. Според него споделянето на обща борсова платформа подобрява трансграничните инвестиции, като е изказано мнение, че споделянето на обща борсова платформа подобрява трансграничните инвестиции. Ефектът на консолидация е особено изразен сред страните членки, които са по-малки като размер и по-близки в географски, културен и икономически план. Тези открития се потвърждават при различни иконометрични спецификации и по-различни методи на изследване. След отчитане на ендогенността на процеса на консолидация, ефектът от консолидацията на борсата върху трансграничните инвестиции се потвърждава. Необходимо е да се групират изследваните пазари по обективен критерий с цел достигане на ефективна препоръка към отделните фондови борси. Изследването е полезно със своето заключение, че малки фондови борси осъществяват консолидация, чрез използване на обща платформа за търговия.

Ferreira, Paulo. (2018). "Long-range dependencies of Eastern European stock markets: A dynamic detrended analysis"¹⁰. Авторът изследва чрез динамичен анализ 18 Източноевропейски фондови пазара, като използва плъзгащ се прозорец. Резултатите показват, че повечето индекси нямат дългосрочни зависимости, което може да се разглежда като неефективност. Също някои страни показват намаляване на нивата на зависимост с течение на времето, а именно унгарски, чешки и полски индекси. В сравнение с други по-развити пазари, тези в Латвия са единствените, които показват намаляване на нивата на зависимост. Други настоящи членове на Европейския съюз като България, Словения и Литва обаче не показват намаляване на нивата на зависимост. Авторът извежда заключението си на база стойност на индекси, но следва да се вземат предвид и други пазарни данни от фондовите борси. Важно е дефинирането на полския пазар, използван за обективно сравнение.

Otchere, Isaac & Abukari, Kobana. 2020. "Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?"¹¹. Авторите изследват последици от пазарната мощ на обединени фондови борси и установяват, че нивата на концентрация в отрасъла не са се увеличили значително и не влияят върху рентабилността на борсите в периода след сливането. Рентабилността на сливащите се борси в периода след сливането до голяма степен се влияе от

⁹ Giofré, Maela. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment", *Journal of Financial Stability*, vol. 53, ISSN 1572-3089;

¹⁰ Ferreira, Paulo. (2018). "Long-range dependencies of Eastern European stock markets: A dynamic detrended analysis", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 505, pages 454–470;

¹¹ Otchere, Isaac & Abukari, Kobana. 2020. "Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 64

ефективността на генериране на приходи и управлението на разходи. Липсата на доказателства, че фондовите сливания водят до упражняване на пазарна власт предполага, че няма необходимост регулаторните агенции да бъдат загрижени за концентриране на пазарната мощ във вреда на благосъстоянието на потребителите. Авторите изследват кратък период след обединението на борсите, което не позволява да се характеризират всички реализирани ефекти. Заключение, че борсовите сливания оказват пазарна власт доказват изследователска им хипотеза.

Li, Hong. 2020. "Volatility spillovers across European stock markets under the uncertainty of Brexit,"¹². Авторът изследва поведението на някои взаимосвързани европейски фондови пазари в условията на несигурност на Brexit. Резултатите сочат значително взаимодействие между тези пазари. Въпреки че шокът от решението за Brexit от 23 юни 2016 г. увеличава волатилността на пазара, той оказва незабавно въздействие върху съвместните движения на Европейските пазари. Амбивалентните пазари се приспособяват доста бързо, като синхронизират движенията си в рамките на дни, от което следва заключението, че пазарите в Европа могат да имат гъвкавост в кратки времеви периоди. В статията не са отчетени данъците като фактор за изтеглянето на инвестиции от Англия и вливането им в други европейски борси.

Guedes, Everaldo & Ferreira, Paulo, 2019. "An econophysics approach to study the effect of Brexit referendum on European Union stock markets"¹³. Авторите разглеждат автокорелациите на всички индекси на Европейския съюз и кръстосаната им връзка с фондовия пазар на Обединеното кралство. Този анализ е взел предвид референдум за Brexit. Приложен е метод за анализ на флуктуации, за да оцени пазарната ефективност. Авторите откриват, че като цяло референдумът не е променил значително нивата на ефективност. Резултатите сочат намаляване на коефициента на кръстосана корелация, което означава, че Великобритания е по-сегментирана сега по отношение на други партньори на ЕС, отколкото в миналото и това би могло да има важни последици главно за политиците. Изследването е полезно с представянето на изследователски метод за връзката между ценовите нива и пазарната ефективност.

Perego, Erica & Vermeulen, Wessel. 2016. "Macro-economic determinants of European stock and government bond correlations:"¹⁴. Авторите изследват финансовите пазари от еврозоната въз основа на съвместна оценка на облигациите, акциите и корелациите между акции и облигации между

¹² Li, Hong. 2020. "Volatility spillovers across European stock markets under the uncertainty of Brexit," *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 84(C), pages 1-12

¹³ Guedes, Everaldo & Ferreira, Paulo & Dionisio, Andreia & Zebende, Gilney. 2019. "An econophysics approach to study the effect of brexit referendum on European Union stock markets", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 523, pages 1175-1182;

¹⁴ Perego, Erica & Vermeulen, Wessel. 2016. "Macro-economic determinants of European stock and government bond correlations: A tale of two regions", *Journal of Empirical Finance*, vol. 37, pages 214-232

групи от държави от еврозоната. Тримесечният компонент на динамичните корелации показва разликата в интеграцията на капиталовите пазари в Европа и подчертава хетерогенността на тези пазари. Регресиите на панелните данни за динамични корелации не доказва хетерогенност. Анализът на пазарите дава доказателства за важността на макроикономическите фактори като инфлация, несигурност, дълг, текуща сметка и икономически растеж в европейската финансова интеграция. Тези фактори могат да бъдат пренебрегнати, когато се анализира единен пазар, в който участват отделни двойки държави. Авторите установяват, че корелациите на европейския финансов пазар води към необходимостта от европейска икономическа интеграция, основана на здрави макроикономически основи както за настоящите, така и за бъдещите членове на еврозоната, което доказва, че фондовите пазари влияят на макроикономическите показатели. Използваните данни за конкретен вид финансови инструменти са недостатъчни, за по-точно доказване на предложената теза следва да се разгледат и пазарни данни от разглежданите финансови инструменти.

Tahir Akhtar. 2020. "Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets"¹⁵. Авторите изследват въздействието на пазарните коефициенти върху възвръщаемостта на акциите от развиващите се Азиатски и развитите Европейски финансови пазари. Констатациите показват, че данните за пазарите се различават при нововъзникващите и развити финансови пазари. Финансовата криза 2008-2009 г. и европейската дългова криза 2011-2012 г. оказват отрицателно въздействие върху възвръщаемостта на акциите. Също така връзката между пазарните коефициенти и възвръщаемостта на акциите се различава значително преди и след кризата. Важни са наблюденията по отношение на ефектите върху фондовия пазар във времена на икономически кризи.

Anselmi, Giulio & Petrella, Giovanni. 2021. "Regulation and stock market quality: The impact of MiFID II provision on research unbundling"¹⁶. Авторите изследват ефектите, породени от отделянето на разходи за изследователски анализи, върху качеството на пазара, измерено чрез ликвидност на акциите и пазарната им цена. Открива се, че инвестицията в изследвания е свързана с намаляване на инвеститорите в Европейския съюз. За акциите със средна и голяма капитализация, обхватът на инвеститорите в Европейския съюз все още е по-силен, отколкото в САЩ. Не се наблюдава спред на акции с малка, средна и голяма капитализация и се наблюдава леко увеличение на спреда за акции с микрокапитал. Не се наблюдава значителна промяна в

¹⁵ Tahir Akhtar; Akhtar, Tahir, Akhtar. 2020. "Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets", *Borsa Istanbul Review*, vol. 21, pages 44-56;

¹⁶ Anselmi, Giulio & Petrella, Giovanni. 2021. "Regulation and stock market quality: The impact of MiFID II provision on research unbundling", *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 76(C);

ценовата ефективност. Полезни са наблюденията върху ефектите, влияещи върху промяната в цената и оборота на финансови инструменти от разглежданите страни.

Claire G. Gilmore & Brian Lucey & Marian Boscia. 2008. "An ever closer union? Examining the evolution of the integration of European equity markets via minimum spanning trees"¹⁷. Авторите разглеждат минималното обхващащо дърво и свързаното с него йерархично дърво: дали се развиват с течение на времето и дали се описва динамиката. През периода 1999–2006 г., френският пазар на акции осигурява основните връзки в системата. Присъединяващите се държави от 2004 г. са по-слабо свързани в сравнение с останалите пазари. Те образуват две групи, като Чешката република, Унгария и Полша имат по-тесни връзки с основните пазари, отколкото останалите пазари за присъединяване. По-кратките разстояния между разклоненията показват потенциално намаляване на ползите от международната диверсификация на портфейла на европейските пазари. Авторите използват единствено „дърво на вероятностите“ за своето изследване, необходимо е да се добави поне още един метод за анализ.

Birau, F.R. & Trivedi, J. (2013). Analyzing Cointegration and International Linkage Between Bucharest Stock Exchange and European Developed Stock Markets:¹⁸. Авторите изследват фондовите борси в Букурещ, Атина, Париж и Франкфурт. Данните са за дневния борсов индекс за периода от януари 2003 г. до декември 2012 г. са изследвани по метода на причинно-следствената връзка на Грейнджър. Връзката и коинтеграцията не могат да бъдат намерени през първия период от януари 2003 г. до декември 2007 г. Установено е, че има едноточен ефект и коинтеграция между Атинската фондова борса и Букурещката фондова борса за втория период от януари 2007 г. и до декември 2012 г. Авторите в заключение обобщават, че се наблюдава съвместна интеграция между Букурещката фондова борса и фондовите борси в Атина, Париж и Франкфурт.

Авторите използват пазарни данни за индексни цени, без да вземат предвид, че индексите не представят изчерпателна или представителна извадка на публичните дружества, съответно резултатът трябва да бъде по-добре аргументиран. Важна обаче е тезата за увеличаване на взаимната свързаност след осъществяване на икономическо обединение.

Tudor, C. (2011). Changes in Stock Markets Interdependencies as a Result of the Global Financial Crisis:¹⁹. Авторът изследва връзката между фондовите пазари на Русия, Полша, Чехия, Унгария, Румъния и България и американските пазари. Те са изследвани през два периода,

¹⁷ Claire G. Gilmore & Brian Lucey & Marian Boscia. 2008. "An ever closer union? Examining the evolution of the integration of European equity markets via minimum spanning trees", *Physica A*, vol. 387, pages 6319-6329;

¹⁸ Birau, F.R. & Trivedi, J. (2013). Analyzing Cointegration and International Linkage Between Bucharest Stock Exchange and European Developed Stock Markets. *International Journal of Economics and Statistics*, 4(1), 237-246.

¹⁹ Tudor, C. (2011). Changes in Stock Markets Interdependencies as a Result of the Global Financial Crisis: Empirical Investigation on the CEE Region. *Panoeconomicus*, 4, 525-543.

включително периодите преди и след глобална криза. В това изследване са включени ежедневните данни от януари 2006 г. до март 2009 г. Изводът на автора е, че е имало съвместна интеграция между пазара на САЩ и пазарите на шестте източноевропейски държави по време на кризата и че тази връзка е по-силна в сравнение с периодите преди и след кризата. Също така е направено заключението, че съвместната интеграция се движи в посока от САЩ към тези шест държави. Авторът при изследването си не е дефинирал САЩ като източник на финансовата криза от 2008. Това оказва влияние върху разглежданата посока на зависимост между капиталовите пазари.

Stoica, O. & Diaconășu, D.E. (2011). Analysis of Interdependencies between Austrian and CEE Stock Markets:²⁰. Авторите изследват взаимодействието между Балканските държавни Босна и Херцеговина, България, Хърватия, Северна Македония, Румъния, Сърбия и Словения с австрийската фондова борса. Те констатираат, че съществува дългосрочна и взаимно положителна връзка между фондовите борси на страните. Изборът на Австрийската фондова борса обаче не се характеризира като точен измерител за извършване на съпоставка между разглежданите фондови пазари.

Horvath, R. & Petrovski, D. (2013). International Stock Market Integration: Central and South Eastern Europe Compared:²¹. Авторите изследват общите транзакции на пазарите на Чешката република, Унгария, Полша, както и страните от Западните Балкани - Сърбия и Македония. Установено е, че степента на интеграция на фондовите пазари в страните от Централна Европа е много по-висока от балканските страни. Степента на интеграция и корелация на Сръбската и Северномакедонската фондови борси с развитите страни са почти на нулево ниво, докато нивото на интеграция и корелация на Хърватската борса с пазарите на развитите страни е много по-високо от това на македонския и сръбския фондови пазари. Авторите не разглеждат факта, че Сърбия и Северна Македония не участват в общ икономически съюз, за разлика от съпоставимата група фондови пазари. Изследването представя икономическите ефекти за държавите при приемането им в Европейския съюз и допълва тезата за корелация при наличие на икономическо обединение.

Gradojević, N. & Dobardžić, E. (2013). Causality between Regional Stock Markets: A Frequency Domain Approach: ²². Авторите изследват регионалните причинно-следствени връзки и взаимоотношенията на фондовите пазари на Сърбия, Хърватия, Словения, Унгария и Германия. След анализа на данните те установяват, че Сръбската борса има частично въздействие върху

²⁰ Stoica, O. & Diaconășu, D.E. (2011). Analysis of Interdependencies between Austrian and CEE Stock Markets. 616–627

²¹ Horvath, R. & Petrovski, D. (2013). International Stock Market Integration: Central and South Eastern Europe Compared. William Davidson Institute Working Paper Number 1028 February 2012

²² Gradojević, N. & Dobardžić, E. (2013). Causality between Regional Stock Markets: A Frequency Domain Approach. Panoeconomicus, 5, 633–647

Унгарската и Хърватската борси, докато Сръбският и Словенският пазари имат взаимна двупосочна причинно-следствена връзка. Идеята, че близостта на държавите влияе върху тяхната взаимовръзка е заложена и в настоящото изследване.

Gradojević, N. & Dobardžić, E. (2013). Causality between Regional Stock Markets:²³. Авторите изследват финансови интеграции между ЕС и САЩ с българския, румънския, хърватския и турския фондови пазари. Може да се види, че не съществува коинтеграция между гореспоменатите страни и фондовите пазари на ЕС и САЩ. В проучването се анализира дългосрочната финансова интеграция между фондовите пазари, установено е, че няма споделена интеграция между споменатите държави, ЕС и Фондови пазари в САЩ. Изводът за липса на интеграция е направен, без да взема предвид разликата в мащаба на разглежданите борси, но е важна констатацията, че липсва интеграция между Балканските пазари и Европейския съюз позволява да се развие тезата за необходимост от развитие на Балканските капиталови пазари.

Samitas, A. & Kenourgios, D. (2011). Equity Market Integration in Emerging Balkan Markets²⁴. Авторите разглеждат интеграцията между фондовите пазари на балканските държави и фондовите пазари на САЩ, Англия и Германия за периода 2000-2006 г. Заключение е, че балканските държави имат силни взаимоотношения помежду си както и с трите развити страни в дългосрочен план. Те съпоставят Балканските борси с Английски и Германски борси в момент, когато Балканските борси са в етап на техническо развитие, докато Английските и Германските борси са внедрили и използват пълноценно модерна техническа инфраструктура. Изследването подкрепя тезата за необходимостта от взаимна свързаност между капиталовите пазари от Балканския регион.

Tesar, L. & Werner, I., 1995. Home bias and high turnover ²⁵. Авторите изследват транзакционните разходи, констатира, че е малко вероятно те да бъдат обяснение за пристрастията към местен актив, тъй като процентът на оборота на портфейла е много по-висок за чуждестранните активи, отколкото за местните активи. Те разглеждат държава със слабо развит капиталов пазар, което оказва влияние върху изводите.

Schmiedel, H. & Schönenberger, A., 2006. Integration, regulation, and policy of securities market infrastructures in the euro area ²⁶. Авторите разглеждат процеса по консолидация в борсовата индустрия на еврозоната. Те наблюдават интеграцията на национално ниво и между

²³ Gradojević, N. & Dobardžić, E. (2013). Causality between Regional Stock Markets: The Case of Acceding and Candidate Countries", Eu. In. Online Paper, 10(7), 1–16.

²⁴ Samitas, A., kenourgios, D. (2011). Equity Market Integration in Emerging Balkan Markets. Research in International Business and Finance, 25, 296-307.

²⁵ Tesar, L. & Werner, I., 1995. Home bias and high turnover. J. Int. Money Finance 14,467–492.

²⁶ Schmiedel, H. & Schönenberger, A., 2006. Integration, regulation, and policy of securities market infrastructures in the euro area. J. Financ. Regul. Compliance 14, 328–347.

пазарите на парични средства и деривати, след това и процеса на консолидация със създаването на първата общеевропейска борса „Euronext“.

Dorodnykh, E., 2014. *Stock Market Integration*: Авторът изследва борсовата интеграция през периода 1995–2010 г.²⁷. Наблюдението му е, че финансовото регулиране, споразуменията за кръстосано членство и отвореността са важни двигатели на сливанията и придобиванията в борсовата индустрия, докато размерът на фондовите борси влияе отрицателно върху вероятността от успешни сливания. Авторът следва да извърши по-задълбочено описание на разглежданите фондови борси.

Thomas J.Chemmanur. & PaoloFulghieribc; *Competition and cooperation among exchanges*²⁸. Авторите разглеждат избора на фирмите за борса, на която да се листват акции, и избора на борсови сегменти, към които да се насочат. Те защитават тезата, че стандартите за листване, избрани от борсите, влияят на тяхната „репутация“. Също твърдят, че докато борсите използват своите стандарти за листване като инструмент в конкуренцията с други борси, това ще води до загуба на инвеститорски потенциал. Според тях сливането между две борси е възможно да доведе до по-висок стандарт за листване на комбинираната борса в сравнение с тази на която и да е от сливащите се борси. Авторите изолират вътрешната стойност на финансовите инструменти и неправилно развиват разработката само върху фактора сегмент за търгови. Изследвано подкрепя извода, че обединение между капиталови пазари, ще позволи листнатите финансови инструменти да бъдат обект на по-широко търсене.

Stojkovic, Dragan. 2012. “Stock exchanges integration processes in the former SFRY area and the Belgrade stock exchange regional cooperation”²⁹. Авторът проучва интеграционните процеси на фондовите борси в бившата зона на република Югославия и регионалното сътрудничество на Белградската фондова борса. Фондовите борси в района на бивша Югославия са сравнително млади и най-вече са на незадоволително ниво на развитие, така че тяхното по-силно взаимно сътрудничество и бъдещата интеграция са необходимост. Авторът се ангажира с разглеждането на членството на наблюдаваните фондови борси в международните организации, които са важни за региона на Югоизточна Европа, с датата на присъединяване и статута, с който те се ползват, и след това – с тяхното взаимно сътрудничество, което е засилено само през последните няколко години. Той разглежда развитието на капиталовите пазари без да се фокусира върху нормативните различия и възможностите за тяхното преодоляване.

²⁷ Dorodnykh, E. (Ed.), 2014. *Stock Market Integration: An International Perspective*. Palgrave Macmillan UK, London.

²⁸ Thomas J.Chemmanur & PaoloFulghieribc; *Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards*; *Journal of Financial Economics*, Volume 82, Issue 2; 2006

²⁹ Stojkovic, Dragan. 2012. “Stock exchanges integration processes in the former SFRY area and the Belgrade stock exchange regional cooperation”, *Bankarstvo*, Association of Serbian Banks, pages 34-51;

Симеонов С. 2017. „Методика за анализ на тренда в борсовата активност, базирана на индикаторните сигнали и честотната променливост“³⁰. Авторът анализира пазарния тренд като използва различни технически и статистически методи и показатели, които обичайно се прилагат самостоятелно. В анализа са налице неизяснени въпроси относно изменението на информационните индикатори през пазарния тренд и същевременно се открива нереализиран потенциал; Авторът предлага комплексна методология за анализ на пазарния тренд, която интегрира сигналните функции на борсовите индикатори, статистическата вариация и честотната променливост. Авторът не определя техническите особености и наличието на разнообразни сегменти които влияят върху ликвидността на търгуваните финансови инструменти.

Симеонов С., Тодоров Т. 2018. „Формиране на инвестиционен портфейл за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода Август 2016 – Декември 2017“³¹. Авторът изучава модел за комплексна пазарна оценка на ликвидността на търгуваните компании. Той използва честотен анализ на нестабилността, за да се добавят и кохерентните алтернативи на вариацията и инвестиционния профил на търгуваните акции. Въз основа на сложния набор от методи, използвани в изследването, се представят изчерпателни инвестиционни профили на компаниите с най-висока и най-ниска пазарна капитализация, които са съставни части на четирите индекса на Българската фондова борса за периода от август 2016 г. до декември 2017г. Авторите разглеждат формиране на портфейл с инвестиции само в една държава и само в един базов актив, което не е определение за ефективно управление на портфейл.

Giofré, M., 2013a. International diversification: households versus institutionalinvestors³². Авторът изследва ролята на Euronext в международните портфейлни холдинги на Италия, Франция, Испания, Швеция, в периода 2001–2004 г. Констатира се ролята на Euronext само за индивидуални инвеститори, докато институционалните инвеститори и съвкупната икономика са неповлияни от консолидацията на фондовата борса. Авторът не включва намалението на риска за институционалните инвеститори от фалит, както и намалените транзакционни разходи, които като общ ефект са по съществени за институционалните инвеститори отколкото за индивидуалните.

³⁰ Симеонов С. 2017. „Методика за анализ на тренда в борсовата активност, базирана на индикаторните сигнали и честотната променливост“, Икономика 21, Издание 1, стр. 24-44;

³¹ Симеонов С., Тодоров Т. 2018. „Формиране на инвестиционен портфейл за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода Август 2016-Декември 2017“, Икономика 21, Издание 1, стр. 85-116;

³² Giofré, M., 2013a. International diversification: households versus institutionalinvestors. N. Am. J. Econ. Finance 26, 145–176.

Nielsson, U., 2009. Stock exchange merger and liquidity: the case of euronext ³³. Авторът анализира ефекта от сливането на фондовата борса Euronext върху участващите компании. Резултатите показват, че печалбите от сливането на фондовата борса са концентрирани сред големи и чуждестранно ориентирани фирми. Авторът следва да разгледа и ефекта от обединението върху потенциалните емитенти от гледна точка на по-широкия кръг инвеститори при осъществяване на Първично публично предлагане. Авторът извежда своя извод, без да вземе предвид, че най-печелившите компании на борсата Euronext са международни икономически субекти.

Стефанова, Юлия. 2020. “Перспективи и предизвикателства пред граничните фондови пазари в Западните балкани” ³⁴. Авторът разглежда как фондовите пазари влияят на икономическия растеж, като насърчават спестяванията и подобряват качеството и количеството на инвестициите. По-специално нововъзникващите пазари трябва да стимулират икономическия растеж, като предлагат разнообразни възможности за финансиране на малки и средни предприятия при по-ниски разходи за финансиране. Това намалява зависимостта им от банково финансиране и намалява експозицията им към риска от банково кредитиране. Необходимо е освен промяната в цената на капитала за фирми да се разгледат и подобрените икономически фактори от развитието на капиталовите пазари.

Hasan, I. & Schmiedel, H. & Song, L., 2012. Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges ³⁵. Авторите проучват различните степени на интеграция на фондовата борса върху създаването на стойност на борсовите акционери през периода 2000–2008 г. Те констатираат, че сливанията и поглъщанията създават по-голяма стойност от съюзите. Също наблюдават, че трансграничната интеграция създава по-голяма стойност от вътрешната и че хоризонталната интеграция създава повече стойност от вертикалната интеграция. Повечето натрупана стойност за борсовите акционери също е свързана с по-добра защита на акционерите, на счетоводни стандарти и с развитие на капиталовия пазар на партньорските борси.

Разработката е изградена върху борсови данни от период на икономическо развитие и в нея се включват критичните за борсите кризисни икономически периоди.

³³ Nielsson, U., 2009. Stock exchange merger and liquidity: the case of euronext. J.Financ. Mark. 12, 229–267.

³⁴ Стефанова, Юлия. 2020. “Перспективи и предизвикателства пред граничните фондови пазари в Западните балкани:”, Списание за финансови изследвания, брой. 2(84), страници 6-31;

³⁵ Hasan, I. & Schmiedel, H. & Song, L., 2012. Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges? Financ. Rev. 47, 469–499.

Khan, Walayet & Vieito, João Paulo, 2012. "Stock exchange mergers and weak form of market efficiency: The case of Euronext Lisbon"³⁶. Авторите извършват наблюдение върху въздействието на сливанията на фондови борси върху ефективността на информационния пазар. Фокусът е върху сливането на Португалска фондова борса с Euronext през 2002 г. Изследването преминава през провеждане на множество статистически тестове. Резултатите показват, че португалският пазар на акции е неефективен в слаба форма по време на периода на сливане, което означава, че инвеститорите са имали възможност да спечелят необичайна възвръщаемост, макар и малка. Въпреки че констатациите са смесени, все пак повечето тестове показват подобряване на ефективността. Авторите базират изследването за разпространяване на информация от период, в които техническото разпространение не е на високо ниво.

Hyunchul, Lee, 2021. "Time-varying comovement of stock and treasury bond markets in Europe: A quantile regression approach"³⁷. Авторът изследат линейните и нелинейните квантилни регресии, естеството на динамичното съвместно движение между акции и съкровищни облигации в Европа. Доказва се, че по-високите очаквания на инвеститорите за бъдещ икономически растеж оказват положителен ефект върху движението на пазара. Емпиричните открития подкрепят, че възприятията на инвеститорите за бъдещото състояние на икономиката и несигурността на фондовия пазар са ключови фактори за съвместното ценообразуване на европейските акции и съкровищни облигации.

Kim, Suk Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2005. "Dynamic stock market integration driven by the European Monetary Union: An empirical analysis"³⁸. Авторите проучват влиянието на Европейския валутен съюз върху динамичния процес на интеграция на фондовия пазар през периода 1989–2003 г. Те констатираат, че е налице промяна на режима в европейската интеграция на фондовия пазар с въвеждането на Европейския валутен съюз. Европейският валутен съюз е бил необходим за интеграцията на фондовия пазар, тъй като е установена едноточна причинно-следствена връзка..

Представените изследвания са използвани като изходна база за настоящия проучване. Те са разгледани във връзка с идеята за обединения или интеграция на различни капиталови пазари, допълват изследователските методи с конкретни статистически показатели, както и с конкретни аналитични подходи за изследване на участващите капиталови пазари. Представените

³⁶ Khan, Walayet & Vieito, João Paulo, 2012. "Stock exchange mergers and weak form of market efficiency: The case of Euronext Lisbon," *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, vol. 22(1), pages 173-189

³⁷ Hyunchul Lee; Lee, Hyunchul. 2021. "Time-varying comovement of stock and treasury bond markets in Europe: A quantile regression approach", *International Review of Economics & Finance*, vol. 75, pages 1-20;

³⁸ Kim, Suk Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2005. "Dynamic stock market integration driven by the European Monetary Union: An empirical analysis," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 29(10), pages 2475-2502;

разработки определят необходимостта от развитие на борсовите пазари, а също така – и формата за създаване на общ борсов пазар вместо обща търговска платформа. Налице е доказване на тезата за влияние на капиталовия пазар върху макроикономическите измерители.

Изследвания свързани с Конвергенция:

Втората група включва изследвания, свързани с Конвергенция на разглежданите държави относно парична политика, валутни курсове, институционални инвеститори, данъчни и нормативни характеристики. Разглеждането на националната обвързаност с останалите държави относно различни критерии е необходимо, за да се определят освен различията в капиталовата структура, но и различията в националните системи за държавно функциониране, които е необходимо да се сближат.

Pungulescu, Crina. 2013. "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States"³⁹. Авторът анализира финансовата интеграция на пазара в Европейския съюз, използвайки показатели за пазара на кредити и облигации. Фокусът е върху сравнението на Европейския съюз преди разширяването на Изток с това на 12-те нови държави членки, които се присъединяват след 2000 г. Документира, че подобрения в интеграцията на кредитните и облигационните пазари, както и на фондовите пазари има и за двете групи в рамките на ЕС. Според автора е налице засилена хетерогенност, породена от новите страни членки, но също и обръщане на процеса на интеграция през периодите на финансова криза през 2008г. Крайните цели на интеграцията на финансовия пазар са перфектната мобилност на капитала и пълното международно споделяне на риска, които към момента остават недостъпни. Изследването се базира на дългови инструменти, но липсва съпоставка с акции. Статията доказва, че след обединението следва да се премине и към приемането на страните от Западните балкани в Европейския съюз, за да бъдат използвани максимално ползите по линия на административно развитие, касаещо държавни институции, банкова, застрахователна и осигурителна сфера.

Kim, Suk-Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2006. "Evolution of international stock and bond market integration: Influence of the European Monetary Union"⁴⁰. Авторите проучват динамичната връзка между възвращаемостта на акции и държавните облигации в избрани страни през последното десетилетие, за да направят заключение за състоянието и напредъка на

³⁹ Pungulescu, Crina. 2013. "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States", *Emerging Markets Review*, Vol. 17, Pages 106-124;

⁴⁰ Kim, Suk-Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2006. "Evolution of international stock and bond market integration: Influence of the European Monetary Union," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 30(5), pages 1507-1534;

интеграцията на международния пазар. Изследва се емпирично влиянието на Европейския валутен съюз върху промените в интеграцията. Установява се, че реалната икономическа интеграция и намаляването на валутния риск като цяло са имали желаните ефекти върху финансовата интеграция, но интеграцията на паричната политика може да е създавала несигурни настроения у инвеститорите за икономическото бъдеще на Европейския валутен съюз.

Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. "The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union"⁴¹.: Авторите анализират икономическата конвергенция на страните от Западните Балкани към държавите членки на Европейския съюз с два вида методология за измерване. Конвергенцията измерва разсейването на реалния БВП на глава от населението между страните. Връзката между избрани макроикономически променливи и скоростта на растеж на БВП на глава от населението са иконометрично тествани. Констатирани са негативните ефекти от кризата върху растежа на БВП на глава от населението, което води до по-бавен процес на конвергенция. Различията между моделите на растеж на анализираните групи показват значителната хетерогенност на растежа. Разсейването на БВП между страните от Западните балкани и Европейския съюз, трябва да се представи в относително изражение за да се оцени само ефектът от промяната.

Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. "Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries"⁴². Авторите изследват въздействието на политиките за институционална реформа и качеството на институциите върху икономическия растеж на пет страни от Западните Балкани. Страните са Сърбия, Черна гора, Босна и Херцеговина, Северна Македония и Албания. С цел подобряване на динамиката на растеж е необходимо да се идентифицират ключови двигатели на растежа и да се моделират подходящи политики. В статията страните от Западните Балкани се разглеждат като цяло чрез емпирично тестване на показатели за качество на институциите върху икономическия растеж, за изследването са използвани панелни данни. Най-голямото статистически значимо въздействие се констатира от променливата за ефективност на правителството и регулаторно качество. Получените емпирични резултати ще бъдат полезни за моделиране на политиките за развитие на страните от Западните Балкани. Авторите не поставят конкретен административен център, около който да се изградят стратегическите планове за развитие.

⁴¹ Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. "The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union", *Society and Economy Akadémiai Kiadó, Hungary*, vol. 40(1), pages 105-124;

⁴² Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. "Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries", *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, issue 5, pages 933-952;

Barrios, Salvador & d'Andria, Diego & Gesualdo, Maria, 2020. "Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonization in the European Union"⁴³. Авторите проучват общата консолидирана основа за корпоративно данъчно облагане, направено от Европейската комисия с цел да се намалят както разходите за проследяване на данъчни задължения, така и възможностите за избягване на данъци при трансграничните операции в рамките на Европейския съюз. Резултатите показват, че намаляването на разходите за спазване на данъчното облагане би било свързано с по-голяма икономическа ефективност. Държавите членки с най-ниски разходи за съответствие преди реформата и тези, които имат повече чуждестранни инвестиции, биха се възползвали по-пълноценно от останалите държави членки.

Forgó, B. & Jevčák, A. (2015): Economic Convergence of Central and Eastern European EU Member States over the Last Decade (2004-2014)⁴⁴. Авторите анализират икономическото сближаване на страните от Централна и източна Европа през периода 2004-2014 г. Те констатираат, че страните са постигнали значително реално сближаване спрямо дванадесетте държави-членки на Европейския съюз, които са били част от Еврозоната през 2004 г. Също се наблюдава, че световната финансова криза 2008-2009 г. има значително отрицателно въздействие върху фискалните позиции на повечето страни от Централна и Източна Европа.

Borsi, M. T. & Norbert, M. (2015): The Evolution of Economic Convergence in the European Union⁴⁵. Авторите проучват икономическата конвергенция в Европейския съюз. Резултатите констатираат, че няма обща реална конвергенция на БВП на глава от населението. Съществува обаче сближаване на клубовете и регионалните връзки играят съществена роля при определянето на клъстърни групи. Авторите представят БВП на глава от населението, но без да са анализирали самостоятелно БВП. Изследването подкрепя алтернативната хипотеза за икономическото развитие на страните чрез специфичен измерител на БВП на глава от населението.

Изследванията за икономическо, административно и валутно обединение допълват проучването като подкрепят основните изследователски хипотези, чрез които да се обоснове в пълна степен изследователската теза в настоящото проучване. Идеята за обединение под различна форма на държавни органи, в това число и обединение в единен капиталов пазар е изцяло подкрепена и доразвита в настоящото изследване. На свой ред изследванията за конкуренция между банково дело и фондови пазари, както и влиянието на икономическите кризи върху капиталовите пазари, допълват крайния ефект върху националните икономики.

⁴³ Barrios, Salvador & d'Andria, Diego & Gesualdo, Maria, 2020. "Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonization in the European Union," *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Elsevier, vol. 41(C);

⁴⁴ Forgó, B. & Jevčák, A. (2015): *Economic Convergence of Central and Eastern European EU Member States over the Last Decade (2004-2014)*. Brussels: European Commission.

⁴⁵ Borsi, M. T. & Norbert, M. (2015): *The Evolution of Economic Convergence in the European Union*. *Empirical Economics* 48(2): 657–681.

Изследвания, свързани с финансовата отчетност на публични компании

Отчетността на публичните компании е единствената възможност за обективна оценка от инвеститори. Определена е като пряка връзка между емитенти и инвеститори. Отчетността е много важен фактор при развитието всеки капиталов пазар, поради тази важна характеристика са разгледани популярните методи за финансова отчетност. Посочва се как те ще бъдат изпълнени от публичните дружества като пряк носител на разходите за внедряване и как те ще бъдат използвани от инвеститорите като пряк потребител на представяната информация. Разгледани са изследвания за качеството, количеството, методи и тенденции за разпространение на счетоводна информация.

Zaimović, Azra & Begić, Almasa & Zaimović Tarik. 2020. "Internet Financial Reporting Practices in Bosnia and Herzegovina, Serbia and Montenegro"⁴⁶. Авторите разглеждат базираното в интернет мрежата финансово отчитане и влиянието му върху традиционните форми на корпоративно отчитане. Интернет финансовото отчитане е неразделна част от ефективните и развити капиталови пазари. В повечето случаи инвестиционната общественост, особено малките инвеститори, основават изцяло анализа на ефективността на своята компания на наличните онлайн данни. Авторите разглеждат също и как компаниите целят да максимизират своята основна стойност и богатство на акционерите, поради което е необходимо да увеличат обхвата и качеството на информацията, предоставяна онлайн. Авторите представят общо самия процес на финансово отчитане, но е нужно по-обстойно описание на изискванията към емитентите, касаещи изискуеми документи и срокове.

Katarzyna Klimczak.2019. " The benefits of using XBRL for reporting on capital markets in the light of the situation of market supervisors and scientific meetings"⁴⁷ Авторът изследва разходите и условията за прилагане на XBRL като стандарт за финансово отчитане на капиталовите пазари. Констатира се, че използването на стандарта XBRL потенциално е възможно да донесе редица ползи, като например ускоряване на процеса на отчитане и рационализиране на информационния поток, повишаване на надеждността и качеството на предаваните данни, всеобхватен и точен анализ на данните, увеличаване на съпоставимостта на финансовите отчети. Както показват анализът разходите зависят от фактори като например размера на предприятието, индустрията в която предприятието оперира, нивото на развитие на технологичната инфраструктура и образователна и учебна база.

⁴⁶ Zaimović, Azra & Begić, Almasa & Zaimovic, Tarik. 2020. "Internet Financial Reporting Practices in Bosnia and Herzegovina, Serbia and Montenegro", International May Conference on Strategic Management – IMCSM20, Bor, Serbia, Vol. XVI, Issue 1, pages 285-298, ISSN 2620-0597;

⁴⁷ Katarzyna Klimczak.2019. " The benefits of using XBRL for reporting on capital markets in the light of the situation of market supervisors and scientific meetings ". Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica 340:57-72.

Katarzyna Klimczak. 2020." The benefits of using XBRL for reporting on capital markets in the light of the situation of market supervisors and scientific meetings ⁴⁸. Авторът проучва най-важните ползи от използването на XBRL за целите на отчитането на капиталовите пазари. Анализите показват, че използването на стандарта XBRL като инструмент, подкрепящ финансовата отчетност, следва да доведе до подобряване на информационния поток, увеличаване качеството и количеството на данните, достъпни за получателите, съпоставимостта на финансовите отчети, както и способността да обработват и анализират данни от своите потребители. Стандартът може да окаже голямо влияние върху функционирането на капиталовия пазар, което води до намаляване на информационната асиметрия между участниците на пазара, намаляване на цената на собствения капитал и увеличаване на ликвидността на пазара. Авторът не представя XBRL от страна на потребителите, а само от страна на съставители на финансови данни. Това не позволява да се изгради обективно мнение дали формата е полезен. Изследването е полезно с представяне на пълен списък с функционалности и ползи от използването на XBRL.

Zamroni, Muhammad & Y. A. Aryani, 2018. "Initial Effects of Mandatory XBRL Adoption Across the Indonesia Stock Exchange's Financial Information Environment ⁴⁹. Авторите проучват първоначалните ефекти на задължителния разширяем език за отчитане на бизнеса (XBRL) във финансовата информационна среда на Индонезийската фондова борса. Сравнявайки ефектите от периода преди и след XBRL се предоставят доказателства, че няма значителни последици през първата година от приемането на XBRL, а в следващите години обемът на търговия с акции се засилва. Представено е, че променливостта на възвръщаемостта не е намалена в периода след XBRL. Авторите не представят данни за разходите, необходими за внедряването и използване на системата.

Arnold, Vicky & Bedard, Jean C. & Phillips, Jillian R. & Sutton, Steve G., 2012. "The impact of tagging qualitative financial information on investor decision making: Implications for XBRL ⁵⁰. Авторите изследват дали инвеститорите печелят от маркирането с XBRL и дали маркирането улеснява професионални и непрофесионални инвеститори. Резултатите показват, че непрофесионалните инвеститори използват по-директна стратегия за търсене на маркирани данни, докато стратегиите за търсене на професионални инвеститори не се влияят от условието за маркиране. Авторите не извършват сравнение, както и не предлагат други варианти за финансов отчитане.

⁴⁸ Katarzyna Klimczak. 2020 " Costs and conditions for the implementation of XBRL as a financial reporting standard on capital markets ". Accounting Theoretical Notebooks 98:107-122.

⁴⁹ Zamroni, Muhammad. & Y. A. Aryani, 2018. "Initial Effects of Mandatory XBRL Adoption Across the Indonesia Stock Exchange's Financial Information Environment." Jurnal Keuangan dan Perbankan, vol. 22, no. 2, 181-197

⁵⁰ Arnold, Vicky & Bedard, Jean C. & Phillips, Jillian R. & Sutton, Steve G., 2012. "The impact of tagging qualitative financial information on investor decision making: Implications for XBRL," International Journal of Accounting Information Systems, Elsevier, vol. 13(1), pages 2-20

Alkhatib, Esra'a & Ojala, Hannu & Collis, Jill, 2019. "Determinants of the voluntary adoption of digital reporting by small private companies to Companies House: Evidence from the UK,"⁵¹ Авторите разглеждат факторите, които влияят върху доброволното приемане на цифровото отчитане на задължителните сметки на малки компании във Великобритания. Резултатите показват положително влияние върху доброволното приемане на цифрово отчитане от малки частни компании. Предоставени са доказателства, че сложността на счетоводната система на компанията и технологичните разходи влияят обратно върху това доброволно приемане.

Настоящия труд ще използва методи за анализ на статистически данни от съществуващата литература, с които ще бъдат анализирани търговски данни на борсовите оператори. Ще бъдат използвани подходи за анализ на взаимовръзки между борсови пазари. Също ще се използват емпирични изследвания за обединение в широк кръг направления между разглежданите държави на нормативно и административно ниво. Ще бъдат използвани извършените проучвания за финансова отчетност с цел създаване на оптимално ефективен модел за разкриване на финансова информация.

Настоящият труд обогатява съществуващата литература, като представи проекта за създаване на Единна Балканска фондова борса като обект на научно изследване. Предоставя обективен преглед на взаимовръзките между разглежданите капиталови пазари спрямо техните основни търговски данни за 10 годишен период. Извършва сравнителен административен, нормативен, технически и данъчен анализ на борсовите участници и разглежда вариантите за тяхното обединение. Представя иновативни модели на инвестиционни дружества и предлага вариант за повишаване на ликвидността и капитализацията на Балканските борсови оператори. Представя също така вариант за икономическо развитие на Балканските държави чрез създаване на точка за преразпределяне на инвестиционни капитали.

⁵¹ Alkhatib, Esra'a & Ojala, Hannu & Collis, Jill, 2019. "Determinants of the voluntary adoption of digital reporting by small private companies to Companies House: Evidence from the UK," International Journal of Accounting Information Systems, Elsevier, vol. 34(C)

2. Проектът за Единна Балканска фондова борса

Единна Балканска фондова борса представлява проект за съюз между борсовите оператори и депозитарите на Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина. За проекта не са налични данни за идеолог и дата на създаване, приема се, че основната идея е възникнала в професионалните финансови среди. Реализацията на проект за Единна Балканска фондова борса не е официално обсъждан. Основната роля и възможността за реализация на проекта се обвързва с извършените от Европейската комисия препоръки⁵² за бъдещо развитие на фондовите пазари в Европа, чрез обединяването им в общоевропейска структура. В изследването се разглеждат основни проблеми както за Европейския съюз, така и за страни, които към настоящия момент не са членки на Европейския съюз. Единна Балканска фондова борса създава изцяло нова идеология и принцип на работа за борсовите участници, като се започне от самите борсови оператори и се достигне до отделните борсови инвеститори. Обединението ще бъде чрез създаване на общ субект с мажоритарна собственост на участващите борси, останалата част от капитала ще бъде публично продаден на частни инвеститори. Общият борсов оператор ще обедини емитентите от участващите държави, като даде достъп на действащите до момента инвестиционни посредници за подаване на поръчки към всички емисии финансови инструменти. Единният депозитар ще извършва първоначален сетълмент, а местните депозитари ще извършват административната обезпеченост като издаване на временни удостоверения и акционерни книги. Създаването на Клирингова къща също е от съществено значение за доверието на инвеститорите, тя ще бъде с общ фонд за всички участващи борси. Регулацията на борсата ще се осъществява от колективен орган, изграден от представители на регулатори от участващите държави. Основният ангажимент на регулатора ще бъде внедряване и спазване на европейски директиви в областта, както и спомагане на имплементирането им в отделните държави посредством промяна в нормативните актове. Регулаторните органи, ситуирани в участващите държави, ще следят за спазването на законовите изисквания в определената им юрисдикция и ще имат право да налагат санкции за нарушаване на регулациите. Общият капиталов пазар изисква обща техническа инфраструктура както за сключване на сделките, така и за приключването им. В момента всяка една страна от Западните Балкани изгражда и използва собствено технологично решение за постигането на работеща платформа, която да предоставя връзка на търсещите и предлагащите финансови инструменти, както и

⁵² Communication from the commission to the European Parliament. A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan, European Commission, 2020. COM (2020) 590, Available URL : (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_2&format=PDF)

платформа за финализиране на сделките с окончателно прехвърляне на собствеността върху финансовите инструменти. За борсовите оператори е по-лесно и по-евтино да поддържат една обща платформа, вместо седем отделни, функционално различни системи. Наличието на една платформа ще осигурява еднаква функционалност за всички пазари. Техническите им екипи ще си оказват взаимопомощ при проблем. Инвеститорите няма да имат необходимост от опознаване на различни видове платформи и нареждания.

Единната платформа ще позволи бърза смяна на “политическата и икономическата обстановка”. Държавите от региона имат специфични характеристики, които ще позволят на инвеститорите реализирането на портфейл спрямо личните им рискови предпочитания. Инвеститори, които сегментират портфейлите си в отделни индустрии, ще имат по-голям избор от емитенти в няколко държави. Инвеститорите без излишни допълнителни разходи ще сменят държавата в която инвестират, като изберат съседен пазар с различен политически или икономически риск.

Инвеститорите, поддържащи няколко различни платформи за достъп до няколко пазара, плащат допълнителни транзакционни разходи за достъп до няколко чужди пазара. При настъпване на икономическа криза има висока вероятност инвеститорите да пристъпят към ограничаване на разходите си чрез съкращаване на броя пазари, до които имат достъп. В тази връзка общата платформа за търговия ще ограничи отлива на инвеститори.

Всяка борса трябва да предоставя възможност на инвеститорите си да увеличават доходността, която реализират. Първичното публично предлагане на акции е основополагащ процес за ефективността на капиталовите пазари. При успешно и ефективно изпълнение на първично публично предлагане се създават и нови възможности както за публичните компании, така и за инвеститорите, защото след първото разпределяне емитентът започва да развива своя бизнес с новопривлечен капитал, като добавя стойност към вече привлечен собствен капитал. Добавената стойност е основният елемент, носещ доходност на инвеститорите. Колкото повече добавена стойност акумулира публичната компания, толкова по-ликвидни стават нейните акции.

При създаването на Единна Балканска фондова борса общият пазар ще даде по-широка възможност за пласиране на акции към по-голям кръг инвеститори. От страна на публичните компании това максимизира шанса за приключване на емисията, от страна на инвеститорите създава по-широк кръг от възможности за диверсификация на инвестиционните си портфейли. За борсовия оператор се създават предпоставки за повече първични публични предлагания, което първо увеличава прихода от такси, които борсата ще акумулира. Впоследствие се увеличава

капитализацията на борсите и съответно инвеститорският интерес. Капитализацията е показател за мащаба на фондовата борса, а желанието на инвеститорите е да инвестират на пазари с по-голяма капитализация.

Икономическите кризи пораждат необходимост от привличането на алтернативно финансиране за националните икономиките и по-специално за малките фирми, които изпитват нужда от допълнително финансиране, което е решаващо за съществуването на дружествата. По време на пандемията от Covid-19 през 2020 г. се наблюдават намалени парични постъпления, породени от намалено потребление, дружествата изпитват дефицит на оборотни средства. Допълващото финансиране може да бъде под формата на увеличен собствен капитал, който няма как да бъде привлечен от банковия сектор⁵³. Тук се разкрива необходимостта от ефективно действащ капиталов пазар, чрез който да се дофинансират разходи за основна дейност на дружествата⁵⁴. Предвид мащаба на борсите от Балканския полуостров - Сърбия, Северна Македония, Босна и Херцеговина, Черна гора, България и техните борсови оператори, чиито капитализации към момента са със статут на развиващи се пазари, това отблъсква външните професионални инвеститори и силно ограничава възможността за получаване на финансиране чрез капиталовия пазар. Механизмът за балансиране се намира в единната Балканска фондова борса, чрез която инвеститорите биха могли да предоставят ликвиден ресурси за дружествата, като ефективна алтернатива на банково финансиране⁵⁵.

3. Преглед на видовете борсови обединения

От началото на века засилената конкуренция между фондовите борси предизвика важни структурни промени в пазарите на ценни книжа, някои от тях преминаха през процес на постепенна консолидация:⁵⁶

CEESEG е най-малкото от разглежданите обединения и представлява дружество, притежаващо борсовите оператори във Виена и Прага, осъществявало през годините контрол върху борсите в Будапеща и Любляна.

⁵³ Ivanov, P. and Werner, R. (2022) The monetary Reform debate as the continuation of the Long-standing currency vs Banking school debate and the Identification of Its Long-Overdue Resolution, *The Review of Business and Economic Studies*, 10 (1): 6 – 13.

⁵⁴ European Commission (2018). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable development

⁵⁵ Zana Grigaliuniene a, Dmitrij Celov b, Christopher A. Hartwell; Grigaliuniene, Zana & Celov, Dmitrij & Hartwell, Christopher. 2020. „The more the Merrier? The reaction of euro area stock markets to new members“, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 66;

⁵⁶ Giofré, Maela. 2021. “Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment”, *Journal of Financial Stability*, vol. 53, ISSN 1572-3089;

Второто по големина обединение на фондови борси е Nasdaq-OMX-Nordic”. През 1998 г. дъщерното дружество на Nasdaq, отговарящо за сделки с фючърси OM и Стокхолмската фондова борса се обединяват, по-късно през същата година и фондовата борса в Копенхаген се включва в обединението. При съюза Стокхолм и Копенхаген започват да използват единна търговска система за пръв път в историята на капиталовите пазари. От 2003г. година борсата в Хелзинки е част от групата, през 2004 г. борсата във Вилнюс също се присъединява към скандинавската обединена борса. Последното придобиване е на борсата в Исландия през 2006г. През годините името на обединението се сменя многократно, като приема части на новопривлечените оператори. Основната характеристика в развитието на обединената борса е управление в района на скандинавските страни на борсова платформа, допускаща за търговия малки и развиващи се компании или така наречения алтернативен пазар.

3.1. Euronext

Euronext е най-голямото обединение на фондови пазари в Европа с пазарна капитализация към месец май 2021 г. 12,2 милиарда евро⁵⁷, което ще бъде разгледано по-обстойно. През 2000 г. под името Euronext се обединяват борсите от Амстердам, Париж, Брюксел, а две години по-късно и Лисабон. През април 2007 г. Нюйоркската фондова борса /NYSE/ и Euronext се обединяват под името NYSE Euronext, а през 2014 г. Euronext завършва публично предлагане, целящо отделянето от NYSE и превръщайки се отново в самостоятелна борса. През 2018г. негов член става борсата в Дъблин, година по-късно в обединението се включва и борсата в Осло. Последната присъединена борса е Миланската през 2021г.

Основната причина за обединението между пазарите е използването на единна валута и хармонизирането на капиталовите пазари⁵⁸. От 2001 г. борсата става публична компания⁵⁹, Централата на борсата е едновременно в Париж и Амстердам, а в останалите страни, участващи в обединението, функционират клонове.

Сетълментът на финансови инструменти се извършва от централните депозитари в Осло, Милано и Лисабон. Регулацията на борсата се осъществява координирано от местни регулатори на членуващите борси, които са създали комуникация помежду си под името „Регулаторна колегия” и се основават главно на европейското законодателство в допълнение на местни закони и подзаконови нормативни изисквания на всяка отделна държава. На „Euronext” се

⁵⁷ <https://www.euronext.com/en/investor-relations/financial-calendar/acquisition-borsa-italiana--group>

⁵⁸ Теодор, Жан-Франсоа (2000 г.). „Раждането на Euronext: Реч от Жан-Франсоа Теодор, председател и главен изпълнителен директор на Euronext”. Париж, европлейс.

⁵⁹ Paunal, Grace; Maria Valcheva; Xue Wang (2013). Creation and Segmentation of the Euronext Stock Exchange and Listed Firms' Liquidity and Accounting Quality: Empirical Evidence

търгуват акции, облигации, „ETF”, деривати, варанти, индекси, валути.

Фондовата борса първоначално обединява основните капитали на членуващите борси, след получаване на доверие от страна на инвеститорите, търгуващи на нея, тя извършва увеличение на капитала си няколко пъти. Първоначалното увеличение е с цел модернизиране и развиване на търговския си потенциал, последващите увеличения на капитала се използват за допълнително привличане на борсови оператори. При късните придобивания характерът на сделките е покупко-продажба, докато първоначалните обединения са били с характеристиката на консорциум.

Борсата работи от понеделник до петък, търговският ден е от 9:00 до 17:40 местно време на всички борси, без да се отчита часовата разлика. Търговският ден преминава през предварително отваряне, откриващ аукцион, непрекъсната търговия, закриващ аукцион и последваща търговия.

Платформата „Euronext” се разглежда като конкурент на Единната Балканска фондова борса. При развитието на единен капиталов пазар на Балканите следва да се постави за цел привличането на част от инвеститорския потенциал, който има „Euronext”. Тази промяна ще бъде полезна за инвеститорите, които пряко биха могли да диверсифицират риска на вложенията си в еуро валута, без да намаляват предвидената си доходност. Дори да се постави за цел максимално привличане на 25% от инвестирания капитал „Euronext”, който да премине към Единна фондова борса на Балканите, това са около 7,5 пъти увеличение на настоящата капитализация на пазара. При процес на сливане по-малките борси могат да подобрят конкурентната си позиция спрямо трета по-голяма борса⁶⁰.

3.2. See Link

„See link” е трансгранична търговска връзка, свързва местните борси под формата на „маршрутизация на поръчки”. Платформата е начална стъпка за регионалната интеграция на пазарите на ценни книжа. Освен това подобряването на пазарната достъпност и ефикасността е от съществено значение за увеличаване на инвеститорската база. Проектът е стартиран между Северна Македония, България и Хърватия. Идеята за създаване на връзка между борсите на Балканите се заражда през 2014 г. На 29 март 2016 г. в Скопие е осъществено действителното стартиране на платформата, като участници са Северна Македония, България и Хърватия, а през месец април се присъединява Атинската фондова борса. През декември същата година се присъединяват Сърбия и Словения, а през август 2017 г. член става Босна и Херцеговина.

⁶⁰ Thomas J.Chemmanur, PaoloFulghieribc; Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards; Journal of Financial Economics, Volume 82, Issue 2; 2006

Основната характеристика на SEE Link е, че членовете запазват своята автономност и дейността на участващите борси. Действащият модел на „SEE Link” включва достъп на борсовите членове до участващите борсови пазари. По този начин инвеститорите имат възможност чрез местния си инвестиционен посредник да извършват сделки на някои от участващите фондови борси. Инвеститорите от осем /8/ държави имат достъп до финансовите инструменти от съседните си страни. „SEE Link” не гарантира автоматично свързване между борсите, тя спомага единствено за видимостта на публичните дружества между държавите и подпомага връзката между членовете на фондовите борси.

Платформата осъществява кореспонденция и първоначално свързване между членовете. За да бъде възможно осъществяване на сделка например на Северно Македонски инвеститор с финансови инструменти, листнати на борсата в Загреб, е необходимо инвестиционен посредник от Македония да е сключил споразумение с инвестиционен посредник в Хърватия. По този начин инвестиционните посредници предават информацията помежду си чрез софтуер, подържан от „SEE Link”. Усложненията в процеса са, че един местен посредник е възможно да има само един изпълняващ посредник в друга страна. Също, за да има достъп до няколко страни, един член трябва да сключи договори с изпълняващ посредник във всяка страна, използваща платформата. Това усложнение в осъществяването на взаимоотношенията отблъсква посредниците, които трябва да влязат в договореност с партниращи посредници от всички участващи държави. Недостатък също е, че информация за котировките на финансовите инструменти се представя само на първичните посредници, които при специални условия разпространяват последваща информация за котировките на съседните борси. Тези ограничения в разпространението на информация не позволява да се достигне до повишаване в ликвидността и изпълнените сделки. Необходимостта от сключването на договори с обслужващите (изпълняващите) посредници ограничава предлаганата услуга и намалява положителните ефекти от платформата.

Ефектът от създаването на SEE Link е негативен поради неефективното използване на платформата. Главната причина е в това, че не успява да се промени ликвидността на пазара. Привличат се повече продукти, но не и инвеститори, които да ги купят.

Подобряването на платформата следва да се разгледа единствено като възможност за единна търговия, а не само като маршрутизатор на поръчки. Възможността е върху съществуващите договорености между участниците да се допълнят задължения за извършване на търговски сделки с финансови инструменти само на една платформа, администрирана от SEE Link.

4. Историческо и техническо развитие на Фондови борси от Балканския регион

В точката ще бъдат представени историческата и техническата еволюция на капиталовите пазари от Балканския регион. Чрез изследването на еволюционния етап на капиталовите пазари ще бъде възможно последващото анализиране на възможността за обединение в единна Балканска фондова борса.

4.1. Гръцка фондова борса

Атинска фондова борса е най-големият капиталов пазар, разглеждан в настоящето проучване. Тя се състои от дружество „Майка”, което управлява и контролира целия борсов процес (търговска система, сетълмент и клиринг) чрез изградени дъщерни дружества.

Първите данни за борсова дейност в Гърция са от 1876 г., когато Атинската фондова борса за първи път е основана. Тя, за разлика от останалите Балкански държави, не е прекратявала съществуването си и дейността си във втората половина на XX век. Политическото управление единствено на Гърция в Балканския регион е позволявало частна търговска дейност. През 1991 г. Атинската фондова борса е внедрила система за електронна търговия и създава Централен депозитар. Той осъществява системното прехвърляне на собственост след извършената сделка. Централният депозитар е институцията, администрираща акционерния и облигационния състав на публичните емисии финансови инструменти.

До 1997 г. собствеността на Атинската борса е изцяло държавна, в периода 1997-1999 г. държавата преминава към разпореждане със собствени дялове, като намалява Акционерния си капитал до 47,7%. През същата година в Атина се създава нормативна възможност и се осъществяват първите сделки с деривативни инструменти чрез новосъздадената борса за деривати, която се обединява с основната борса през 2002 г..

Дериватите са вторична или подгрупа финансови инструменти, изградени върху съществуващ базов актив или финансов инструмент. Техният смисъл е основан в защита на нетното състояние и е предмет за спекула. Инвеститорите, очакващи промяна в цените на базов актив, заемат позиция, с която в бъдеще ще осъществят положителен финансов ефект от движение в цените на основния актив. Дериватите включват (фючърсни и форуърдни) борсови договори, суап, опция, варанти.

През 2003 г. 100% от собствеността на Атинската фондова борса е прехвърлена на частни инвеститори. В края на 2006 г. е сключен договор за съвместна дейност между Кипърската и

Атинската борси, с което се дава възможност на инвеститорите от двете държави да извършват сделки с финансови инструменти на двата пазара. През 2008 г. на гръцкия пазар се листва първият ETF (Exchange traded funds) фонд за колективно инвестиране от затворен тип. В практиката основно „ETF“ репрезентират движението на индекси на конкретен базов актив като злато и сребро или движението на някой отрасъл като жилищно строителство и търговия.

Индексите на свой ред са показатели, измерващи тенденциите на конкретни сектори или общата икономическа насока на икономиката. Индексите са показатели, които са създадени върху базови активи, тяхната роля е да дублират движението на базовия актив, като смисълът им е да се проследят във времето и да бъдат съпоставяни и анализирани.

Индексите се създават от рейтингови агенции или борсови оператори. При тяхното създаване се задават конкретни критерии, на които трябва да отговарят базовите активи. Критериите са разнообразни, но в повечето случаи са оборот на търгуван базов актив, капитализация на емитент, дългосрочна тенденция в цената на базовия актив, реализиран финансов резултат от емитента и др. На база критериите, върху които е изграден индексът, се включват и участващите базови активи. За постигане на реалистична и максимално достоверна информация от самия индекс се използват методи за актуализация (балансиране) на индексите. Осъществява се на определен предварително зададен период, например 6 месеца. Извършва се преглед на участващите базови активи, установява се отговарят ли на заложените критерии и дали има други конкурентни активи с по-добри показатели. След извършване на оценката се включват само базовите активи с най-добри отчетени стойности по предварително зададените критерии.

В зависимост от индексите, базовите участващи активи могат да бъдат с претеглени тегла или не-претеглени. Двете алтернативи показват дали участващият актив са равна по сила възможност за влияние върху индекса върху-всички участващи активи или има доминиращо, (съответно – не доминиращо) участие/влияние.

През 2008 г. са листнати първите дружества на Алтернативният пазар. Година по-късно, Гръцкият и Кипърският централни депозитари създават двустранна връзка за сетълмент на финансови инструменти.

Най-сериозният удар върху капиталовия пазар в Гърция е породен от дълговата криза, в която попадна страната през 2012 г., на 27 юни 2015 г. борсата официално временно прекратява дейността си, като на 3 август 2015 г. се връща към обичайна търговска дейност. Под въздействието на дълговата криза борсата реализира спад. През април 2016 г. Атинската борса се

включва в платформата SEE Link. През 2021 г. Атинската фондова борса купува 10,24% от акциите на Сръбската фондова борса и сключват договор за последващо развитие.

4.2. Българска фондова борса

Историята на Българската фондова борса започва през 1914 г.⁶¹, когато се създава нормативна възможност за фондов пазар, 4 години по-късно е моментът, от който действително се осъществяват сделки с акции на 21 дружества. Борсата в София има затруднения в търговските си процеси, поради вътрешни и външно икономически фактори през 20 век, тя функционира до 1947 г., когато е прекратена нейната дейност като неотговаряща на социалистическия режим на управление. След политическите промени в края на 1989 г. се поставя ново начало на фондовия пазар в България през 1995г. През следващата година се създава и Централен депозитар. Поради нормативни промени в действащия закон се налага временно спиране на търговските процеси до привеждането в съответствие на всички публични дружества. Този процес съвпада с големите икономически и инфлационни проблеми в страната. Дейността на фондовия пазар се възобновява през юли 1997 г. след въвеждането на валутния борд. Фондовият пазар в България изпълнява основно приватизационни сделки на държавните предприятия в периода до 2000 г.

През 1999 г. е листната първата емисия облигации, а през 2001 г. – и първата ипотечна облигация. Отново през същата година се създава алтернативен /неофициален/ пазар на финансови инструменти. През 2004 г. фондовият пазар и финансовият регулатор в България поставят началото на платформа за разкриване на финансови отчети и новини от публичните емитенти. През същата година фондовият пазар започва миграция от дотогава действащата платформа „RTS“ към „Xetra“, процесът завършва през юли 2008 г. Българската фондова борса през 2010 г. осъществява увеличение на капитала си, което е реализирано единствено от Министерство на финансите на Република България.

През 2012 г. Българската фондова борса въвежда ново сегментиране на пазара – действащо и до днес, организиран е основен пазар, на който има „Премиум“, „Стандарт“, „Дружества със специална инвестиционна цел“, „Облигации“, „Права“. Алтернативният пазар, администриран от Българска фондова борса, е „BaSE market“, на него се търгуват по-ниско ликвидни финансови инструменти и финансови инструменти на емитенти, които не отговарят на всички борсови изисквания. През 2016 г. е регистриран и първият „ETF“ за България, същата година борсата участва и в създаването на SEE Link. Година по-късно на борсата в София се дава възможност да

⁶¹ Официален сайт на Българска фондова борса www.bse-sofia.bg

осъществява вторичен борсов пазар на Държавни ценни книжа. Българската фондова борса става собственик на енергийната борса в България през 2018 г. На следващата година тя предприема действия, с които да извърши обучение на дружества, целящи бъдещо листване в сегмента за „Start Up” компании. Целта е дружествата да придобиват информираност за методите, които могат да използват за набиране на външен ресурс чрез фондовите пазари.

4.3. Румънска фондова борса

Първите данни за създаване на Румънската фондова борса са от 1882 г.⁶². Данните за фондов пазар в Румъния преди Втората световна война са оскъдни, но наличните данни показват, че Балканските военни действия в началото на XX век са оказали негативно влияние върху борсата. След този период борсата има двупосочна тенденция в развитието си. Съществен белег за нея е затварянето ѝ поради променената политическа конюнктура през 1948г. След политическите промени в края на XX век, на 21 април 1995 г. се възобновява фондовият пазар в Румъния. През 1997 г. е дадено началото на първия борсов индекс в страната. Първите дългови финансови инструменти са регистрирани през 2001 г., като емитент са общински администрации. През 2003 г. е осъществена миграция от действащата система „Horizon” към новолансираната „Arena”. През 2005 г. се финализира сливане между Официалния пазар и Алтернативния пазар, който е създаден през 1996 г., за да спомогне за продажбата на държавни предприятия, познато като приватизация, а акциите на обединеното акционерно дружество се прехвърлят към членовете на борсата. Година по-късно е създаден Централен депозитар в страната. През 2008 г. е регистриран и първият ETF фонд. През 2014 г. с цел поддържане на ликвидност са създадени стимули към специализирани членове действащи като „маркет-мейкъри”.

„Маркет-мейкърите” са много полезни икономически субекти за дейността на развиващите се капиталови пазари. Тяхната роля е постоянно да следят търговското ниво на конкретна емисия, за която имат сключен договор, задължението им е да лансират котировки в двете посоки от средната цена. По този начин те гарантират, че ще има сделки във всеки един момент. Ценовите диапазони спрямо средната цена за всяка емисия са индивидуално изчислени. В повечето случаи „Маркет-мейкъра” трябва да е разположил своите котировки до 5% от пазарната цена. Също при изпълнение на регистрирана котировка „Маркет-мейкърът” трябва до 2 мин. да регистрира нова в същата посока. За тази си дейност „Маркет-мейкърът” получава част от стойността на изпълнената сделка, не дължи такса за осъществените сделки и получава възнаграждение от емитентите за извършената услуга. Дейност като „Маркет-мейкър” може да

⁶² Официален сайт на Румънска фондова борса <https://www.bvb.ro/>

извършват както физически, така и юридически лица, които имат необходимия лиценз за изпълнение на поръчки чрез фондов пазар.

През 2016 г. е внедрена система за разпространение на публична и периодична информация от регистрираните емитенти. Също така е внедрена възможността за търговия с „Варанти”. Стартира проект, озаглавен „Made in Romania”, целта на програмата е да идентифицира, насърчава и подкрепя развитието на компании, които да се превърнат в двигател на Румънската икономика.

Като допълваща информация, през 2019 г. Румънската борса създаде енергийна борса за търговия на електричество, а през 2021г. тя се обедини с Българската енергийна борса.

4.4. Сръбска фондова борса

Първата фондова борса в Сърбия е регистрирана през далечната 1894г⁶³. Между Първата и Втората световни войни фондовата борса прекратява временно дейността си. След възстановяване на дейността си тя съществува до 1953 г., когато поради общо политическата конюнктура в региона и Сръбската борса е закрыта. През 1989 г. се дава възможност за рестартиране на борсови операции и в Сърбия, създаден е „Югославският капиталов пазар”. Годици по-късно борсата променя името си на Белградска фондова борса. До 2000 г. извършените приватизационни процеси не са преминавали през фондовата борса, но от 2000г. се разкрива възможност за вторична търговия на приватизационните дружества. През 2001 г. са въведени облигациите като търгуван инструмент. През 2004 г. се модернизира използваната търговска система. През 2006 г. борсата започва да организира образователни курсове за повишаване компетенцията на инвеститори. През 2008 г. Сръбската търговска платформа мигрира към доразвитата платформа за търговия „Belex Fix”.

След 2015 г. Сърбия активно работи за създаване на възможно търгуване на IPO, като дейностите, извършвани от борсата, са софтуерни и разяснителни към действащите дружества. Достига се до стартирането на нов сегмент за първично предлагане.

4.5. Северномакедонска фондова борса

Северномакедонската фондова борса стартира своята история през 1995 г⁶⁴., тя е организирана като Акционерно дружество с изцяло частен капитал, разпределен между местни икономически субекти от финансовия сектор. През първите години от създаването си тя е

⁶³ Официален сайт на Сръбска фондова борса <http://www.belex.rs/eng/>

⁶⁴ Официален сайт на Северномакедонска фондова борса <http://www.mse.mk/mk/>

функционирала по два дни в седмицата, постепенно с увеличаването на търговската активност се повишават и работните дни.

От създаването си борсата функционира с поръчки, осъществявани чрез физическо присъствие в залата за търговия, през 2001г. се въвежда електронна система, чрез която брокерите осъществяват поръчките си от своите офиси. През същата година се създава и Централният депозитар, той изпълнява своята роля с напълно електронно администриране на финансовите инструменти.

Македонският пазар през периода 2001-2003 г. инициира подписването на договори с борсите от съседните държави с цел подобряване взаимоотношенията, разбирателството и сътрудничеството в бъдещото си развитие. През 2004 г. борсата в Скопие извършва сегментация на пазара си, като го разделя на „Пазар на публично-държавни компании” и „Свободен пазар”. Със създаването на свободен пазар борсата и националният регулатор въвеждат по-високи критерии за допускане до пазара.

Борсата в Скопие отбелязва 2007 г. като най-добрата година от създаването си. Този процес се забелязва в същия период за Българската и Румънска борса. Но ако при тях увеличението следва да се обясни с повишеното доверие поради присъединяването към Европейския съюз, то за Северномакедонската борса тази тенденция не може бъде обяснена така лесно. Хипотезите са: повишена икономическа активност в целия свят, което не подминава и Северна Македония; положителното влияние от близостта на ново присъединили се членове на Европейския съюз. През 2013 г. борсата в Скопие въвежда още един нов сегмент - „Задължително листване“-„Mandatory listing”. Три години по-късно е домакин и изпълнява ролята на седалище за ново учредената платформа SEE link.

4.6. Черногорска фондова борса

Фондовата борса в Подгорица е създадена през 1993 г.⁶⁵, като Акционерно дружество с публичен капитал, до 1995 г., поради политическите връзки между Черна гора и Сърбия, обединени в общ съюз под името Република Югославия, контролът на фондовия пазар се осъществява централизирано от Югославския надзорен орган. След този период автономността на регулацията и администрирането се поемат от вътрешно национални органи на Черна гора. До 2000 г. търговските процеси се осъществяват единствено на място в борсата, като нейната основна роля е създаване на място за контакт между продавачи и купувачи на финансови инструменти.

⁶⁵ Официален сайт на Черногорска фондова борса <https://www.mnse.me/>

Поради неефективността и невъзможността действащата фондова борса в Подгорица да осъществява ефективен търговски процес, през 2001г. се създава „Нова фондова борса на Черна гора” АД – /NEX/ изцяло с частен капитал. До 2011г. в Черна гора действат две фондови борси, поради административни усложнения и несигурност на инвеститорите не се достига до оптимална ликвидност и търговски обем. Така се стига до тяхното обединение през 2011г. под името NEX Montenegro. През същата година е имплементирана и система за електронна търговия. През 2013 г., Истанбулската фондова борса придобива 24,38% от акциите на NEX Montenegro, по този начин Турската фондова борса се превръща в стратегически партньор на фондовата борса в Подгорица.

4.7. Хърватска фондова борса

Първите данни за фондова борса в Загреб са от 1907г.⁶⁶, през 1927 г. добре действащата Хърватска борса успява да построи собствена сграда, която за времето си е описана като най-модерната фондова борса в Европа⁶⁷. Към днешна дата сградата е паметник на културата. Хърватската борса функционира успешно в тази сграда до 1945г., когато е прекратена дейността ѝ поради недопустимост в политическия модел. След политическите промени е дадена нова възможност за създаване на капиталов пазар в Хърватия, официално това се случва през 1991г. Година по-късно започва търговията с облигации. От всички балкански борси, Загребската първа изпълнява сделки с държавни предприятия, участващи в процес на приватизация. До 1994 г. сделките се осъществяват с физическо присъствие на брокери, а от 1994 г. се внедрява електронна система „TEST-1“, която е собствена разработка на борсата. От 1997 г. Хърватската борса започва изчисляване на първия си индекс. Хърватската борса се доказва като лидер в разработването на софтуер за търговия, през годините постоянно го надгражда, внедрявайки най-модерните световни тенденции. Между 2004 г. и 2007 г. Загребската борса преминава през изключително силен процес на развитие и повишава многократно капитализацията и оборотите си. През 2009г. инициатива на борсата за дигитализация и обучение довежда до стартиране на „виртуална фондова борса⁶⁸“. Тя цели развитие на интереса и познанията в младото население, чрез което да се развие в бъдеще и тяхното желание за инвестиции. Година по-късно инициативата за обучение от Загребския капиталов пазар води до създаването на борсова академия. През 2015 г. е стартиран проект за нов сегмент, даващ възможност за набиране на средства от „Малки и средни предприятия“.

⁶⁶ Официален сайт на Хърватска фондова борса <http://zse.hr/>

⁶⁷ Graham Smith (2012) The changing and relative efficiency of European emerging stock markets, The European Journal of Finance, 18:8, 689-708, DOI: 10.1080/1351847X.2011.628682

⁶⁸ Официален сайт на Хърватска фондова борса <http://zse.hr/>

През 2016 г. борсата става част от създателите на SEE Link. През 2017 г. Хърватската фондова борса прекратява развитието на свой търговски продукт и изпълнява миграция към немската борсова платформа „Xetra“. Две години след създаването на сегмент за малки и средни предприятия се дава възможност за тяхното израстване чрез създаване на специален сегмент „Растеж“. През 2019 г. се подписва договор за сътрудничество с пазара за малки и средни предприятия на Северномакедонската фондова борса. Хърватската борса на свой ред придобива малко над 5% от акциите на Северномакедонската фондова борса. През 2020г. са регистрирани за търговия първите ETF фондове.

4.8. Словенска фондова борса

За борсата в Любляна са налични исторически данни от 1924 г. до 1942 г.⁶⁹. Новата история на Словенската фондова борса започва през 1990 г., като три години тя осъществява търговски процес единствено в своята централа. През 1993 г. въвежда електронна борсова платформа, през 1996 г. е регистрирана първата емисия безналични финансови инструменти. Процесът за преминаване от налични към изцяло безналични акции за публични компании приключва през 1999 г., година по-късно започва изчисляването и на първия индекс.

Словения е първата Балканска страна, част от „Социалистическия блок“, която става член на Европейския съюз от 2004 г. Това повишава доверието в капиталовия пазар, който бележи рекордни за страната нива на обороти и капитализация. През 2010 г. се осъществява миграция към търговската платформа „Xetra“. През 2015 г. борсата в Загреб изкупува 100% акциите на Люблянската борса, година по-късно, става и член на SEE link. През 2017г. тя въвежда разработения от Хърватската борса сегмент за малки и средни предприятия, скоро след това въвежда и платформата за растеж на Хърватската борса.

Не на последно място инициативата, в която се включва борсата в Любляна, е насърчаване на екологични и социални проекти, която кауза е бъдещата иновация в капиталовите пазари в целия свят.

4.9. Фондови пазари в Босна и Херцеговина

Поради териториално-политическото разделение на Федерална Република Босна и Херцеговина в нея функционират две равноправни федерации. Федерация Босна и Херцеговина

⁶⁹ Официален сайт на Словенска фондова борса <http://www.ljse.si/>

с административен център Сараево и Република Сръбска с административен център Баня Лука. Двата основни града са и седалища на отделни фондови борси.

Политическите и военни конфликти в страната през 90-те години правят създаването на капиталовия пазар в този период необосновано и невъзможно. Липсата на ефективни икономически процеси, породена от военни действия, ограничава възможността и необходимостта от създаване на капиталов пазар.

4.9.1. Сараевска фондова борса

В годините след 2000 г., след спирането на военните действия и връщането на страната към нормални процеси, се създава възможност за учредяване на фондов пазар⁷⁰. На 13 септември 2001 г. се създава първата фондова борса във Федерация Босна и Херцеговина със седалище Сараево. Тя е създадена с изцяло частен капитал, разпределен в акции. През 2003 г. стартира изчисляването на национален индекс и са допуснати за търговия приватизационни фондове. До 2007 г. търговските дни са 2 през седмицата, от 2007 г. поради повишени обороти се преминава към пълна търговска седмица, включваща обичайните 5 работни дни. През същата годината е извършена и първата продажба на държавно предприятие. През 2008 г. е допусната до търговия първата облигационна емисия и е осъществено първото IPO. През 2012 г. борсата в Сараево подписва договор за създаване на обща търговска система със съседните борси от Баня Лука и Подгорица. През 2017 г. борсата в Сараево се присъединява към инициативата SEE link.

4.9.2. Фондова борса в Баня Лука

Република Сръбска има борсов пазар от 2001 г., като капиталът е разпределен между частни финансови институции. Същата година стартира и дейността на Централен депозитар. Година по-късно е сключен договор с борсата в Любляна за използване на тяхната борсова система, като договорът включва и обмен на борсова информация за изтъргувани обеми. През 2003 г. са допуснати за вторичен пазар акции на приватизационни компании от Република Сръбска и е извършена първата приватизационна сделка чрез борсата. От 2004 г. се изчислява първия борсов индекс на Баня Лука. През 2006 г. Виенската фондова борса подписва договор с Баня Лука за сътрудничество, през същата година се преминава към 5 дневна работна седмица. Първата емисия облигации са допуснати за търговия е през 2007 г., в началото на следващата година се осъществява и първото IPO. През месец Март 2009 г. борсата в Баня Лука мигрира към

⁷⁰ Официален сайт на Косовска фондова борса www.sase.ba/v1/en-us/

търговска система /BST 2.4/, а през 2012 г. е подписано споразумение за сътрудничество с борсите в Сараево и Подгорица за създаване на обща търговска платформа.

Периодите, в които се въвеждат отново в експлоатация повечето фондови пазари на Балканите са в рамките на 2-3 години. Зараждат се вълнообразно. Последващите административни и инфраструктурни подобрения се движат в много близки времеви граници. Въвеждат се електронна търговия, електронен сетълмент, съхранение и изисквания за разпространение на финансова информация. Тези промени се случват без да имат действителна договорна свързаност под каквато и да е форма. При осъществяване на Единната Балканска фондова борса ефектите за борсите ще се характеризират като положителни от гледна точка на икономия от мащаба за развитие на техническа инфраструктура, свързана с търговия и сетълмент. Също техническата инфраструктура и специалистите ще бъдат използвани пълноценно при внедряване на бъдещи иновации. Особеностите на сферата изискват постоянно внедряване на най-новите системи и процеси, за да се постигне максимално доверие и видимост сред инвеститорите.

Модернизацията се следва от всички поради непосредствената близост помежду им, по този начин се поражда усещане за организирано и целенасочено развитие на отделните борси. Нетипичното еднопосочно действие за представители на страните от региона, без да има официална договореност между отделните пазари, показва, че при достигане до официално Балканско обединение на фондовите борси бъдещите ефекти ще бъдат положителни и мултиплицирани.

5. Нормативни характеристики на Фондови борси от Балканският регион

Регулаторните изисквания и нивото на инвеститорска защита ще бъдат разгледани в настоящата точка. Нормативните аспекти на капиталовите пазари от Балканските държави са представени за всяка държава отделно, за да бъдат съпоставени и анализирани. Целта е да се определи дали нормативните различия ще бъдат пречка пред обединение на разглежданите фондови борси.

5.1. Гърция

Гръцкият фондов пазар е с основна локация Атина, администрира се от Атинската Фондова Борса „Athens Stock Exchange - ATHEX”⁷¹. Гръцката държава регулира местния си пазар посредством държавен Гръцки регулатор ” Hellenic Capital Market Commission⁷². Сетълментът на финансови инструменти се извършва от Гръцки Централен депозитар „Hellenic Central Securities Depository”⁷³. Валутата, в която се изпълняват сделките е EURO.

Инвестиционните посредници в Гърция могат да притежават различни лицензи. Търговски – да подават поръчки за своя и за сметка на клиент, клирингови – да извършват прехвърляне на активи между свои клиенти, попечителски – посредникът има право да съхранява и управлява активи на свой клиент.

Съгласно гръцкото законодателство инвестиционният посредник е задължен да използва специална клиентска сметка, открита в банка на името на инвеститора, за да изпълнява търговските задължения чрез нея.

Важно уточнение е, че механизмът за ограничаване търговска сесия при съществена промяна в цената функционира само на Основния пазар. Тази възможност защитава инвестиционните посредници от поръчки с грешни стойности, като спира за няколко минути търговията, докато служител на борсата се свърже с лицето, подало поръчката, но за не повече от 5 минути.

Гръцкият борсов оператор предлага „Маржин търговия“ и „Къси продажби“. Благодарение на Ливъридж сделките инвеститорите купуват повече финансови инструменти с по-малко действителни средства. Също така се възползват от спада в цената, като ползват къси продажби, чрез които те заемат активи, продават ги при настоящите нива на пазара и ги купуват обратно при бъдещо поевтиняване. След осъществяване на покупката, инвеститорът ги връща на техния собственик.

Алтернативата на борсовите сделки са „ОТС сделки“ (over the counter). Те се изпълняват на база договор за покупко-продажба. В него се договарят параметрите на сделката като цена, количество и др. Този договор се представя в офис на инвестиционен посредник и той извършва прехвърлянето на финансовите инструменти служебно в Централен депозитар. Атинската фондова борса изпълнява „ОТС сделки“.

⁷¹ Официален сайт на Гръцка фондова борса <https://www.athexgroup.gr/web/guest/home>

⁷² Официален сайт на Гръцка комисия на капиталовия пазар http://www.hcmc.gr/en_US/web/portal/home

⁷³ Официален сайт на Гръцка фондова борса <https://www.athexgroup.gr/web/guest/home>

След изпълнение на подадената поръчка инвеститорите трябва да заверят сметката на инвестиционния посредник с необходимата сума до края на деня, в който е извършена сделката. Осъществяване на клиринга между купувач и продавач е „Т+2“ или на втория ден след сключване на сделката се осъществява действителното прехвърляне на финансови инструменти срещу парични средства. Голямото преимущество за борсата в Гърция е клиринговата функция, чрез нея се гарантира осъществяване на сделки, дори при случай на неизпълнение на задължение от страна на купувача за превеждане на средства. Когато на третия ден след сделката /Т+3 /, не е осъществено прехвърляне поради липса на средства, „Atex Clear“ поема задължението и прехвърля сумата на продавача, за да се осъществи прехвърлянето. След като продавачът бъде удовлетворен и получи сумата от сделката, ценните книжа стават собственост на клиринговата компания. На свой ред Клиринговата компания, като собственик на финансовите инструменти, на следващия работен ден ги обявява за продажба. След продажбата тя възстановява средствата в гаранционната си сметка.

В Гърция съществува още един гаранционен фонд. Той гарантира 100% от активите на инвеститори при влязла в сила процедура по ликвидация или неплатежоспособност на инвестиционен посредник.

Предвид дълговата криза в страната от 2015г. тегленето на суми в брой е ограничено и за инвестиционните посредници в продължение на години след 2015г., лимитите постепенно се увеличават.

Специфика е моментът, към който се определят акционерите, имащи право да получат дивидент. Срокът е от два дни до два месеца от вземането на решение за разпределяне на дивидент от компетентния орган. Изплащането на дивидента се осъществява от Централен депозитар директно по сметката на инвеститора в банка или инвестиционен посредник. При извършване на SPLIT или разделяне на акциите, търговията се спира за три дни. В Гърция капиталовите печалби и дивидентът се облагат с 15%. Чуждестранните инвеститори се възползват от „Споразумение за избягване на двойно данъчно облагане“.

5.2. България

Българският фондов пазар е със седалище София, администрира се от „Българска Фондова Борса АД”⁷⁴, законодателната инициатива и регулаторна функция на капиталовия пазар се осъществява от „Комисия за финансов надзор”⁷⁵. Сетълментът на финансови инструменти е в

⁷⁴ Официален сайт на Българска фондова борса www.bse-sofia.bg

⁷⁵ Официален сайт на Комисия за финансов надзор (България) <http://www.fsc.bg/en/>

юрисдикцията на „Централен депозитар АД“⁷⁶. В страната не функционира клирингова компания, като единствено задължение на Централен депозитар е осъществяване на прехвърлянето. Националната валута, в която се изпълняват сделките е Нов български лев (BGN), той е фиксиран към Евро при курс от 1,95583 Лева за 1,00 Евро.

Спрямо местното законодателство инвестиционните посредници могат да действат като попечители и да осъществяват съхранение на пари и ценни книжа за сметка на своите клиенти. Посредниците имат задължение да разделят клиентските активи от собствените си. Инвеститорът извършва всякакви сделки от една клиентска сметка при инвестиционен посредник.

При неплатежоспособност на инвестиционния посредник съществува „Гаранционен фонд“, който компенсира инвеститорите до 90% от активите им, но не повече от 40 000 лева. Изискванията за сделки със суми над 30 000 лева са да се декларира произходът им. Не е необходима данъчна регистрация.

Платформата, използвана от Българската борса, има функционалност за спиране на търговията при наличие на поръчки със съществени отклонения в цената. На българския пазар не се изпълняват „Маржин продажби“, но се поддържа „ОТС“ пазарна възможност. Сетълментът се осъществява в рамките на два дни (T+2). Акционерите, имащи право да получават дивидент, са вписани в акционерната книга на 14-тия ден след решението от компетентния орган. Плащането на дивидент се извършва по клиентска сметка, а разпределението на средствата се изпълнява от Централен депозитар. В края на деня, към който се определя съставът на получателите на дивидент, всички подадени поръчки се изтриват, а на следващия ден се възстановява търговията с нови ценови лимити.

Таксите за транзакция на Централния депозитар са освободени от данък, а таксите за търговия на фондовата борса подлежат на 20% ДДС. Капиталовите печалби не се облагат с данък, а дивидентът се облага с 5%. Чуждестранните лица се възползват от разпоредбите за избягване на двойно данъчно облагане.

5.3. Румъния

Администрирането на Румънската борса е в Букурещ и се извършва от Букурещката Фондова борса „Bucharest stock exchange“⁷⁷. Законодателната и регулаторна дейност на капиталовия пазар се осъществява от „Финансов Надзорен Орган“ (Financial Supervisory

⁷⁶ Официален сайт на Централен депозитар (България) <http://www.csd-bg.bg/>

⁷⁷ Официален сайт на Румънска фондова борса <https://www.bvb.ro/>

Authority)⁷⁸. Централният депозитар „Depozitarul Central - Grup”⁷⁹ предоставя услуги по клиринг, сетълмент и регистрация. Сетълментът на финансови продукти се осъществява в рамките на два дни (T+2). Националната валута, в която се изпълняват сделките е Румънска лея (RON).

Плащането на дивидент се извършва по клиентска сметка или на каса, а разпределението на средствата се изпълнява от Централен депозитар. Лицата, които получават дивидент, се определят спрямо дата, която се избира на общото събрание на дружеството, минимум 10 дни след решението от компетентния орган.

Спрямо местното законодателство инвестиционните посредници действат като попечители и осъществяват съхранение на пари и ценни книжа за сметка на своите клиенти. Посредниците са задължени да разделят клиентските си активи от собствените си.

Платформата, използвана от Румънската борса, има функционалност за спиране на търговията при наличие на поръчки със съществени отклонения в цената. Ценовите нива се определят от специфични коридори, базирани на последната цена от непрекъснатата търговия, последната цена от аукцион или последната цена от предходната борсова сесия. На Румънския пазар се изпълняват „Маржин сделки“ и „Къси продажби“, поддържа се „ОТС“ пазарно приключване на сделки.

При неплатежоспособност на инвестиционния посредник съществува „Гаранционен фонд“, който компенсира инвеститори до 90% от активите им или максимум 20 000 евро. Изискванията за сделки със суми над 15 000 евро е да се декларират с цел проследяване на техния произход.

Капиталовите печалби се облагат с данък 16%, а дивидентът се облага с 5%. Чуждестранните лица се възползват от разпоредбите за избягване на двойно данъчно облагане.

5.4. Сърбия

Сръбският капиталов пазар е със седалище Белград, оперира под името Белградска фондова борса „Belgrade Stock Exchange”⁸⁰, законодателната и регулативна функция е от Комисията по ценни книжа „The Securities Commission”⁸¹. Сетълментът и клирингът се осъществяват от Централен депозитар и Клирингова къща ”Central Securities Depository and Clearing House”⁸². Валутата, в която оперира борсата, е RSD (Сръбски динар).

⁷⁸ Официален сайт на Орган за финансов надзор (Румъния) <https://asfromania.ro/>

⁷⁹ Официален сайт на Централен депозитар (Румъния) <https://www.rocLEAR.ro/>

⁸⁰ Официален сайт на Сръбска фондова борса <http://www.belex.rs/eng/>

⁸¹ Официален сайт на Комисия по ценни книжа (Сърбия) <http://www.sec.gov.rs/index.php/en/>

⁸² Официален сайт на Централен регистър на ценни книжа (Република Сръбска) <http://www.crhovrs.org>

Инвеститорите в Сърбия могат да имат лична сметка при посредник или персонална сметка в банка, която има договореност с Централния депозитар. По този начин директно ще се реализира транзакцията. Прехвърлянето на финансови инструменти се осъществява до два дни след сделката (T+2). Средствата по сделката се прехвърлят в деня на сделката или най-късно на следващия ден по сметка на Централен депозитар. В случай на липсващи средства, депозитарят анулира сделката с разрешение на заинтересованите страни. Инвеститорите могат да разчитат на Гаранционния фонд, покриващ техните активи в размер до 20 000 евро или еквивалента им в местна валута при изпадане в неплатежоспособност на инвестиционния посредник. Средствата и сделките над 15 000 евро се декларират с цел удостоверяване на техният произход.

Списъкът с акционери, имащи право да получат дивидент, се определя от Устава или от решението на компетентния орган, но това не може да стане преди публикуване на протокол от решението на компетентния орган. Изплащането на дивидент се осъществява от Централен депозитар към попечител, а той на свой ред – по клиентска сметка. Алтернативата е плащане от емитент към инвеститор, без използване на Централния депозитар.

При Сръбската борса също е налична система за ограничаване на търговията при увеличена волатилност. Има три възможни прага след преминаването, на които се пристъпва към спиране на търговията: при надвишаване на прагове от началото на деня; при надвишаване на прагове от ориентировъчната цена на актива; при надвишаване на прагове от предходната цена на сделката. В ситуация на SPLIT търговията се спира за 5 дни.

Сделки с Ливъридж и „ОТС“ са нормативно разрешени, но не се осъществяват.

Търговските и сетълмент услуги са освободени от ДДС. Капиталовата печалба и дивидента се облагат с 15% данък, като за чуждестранен инвеститор се прилагат разпоредби на договорите за избягване на двойно данъчно облагане.

За всички сделки от юридически и физически лица се изисква данъчна регистрация. Освен данъчната регистрация, откриването на сметка в банка или посредник следва да бъде извършена с официализиране на всички документи от местен нотариус.

5.5. Северна Македония

В Северна Македония фондовият пазар е със седалище Скопие, оперира под името Македонска Фондова Борса „Macedonian Stock Exchange”⁸³, а регулаторната институция е Комисия по ценни книжа и борсите ”Securities and Exchange Commission of the Republic of North

⁸³ Официален сайт на Северно македонска фондова борса <http://www.mse.mk/mk/>

Macedonia”⁸⁴. Сетълментът на финансови средства се осъществява от Централен депозитар „Central Security Depository”⁸⁵. Валутата за търговия е MKD (Македонски денар).

Инвестиционните посредници в Северна Македония имат нормативна възможност да бъдат попечители на клиентски активи. Сетълментът е T+2 /в рамките на два работни дни /. Централният депозитар не извършва клирингови сделки и не поддържа фонд, с който да се компенсира насрещна страна при отказ за превод на парични средства. Единственото, което е в компетенцията на Централния депозитар е налагане на санкция за провинилия се член. Датата, към която се определят получателите на дивидент, се решава от общо събрание. В последствие решението се разпространява чрез специална платформа към членовете на борсата, а те на свой ред имат ангажимент за предаване на информация към своите клиенти. Дивидентът се разпределя от Централния депозитар или самостоятелно от емитента. Преводът е насочен към личните сметки на инвеститорите. Северна Македония не предлага на инвеститорите в страната възможност за записване на права при увеличение на капитала. Действия по сплит на акции се извършват след тридневно спиране на дейността.

Компенсирането на инвеститори при ликвидация или неплатежоспособност на инвестиционен посредник не е възможно поради не функционирането на фонд за компенсации. Република Северна Македония е декларирала готовност да осъществи такъв фонд след приемането ѝ в Европейския съюз.

Разпоредбите за защита от изпиране на пари налага в Северна Македония при трансфери на парични средства над 1000 евро да се идентифицира клиентът чрез декларация за произход на средства и допълнителни документи, доказващи транзакцията.

Както в Сърбия, така и в Северна Македония, от инвеститорите се изисква да са вписани в местните данъчни регистри. Документите, изискуеми за откриване и водене на сметки, е необходимо да бъдат Нотариално заверени или, ако са международни, да бъдат с Апостил. При представяне на документи на език, различен от македонски, се изисква и заверен превод на националия език.

Борсовата система извършва прекъсване при излизане извън ценовите граници на последната дневна борсова цена или тръжна цена. Таксите за търговия и сетълмент са освободени от данък, капиталовите печалби също не се облагат. Получаването на дивидент се облага с 10%.

84 Официален сайт на Национална комисия по ценни книжа и борси (Северна Македония) <http://www.sec.gov.mk/>

85 Официален сайт на Централен депозитар (Северна Македония) <http://www.cdhv.mk/>

5.6. Черна Гора

Черногорска фондова борса АД “Montenegro Stock Exchange”⁸⁶ е със седалище в Подгорица, законодателната и регулаторна дейност на капиталовия пазар се осъществява от Комисията на капиталовия пазар “Capital Market Commission”⁸⁷. Сетълмент и клиринг дейността в Черна гора е поета от Централен депозитар и клирингова къща Черна Гора “Central securities depository and clearing company of Montenegro”⁸⁸. Националната валута, в която се изпълняват сделките, е EUR (евро).

Сетълментът се осъществява в рамките на два дни (T+2). Спрямо местното законодателство, инвестиционните посредници могат да действат като попечители и осъществяват съхранение на пари и ценни книжа за сметка на своите клиенти. Посредниците имат задължение да разделят клиентските от собствените си активи.

Платформата за търговия на борсата е разделена на „Официален“ и „Свободен пазар“. Официалният пазар технологично е ограничен до 10% волатилност на пазарната стойност спрямо последната цена от предходния ден. На свободния пазар движението на цените спрямо предходния ден е ограничено технологично до 20% волатилност. На Черногорския пазар не се изпълняват Ливъридж сделки.

Плащането на дивидент се извършва по клиентска сметка, а разпределението на средствата се изпълнява от Централен депозитар. Право на дивидент имат всички акционери, имащи акции към момента на провеждане на общото събрание на акционерите.

Капиталовите печалби и дивиденди се облага с 9% данък. Чуждестранните лица се възползват от разпоредбите за избягване на двойно данъчно облагане.

5.7. Хърватия

Фондовият пазар в Хърватия е ситуиран в Загреб, администрирането се осъществява от Загребската фондова борса „Zagreb Stock Exchange”⁸⁹, регулаторната функция се изпълнява от местната Хърватска агенция за надзор на финансовите услуги „Croatian Financial Services Supervisory Agency”⁹⁰. Загребската борса е подпомагана от Централен депозитар, изпълняващ функциите и на клирингова къща “Central Depository & Clearing Company Inc”⁹¹. Валутата, в която се извършват сделки е HRK (хърватска куна).

⁸⁶ Официален сайт на Черногорска фондова борса <https://www.mnse.me/>

⁸⁷ Официален сайт на Комисия за пазар на капитал (Черна гора) <https://www.scmn.me/>

⁸⁸ Официален сайт на Централно депозитарно и клирингово дружество (Черна гора) <http://www.cda.me/>

⁸⁹ Официален сайт на Хърватската фондова борса <http://zse.hr/>

⁹⁰ Официален сайт на Хърватската агенция за надзор на финансовите услуги <https://www.hanfa.hr/about-us/>

⁹¹ Официален сайт на Хърватския Централен Депозитар <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:400:9048635272639:>

Инвестиционните посредници в страната имат възможност да съхраняват активите на клиентите си и могат да действат и като попечители. Те са длъжни да извършват съхранението в сметка, отделна от сетълмент сметката, в която съхраняват личните си активи. Ограничението за волатилност е фиксиран лимит, чрез който се ограничава възможността за вписване на поръчки с прекалено високи отклонения от пазарната цена. Съществуват и по-ниски прагове, при които се осъществява временно спиране на емисията от търговия. Прагове се поставят в индивидуални граници в зависимост от личната волатилност на финансовите инструменти. Борсата не предлага възможност за търговия с Ливъридж продукти, но „ОТС“ сделките са осъществими и са част от предпочитаните възможности за сделки.

Срок за изпълнение на сетълмента е „Т+2“. При неизплащане на сума от страна на купувача, Централният депозитар изпълнява задължението за сметка на Гаранционен фонд, който е изграден изцяло с вноски от инвестиционни посредници. В деня след извършване на покупката за сметка на инвеститора, депозитарят осъществява прехвърлянето на финансовите инструменти, обект на продажбата. След нейното осъществяване продажната стойност се връща в Гаранционния фонд. Съществува и фонд за гарантиране на инвеститорите, чрез който се удовлетворяват вземания на инвеститори от инвестиционни посредници, изпаднали в неплатежоспособност, максимум 20 000 евро или еквивалента в местна валута. Съществува изискване за деклариране на сделки над 15 000 евро и еквивалентната стойност в местна валута. Системата, поддържана от Хърватския депозитар, позволява моментално осъществяване на сплит поради което не се достига до спиране на емисията от търговия.

Решението за списък на акционерите с право на дивидент е от компетенцията на общото събрание на акционерите. Законовото ограничение е датата да бъде минимум два дни след оповестяването на информацията за разпределяне на дивидент. Дивидентът може да бъде изплатен от Централния депозитар, като той превежда сумата директно по сметка на клиента.

Таксите за търговия и сетълмент са освободени от данък. Капиталовата печалба и дивидентът се облагат с 12% данък. Капиталовата печалба не е предмет на договор за избягване на двойно данъчно облагане. Дивидентът е предмет на договора за двойно данъчно облагане.

5.8. Словения

Словенският капиталов пазар е със седалище Любляна и е под името Люблянска фондова борса „Ljubljana Stock Exchange”⁹², нормативният регулатор в страната е Агенция за пазара на

⁹² Официален сайт на Словенска фондова борса <http://www.ljse.si/>

ценни книжа” Securities Market Agency⁹³”. Сетълмент и клиринг се извършва от Централна клирингова компания „Central Securities Clearing Corporation”⁹⁴. Валутата на сделките е Евро.

Законодателството в страната дава право на инвестиционните посредници да предоставят както попечителство, така и администриране на финансови инструменти. Клиентските сметки в инвестиционния посредник са отделни от личните, в които се съхраняват собствени активи. Необходимо изискване е получаване на персонален данъчен номер. Той е нужен при изплащане на дивидент.

Прекъсването поради волатилност се задейства при преминаване на заложили критерии, след прекъсването се преминава към аукцион, на който в рамките на 5 минути се подават поръчки и се определя нова пазарна цена. При SPLIT срокът за ограничаване в търговията е до три дни. Гарантирането на инвеститорските активи се осъществява с активи на инвестиционните посредници, съхранявани в Централния депозитар, служещи за обичайната дейност. При сделки над 15 000 се уведомяват заинтересованите органи във връзка с предотвратяване на изпирането на пари. Приключването на сделките е на втория ден след сделката (T+2), при забавено плащане сетълментът се затваря от клиринговата къща.

Списъкът на получателите на дивидент се определя от компетентния орган на емитента, срокът не може да е по-кратък от два дни след общото събрание. Емитентът е задължен да информира Централния депозитар за решението, а той от своя страна информира инвеститорите. Дивидентът е възможно да се разпределя от Централния депозитар, но това не е задължително.

Търговските сетълмент и клиринг процедури не се облагат с ДДС. Дивидентите и капиталовата печалба се облагат с 25%, като облекчение получават местните физически лица при дългосрочна инвестиция над 5 години, данъкът пада с 10%, а в последствие и с 5%, достигайки до 10 %.

5.9. Сараево и Баня Лука

Двете борси във Федерална Република Босна и Херцеговина са представени едновременно. Едната борса е Сараевска фондова борса “Sarajevo Stock Exchange”⁹⁵, а другата е Баня Лука фондова борса” Banja Luka Stock Exchange”⁹⁶. Сараевският нормативен регулатор е Комисия по ценните книжа на Федерация Босна и Херцеговина “Securitize Commission of the Federation of Bosnia and Herzegovina”⁹⁷, а на Баня Лука е Комисия за ценните книжа на Република

⁹³ Официален сайт на Агенция за пазара на ценни книжа (Словения) <http://www.a-tvp.si/Eng/>

⁹⁴ Официален сайт на Централна клирингова корпорация на ценни книжа (Словения) <https://www-en.kdd.si/>

⁹⁵ Официален сайт на Косовска фондова борса www.sase.ba/v1/en-us/

⁹⁶ Официален сайт на Фондова борса Баня Лука <http://www.blberza.com/>

⁹⁷ Официален сайт на Комисия по ценни книжа (Босна и Херцеговина) www.komvp.gov.ba/site/index.php/en/

Сръбска "Republic of Srpska Securities Commission"⁹⁸. Двете борси имат и самостоятелни депозитари, но без клирингови задължения. Сараевският депозитар е Регистър на ценните книжа във Федерална република Босна и Херцеговина „Registry of Securities in FBH“⁹⁹, а действащият депозитар в Баня Лука е Централен регистър на ценни книжа Баня Лука „Central Registry of Securities Banja Luka“¹⁰⁰. Валутата и за двете борси е националната ВАМ (Босненска конвертируема марка).

Периодът за сетълмент е T+2, наличието на гаранционни фондове и в двете федерации осигурява изплащане на обезщетения при неплатежоспособност или грешка на инвестиционен посредник. Той урежда сетълмент взаимоотношения при нужда, но липсва фонд, гарантиращ интереса на инвеститорите. Посредниците и в двете федерации имат законовата възможност да бъдат и попечители на клиентски активи, като използват отделни сметки за лични и клиентски активи. Документите за откриване на сметки трябва да бъдат надлежно преведени на местен език и заверени нотариално с цел доказване на автентичност. Ливъридж сделките не са разрешени и за двете борси, а ОТС сделки се допускат при специфични условия само в Баня Лука.

Ограниченията на волатилност са регламентирани еквивалентно за двете борси. При отклонение от (+/-3%) се осъществява прекъсване на търговията и се организира нов входящ аукцион, след него се излъчва нова референтна цена. При изчислението на статичен лимит ограниченията са спрямо цената на затваряне от предходния търговски ден и са следните: 20% за Баня Лука; 20,50,100% за Сараево в зависимост от сегмента.

В Сараево няма никакви ограничения към преводите, докато при Баня Лука единствената специфика е доказване на произход за суми над 25 000 Евро.

Дивиденди в Сараево се дължат на акционерите, които участват в списъка към деня на общото събрание. При Баня Лука решението за деня се взема от общото събрание, но не може да е по-малко от 20 дни след общото събрание. Дивидентите се разпределят директно по сметките на акционерите, в Сараево от емитента, а в Баня Лука може и чрез Централен депозитар.

Услугите за търговия и сетълмент са освободени от начисляване на данък и в двете федерации. В Сараево не се отчита данък върху капиталовите печалби, докато при Баня Лука той се облага с 10%. При Баня Лука дивидентът не се облага с данък, докато в Сараево той е 5%. Наблюдава се кръстосване на данъчните отчитания за двете федерации.

⁹⁸ Официален сайт на Комисия по ценни книжа (Република Сръбска) <http://www.secrs.gov.ba/>

⁹⁹ Официален сайт на централен регистър на ценни книжа (Босна и Херцеговина) <http://www.rvp.ba/english/Home/About>

¹⁰⁰ Официален сайт на Централен регистър на ценни книжа (Република Сръбска) <http://www.crhovrs.org>

Таблица 1. Обобщена информация за нормативните характеристики на разглежданите държави.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	ZSE	LSE	SASE	BLSE
Регулатор	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен
Борсов Пазар	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен
Депозитар	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен	Държавен
Клирингова къща	да	НЕ	да	не	не	да	да	да	не	не
Гаранционен фонд	да 100 % от активите	90 % но не повече от 20 000 евро	90 % но не повече от 20 000 евро	20 000 евро	не	-	20 000 евро	да	да	да
Изискване за деклариране на средства	не	да над 15 000 евро	да над 15 000 евро	да над 15 000 евро	да над 1 000 евро	н/а	да над 15 000 евро	да над 15 000 евро	не	да над 25 000 евро
Валута	Евро	Български и Лев (BGN)	Румънска лея (RON)	Сръбски динар (RSD)	Македонски денар (MKD)	Евро	Хърватска Куна (HRK)	Евро	Босненска конвертируема марка (BAM)	Босненска конвертируема марка (BAM)
Наличие на аукцион при висока волатилност	само на основния пазар	да	да	да	да	техническо ограничение до 10 % от предходния ден	да- спрямо индивидуални нива на всяка емисия	да	да	да
Маржин	да	не	да	да, но не се използват	не	не	не	да	не	не
Къси продажби	да	не	да	да, но не се използват	не	не	не	да	не	не
ОТС	да	да	да	да, но не се използват	не	не	да	да	не	да
Определяне на получател на дивидент	от 2 дни до 60 дни	14 ден след ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 10 дни след ОСА	по решение на ОСА, датата не може да бъде преди публикуване на протокола от ОСА	ОСА	акционери по време на ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 2 дни след ОСА	По решение на ОСА, акционер и мин 2 дни след ОСА	акционери по време на ОСА	По решение на ОСА, акционери мин 20 дни след ОСА
Облагане на дивидент	15%	5%	5%	15%	10%	9%	12%	25%	5%	не
Облагане на капиталовата печалба	15%	не	16%	15%	не	9%	12%	25%,15% „10%	не	10%
Данък върху услуги за търговия	не	20%	н/а	не	не	н/а	не	не	не	не
Данък върху услуги за трансакция	не	да	н/а	не	не	н/а	не	не	не	не
Споразумение за двойно данъчно облагане	да	да	да	да	не	да	Капиталовата печалба не е предмет на договор за избягване на двойно данъчно облагане, дивидента е	да	н/а	н/а

Източник: Собствени проучване на за нормативните характеристики на разглежданите държави.

Обобщените данните са представени в табл. 1, те свидетелстват, че фондовите борси, депозитарите и регулаторите в разглежданите държави са държавни органи. Клирингови къщи има в половината от разглежданите държави. Инвеститорите разчитат на гаранционни фондове, покриващи техните активи във всички държави освен Северна Македония, а за Черна гора липсва информация. Деклариране на средства при осъществяване на сделки не е необходимо при сделки в Гърция, Черна Гора и Сараево, в останалите държави има различни прагове, над които се изисква декларация за произход на средства. Сделките в Гърция, Словения и Черна гора се извършват в Евро, останалите държави използват собствени валути. Различни технически способи са разработени при отделните борсови оператори за спиране на търговията при висока волатилност на финансовите инструменти. Къси продажби и маржин търговия са допустими само на борсите в Атина и Букурещ. „ОТС“ сделки са допустими отново в половината от борсовите пазари. Получателите на дивидент са фиксирани към определена дата само на Българския пазар,

на останалите разгледани пазари сроковете за динамични. Данък върху дивидента не се дължи само на пазара в Баня Лука, на останалите пазари съществува данъчно задължение в различен процент. Капиталовата печалба не се облага с данък в България, Северна Македония и Сараево, на останалите пазари има данък. Услугите по търговия и сетълмент се облагат с ДДС само в България. Споразумение за двойно данъчно облагане няма при борсите в Босна и Херцеговина и Северна Македония. В Хърватска капиталовата печалба не е предмет на договор за двойно данъчно облагане, докато, доходът от дивиденти е предмет на договора.

Нормативните различия на разглежданите държави, касаещи капиталовите им пазари се констатира като преодолими чрез внедряване на общоевропейски регламенти. Гърция, България, Румъния и Словения са привели в съответствие местните си регулаторни изисквания с общоевропейските стандарти. Актуализацията на останалите разгледани държави с европейските регламенти ще ги приближи до регулацията на Европейския съюз, показвайки желание за реформиране на местното законодателство. Ратифицирането на европейски регламенти от всички държави ще позволи безпроблемното изпълнение на сделки и последващия сетълмент между всички участващи държави в Единната Балканска фондова борса.

6. Исторически преглед на междудържавните отношения

Историческият преглед се извършва с цел представяне и характеризиране на дългогодишните взаимоотношения между Балканските народи. Те представляват сложна разнородна социална общност, която се управлява трудно и не приема насилствено външно влияние. Ясното определяне на йерархичните взаимоотношения са фактор, влияещ за осъществяване и дългосрочното му икономическо функциониране.

В Югоизточна Европа между Черно, Егейско, Йонийско и Адриатическо морета е разположен Балканският полуостров. Регионалните граници на полуострова са предмет на спорове в географските проучвания, както и определянето му като полуостров. Названието е свързано с планинската верига Балкан (Стара планина), която преминава хоризонтално през голяма част от полуострова и е образувано по подобие на названията на други два Южноевропейски полуострова – Пиренейски и Апенински. Според Г. Бакалов като големина районът Балкански полуостров е почти колкото Франция по територия, но в него, за разлика от Франция към днешна дата се включват 12 държави. Това според него е причина за „динамичната и превратна съдба“ на региона¹⁰¹.

¹⁰¹ Бакалов 2011: Г. Бакалов. Предговор. – В. Регионална политическа география на балканските страни, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“, 2011, с. 9.

6.1. Исторически връзки между Балканските държави

През годините този планински регион е бил дом на множество държави и съответно много конфликти, не само в Античността и Средновековието, но и през XIX и XX в., което води до многократно прекрояват в границите на населяващите държави. Сред множеството местни конфликти са: Балканската война от 1912, когато на 8 октомври Черна гора започва война с Турция и навлиза в Косово, останалите Балкански съюзници влизат във войната на 18 октомври същата година. През 1913 г. „Балканският съюз“ побеждава „Османската империя“. Великите сили принуждават „Балканския съюз“ за сключване на „Лондонския договор“ от 30 Май 1913 г. Този договор решава съдбата на Албания, но разделя Македония.

Няколко дни след подписването на договора Гърция и Сърбия подписват договор за обща граница върху територията на Македония, чрез който договор се изолира България и се слага край на Балканския съюз. Впоследствие отново се създава Балкански съюз, но под формат Сърбия, Черна гора, Гърция, Румъния и Османската империя срещу България или това е Втората Балканска война под името „Междусъюзническа война“. Победители са съюза, на 28 август 1913г. се сключва мирен договор и са определени са нови граници между държавите воюващите държави.

През 1914 г. пак на Балканите е обявена война между Австро-Унгария и Сърбия, което дава началото на „Първата Световна война“, която приключва на 11 октомври 1918 г. От страната на победителите са Румъния, Гърция, Хърватия, които получават части от България. Като продължение на 26 ноември същата година Черна гора се присъединява към Сърбия. На 01 декември 1918 г. е създадено обединение между сърби, хървати и словенци под името „Кралство Сърбия, Хърватия и Словения“. През 1929 г. то се преименува на „Кралство Югославия“. Предмет на този съюз е държавно обединение като опит за сплотяване на мултиетническата принадлежност на региона.

На 26 юни 1940 г. Русия изисква насилствено територии от Румъния, заплашвайки я с военни действия. Моментът се използва от България за връщането на „Южна Добруджа“. Ноември месец същата година Италия обявява война на Гърция. През април 1941 г. Германия и Италия започват съвместни действия срещу Югославия и Гърция, като на 17 април 1941 г. Югославия подписва безусловна капитулация. България, като съюзник на Германия, успява да получи територии от капитулиралата Югославия, без да води военни действия.

На 9 октомври 1944 г. в Москва се срещат британският премиер Уинстън Чърчил и съветския лидер Йосиф Сталин и разпределят на къс хартия зоните на съветско и западно влияние на Балканите. Самият Чърчил детайлно описва в мемоарите си как на половин лист хартия е написал следното: Румъния - Русия - 90% - Другите - 10% ; Гърция - Великобритания заедно със САЩ - 90% - Русия - 10% ; Югославия - 50/50% ; Унгария - 50/50% ; България - Русия - 75% - Другите - 25% .

От 1944 г. до 1987 г. СССР доминира в балканския регион чрез обединения на държавите под единна политическа система. Политическите и икономически промени в СССР след 1985 г. по-известни като „Перестройка” променят икономическия модел на СССР. Впоследствие това принуждава икономическите сателити Румъния, България и Югославия също да преминат към реорганизация на стопанско-икономическия и политическия си живот. До този момент цялата собственост е била държавна, а икономическите процеси изцяло планирани. Може да се твърди, че в периода след Втората световна война до края на 80-те години на XX век, Балканският полуостров е обединен около модела на социализма, по-известен като „Марксизъм-Ленинизъм“. Разбирателството на страните се регулира и контролира от Русия като неофициален лидер. След разпадането на социалистическия модел на управление се преминава към демократично и капиталистическо управление.

През 1989 г. България и Румъния се отделят от съветското влияние. В края на 1989 г. Сърбия предявява териториални претенции към Косово, извършва окупация и налага военно положение. Поради външните икономически сътресения се пораждат и вътрешни такива за Югославия, които водят до откъсването на Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина и Северна Македония. Това едностранно решение поражда ескалация на напрежение по граничните райони между Хърватия и Сърбия, където попада територията на Босна и Херцеговина. Словения, Хърватия и Македония обявяват своята независимост през 1991 г.

През април 1992 г. избухва гражданска война, страните в нея са: Съюз между хървати и босненци срещу сърби, които използват мощта на Югославската народна армия. Войната приключва през 1995 г. като Босна и Херцеговина е призната за независима държава.

Периодът между 1990-1998 г. Сърбия се стреми чрез политически ходове да приобщи Косово като част от Сърбия чрез силно изразено напрежение и етнически натиск върху населението. Пикът в напрежението между двете страни е през март 1998 г., когато започва „Косовската война“. Тя противопоставя албанци и сърби. Под натиска на НАТО войната е прекратена на 10 юни 1999 г., като ООН приема управлението и гарантира правата и на двете националности.

Черна гора е единствената страна, която не се отделя от Югославия след мащабните промени. Сърбия и Черна гора остават единствените участници, които не се борят за своя автономия, като от 1992 г. тяхното обединение е под името „Съюзна Република Югославия“. На 4 февруари 2003 г. между Черна гора и Сърбия е подписано споразумение, с което се преустановява съществуването на „Република Югославия“, вместо нея двете държави създават между държавен съюз. През май 2006 г. на референдум в Черна гора 55% от участвалите са гласували за отделянето от Сърбия и обявяването на независимост.

Заради многобройните конфликти на Балканския полуостров, породени от икономически, териториални, етнически и религиозни различия за района се използва определението „Барутния погреб“ на Европа. Поради всички междуправителствени конфликти икономическите ресурси на страните се използват за военно-отбранителни цели, впоследствие – за възстановяване на разрушена инфраструктура. Това не позволява на държавите да се движат с Европейските икономически и социални модели.

Историческата характеристика на Балканите следва да се обобщи като богата на междудържавни конфликти. Периодът след Втората световна война е свързан за повечето от страните с общо управление и обединение около общ политически и икономически модел (социалистическа доктрина), ръководен от СССР. След разпада на Социалистическите политически и икономически съюзи напрежението ескалира. В тази връзка се разглежда присъединяването на Балканските държави към Европейския съюз като решение на междудържавните конфликти.

6.2. Европейски съюз и членство на Балканските страни

След Втората световна война страните от централна Европа създават ново обединение, първоначално като междудържавен договор за търговия на въглища и стомана подписан през 1951 г., и в последствие, след големите икономически и социални промени в края на XX век, този съюз приема името „Европейски съюз“. Гърция се присъединява към съюза през 1981 г. и е първата участваща Балканска страна. През 2004 г. е приета Словения, през 2007 г. България и Румъния стават част от съюза, а през 2013 г. и Хърватия. Останалите Балкански страни са на различен етап от преговорите за присъединяване¹⁰²: Северна Македония е потенциален член, страната има исторически проблеми, свързани със съседни държави, които към настоящия

¹⁰²Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. “The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union”, Society and Economy Akadémiai Kiadó, Hungary, vol. 40(1), pages 105-124;

момент не ѝ позволяват да продължи преговорите за членство. Сърбия и Черна Гора са най-близо до възможност за присъединяване към Европейската общност, те са в етап на отваряне на преговорни глави и се разглеждат като потенциални членове около 2025г.

Районът подлежи на управление само ако никой не е заставен да се подчинява на другите държави¹⁰³. Всяка от страните е на различен икономически етап и бъдещото приемане в Европейския съюз ги ограничава за бъдещи конфликти. Поради икономическото си изоставане, районът е определен и като „задния двор на Европа”. Европейският съюз като орган, натоварен с управлението и контрола в Европа, дава възможност на Балканските страни за конвергенция¹⁰⁴ чрез икономически субсидии и грантови фондове, които чрез вливането на свежи ресурси, раздвижват местните икономики.

Важната характеристика, определяща създаването и дългогодишно участие в единната Балканска фондова борса от страна на всички участващи държави е в абсолютната равнопоставеност. Само в такъв съюз участващите социални групи ще бъдат обединени. Предвид тази особеност в обединената фонова борса, изпълнителният директор следва да бъде външен за региона, като би могло Европейският парламент или Европейската комисия да поемат ролята на представляващ. Заместник директорите следва да бъдат избрани на квотен принцип от всички участващи държави.

Икономическото, политическото и пазарно обединение чрез приемане на всички държави в Европейското семейство е метод, чрез които ще се ограничи напрежението между държавите в Балканския регион. При ограничаване на конфликтите бъдещото привличане на външни за региона инвестиции е основният стимул за участващите държави, а привличането може ефективно да се изпълни чрез Единна Балканска фондова борса.

¹⁰³ Карастоянов, С., 2011, Регионална политическа география на балканските страни, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“.

¹⁰⁴ El Ouardighi, J. – Somun-Kapetanovic, R. (2009): Convergence and Inequality of Income: The Case of Western Balkan Countries. The European Journal of Comparative Economics 6(2): 207.

Втора Глава: Емпиричен анализ и оценка на пазарни данни

Фондовият пазар дава възможност за задълбочен научен анализ поради спецификата си да представя най-развитите и перспективни фирми и по-специално техните финансови показатели, визуализиращи нивото и тенденцията на търговски взаимоотношения. Изследването на фондовия пазар дава възможност за разкриването на сили, пораждащи финансови и икономически кризи. Задълбоченото изучаване на борсовите характеристики има за цел регулиране и контролиране на икономическите и финансови кризи, чрез създаване на предпоставки и залагане на цели за икономическо развитие.

В настоящата глава ще бъде направена описателна характеристика на използваните данни от разглежданите фондови пазари с цел да се дефинират точно разликите и как те са преформатирани в ефективно съпоставима база данни. В главата ще бъдат извършени емпирични изследвания на пазарна капитализация, оборот, брой сделки, ценови нива на основни местни индекси и видовете търговски сегменти. Ще бъдат използвани популярни математически и статистически методи за разглеждането и анализирането на изследваните характеристики. Емпиричният преглед на Балканските фондови пазари цели доказване на функционалността и ефективността от внедряване на Единна Балканска фондова борса.

В изследването са включени Гръцката, Българската, Румънската, Сръбската, Северномакедонската, Черногорската, Словенска, Хърватска борси и две борси от Босна и Херцеговина (Сараевската и Баня Лука).

В изследването не са включени Албания и Косово. За разглеждания периода Албания има действаща фондова борса, но тя няма статистически значими показатели за сделки с акции на публични компании, на нея се листват и търгуват единствено емисии държавни облигации. В Косово за разглеждания период и към настоящия момент няма функциониращ борсов оператор. Поради спецификите на двете страни и липса на статистически значими данни Албания и Косово няма да бъдат включени в изследването.

При събирането на данните са използвани официалните сайтове на фондовите пазари. Базата данни е изградена от публични месечни отчети за състоянието на отделните борси. Информацията е публикувана лично от борсите и е изградена върху дневните търговски сесии, преминали в отделните борси. Докладите на отделните борси се разпространяват свободно, като тяхната основна цел е съпоставимост на борсовите показатели.

Изследваният период е 10 годишен, започва от януари 2010 г. и приключва през януари 2021г. През периода се наблюдава икономическо възстановяване след банковата криза от 2008 г., както и дългова криза за страните членки през 2012-2014 г. Не на последно място е и Covid-19 пандемията, тя оказва значимо влияние от март 2020 г. Възможните ефекти върху изследването, породени от преминатите кризи, ще бъдат анализирани.

Борсите на Загреб, Любляна, Букурещ и Скопие имат налична информация за месечните си доклади за целия изследван период. Подгорица, София, Атина, Сараево и Баня Лука са започнали отчитането си на месечна база в години след началната дата на изследване. Подгорица публикува данни от февруари 2011 г., Атина от януари 2012 г., София от април 2012 г., Сараево от ноември 2014 г.

Съществен проблем в събирането на данни се наблюдава при Белградската фондова борса. Информацията в нейният сайт е за месечни отчети от януари 2017г., но са налице данни, че борсата е изготвяла и разпространявала данни за месечното си състояние и преди 2017г., като данните за по-стари периоди към момента на проучването вече не са обществено достъпни. След осъществен контакт с администрацията на Белградската фондова борса не се постигна консенсус за използване на данните за целите на настоящото проучване преди 2017г. Отчетният период от януари 2010 г. до февруари 2021 г. включва общо 133 отчетни месеца.

По време на окомплектоването и обединяването на данните се установи, че липсват конкретни месечни бюлетини за отделни борси. Поради липсващите месечни доклади се налага липсващите стойности в анализираните редове да бъдат допълнени. Използваме средна стойност на предходните три месеци и последващите три месеца или средната стойност на общо шестте месеца. Стойността остава маркирана през цялото изследване, за да бъде разграничена при ситуация, в която тя пречупва кривата на изследвания модел.

След събиране и подготвяне на информацията за обработване се наблюдават различия в мерните единици и информационните данни, които се публикуват от отделните борси. Това е така, защото този вид отчитане се извършва доброволно от борсовите оператори без да има ясни и еднакви критерии, на които трябва да отговарят, за разлика от Годишните отчети.

Гърция, Словения и Черна гора използват евро за официална валута и представят отчетените си данни в евро. Румъния използва Румънската лея, приела е политика самостоятелно да извършва преизчисления в евро и долари, като публикува информацията и в трите валути. България и Босна и Херцеговина са с фиксирани местни валути към евро при курс 1,95583 за 1,00

евро. Посоченият валутен курс е използван при преобразуването на информацията от местна валута в евро. Северна Македония, Сърбия и Хърватска използват свои валутни единици, които са плаващи към еврото. Поради това обстоятелство е събрана информация към края на всеки месец за стойността на валутния курс, който в последствие използваме за превалутиране в македонски денар, сръбски динар, и хърватска куна към евро. Македонският денар и хърватската куна са относително стабилни през целия разглеждан период. Северна Македония и Хърватия са поели ангажимент за спазване обвързан плаващ курс, докато Сръбската валута е изцяло свободна¹⁰⁵.

1. Изследване на пазарната капитализация

Пазарната капитализация представлява сбор от последно оценените стойности на участващите дружества. Тя се базира на броя издадени финансови инструменти, умножен по последната цена, по която са осъществени сделки. Пазарната капитализация следва да се разглежда както за пазарен сегмент, така и за общ борсов оператор. Класифицирането на значимост за фондови пазари използва общата пазарна капитализация като основен характеризиращ фактор.

- Информацията за пазарната капитализация на Атинската борса е от януари 2012 г. В нея се включват стойности от сегментите: „main market”, „low dispersion”, „surveillance”, „under deletion”, „under suspension”, „stocks total”. Не се наблюдават липсващи стойности;

- Пазарната капитализация на Българската фондова борса се разпространява от април 2012 г. и от тогава е включена в изследването. Тя сумира в сегментите „premium” и „standard” и „дружества със специална инвестиционна цел”;

- Букурещката пазарна капитализация се отчита за целия период на изследването. Тя се предоставя от борсата като абсолютно число, без да се описват участващите сегменти;

- Изследването използва публичните данни за Сръбската борса, поддържаната налична информация за бюлетините е за срок от 4 (четири) години, като най-ранните до които има свободен достъп са от 2017 г. Пазарната капитализация както при Румънската борса е крайно число и не са описани нейните компоненти;

- Стойностите на пазарна капитализация за Северномакедонската борса са за целия период на изследването. В пазарната ѝ капитализация се включват „official market shares” и „дружества със специални отчетни задължения”;

¹⁰⁵ Velichkovski, Igor. 2013. “Assessing independent monetary policy in small, open and euroized countries: Evidence from Western Balkan”, Empirical Economics, vol. 45, issue 1, pages 137-156;

- Черногорската борса започва представяне на публични данни за пазарната си капитализацията от 02.2011 г., без описание за резултативните променливи;
- Словенската борса отчита три сегмента: „prime market”, „standard market”, „entry market”, и „bond”. Бюлетините, които публикува Люблянската борса са от 2010 г. ;
- Хърватската борса разкрива месечна информация за целият период на проучването. В пазарната капитализация са включени акции и облигации. Валутата, в която се представят данните, е „Хърватски куни“, за привеждане в съпоставимост на данните се използва валутен коефициент, който е извлечен от сайта на Европейска централна банка¹⁰⁶.
- Баня Лука и Сараевската борси ще бъдат разглеждани заедно: Сараевската борса предоставя месечни бюлетини от ноември 2014 г., а Баня Лука през целия отчетен период. В пазарната капитализация, която борсата от Баня Лука отчита се включват акции, облигации и пазар на фондове. Относно Сараевската борса кумулативните стойности за пазарната капитализация са „companies”, „investment funds”, „bonds”, „bankruptcy segment”. Валутата в която разпространяват двете борси е Босненска конвертируема марка „BAM“, която е фиксирана към евро със съотношение 1,95583 марки за 1,00 евро.

1.1. Относително равнище на пазарната капитализация

За ефективно ранжиране на пазарната капитализация се използва метод на процентна волатилност спрямо пазарна капитализация на разглежданите фондови борси. Изчислените данни са представени във фиг.1

Месечните изменения на пазарната капитализация са представени в относително изражение съгласно формула (1), след това е изчислена средна стойност на промяна в пазарната капитализация на всяка от разглежданите борси съгласно формула (2). В последствие делът на изчисления среден процент на промяна на всяка отделна борса се отнася към общата сума на промяна за всички изследвани борси съгласно формула (3).

¹⁰⁶ European Central Bank, ECB reference exchange rate, Croatian kuna/Euro. Available URL: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.M.HRK.EUR.SP00.A [30.03.2021]

$$\left(\frac{MCap_{(n+1)}^i - MCap_{(n)}^i}{MCap_{(n)}^i} \right) * 100 = \Delta MCap^i \quad (1)$$

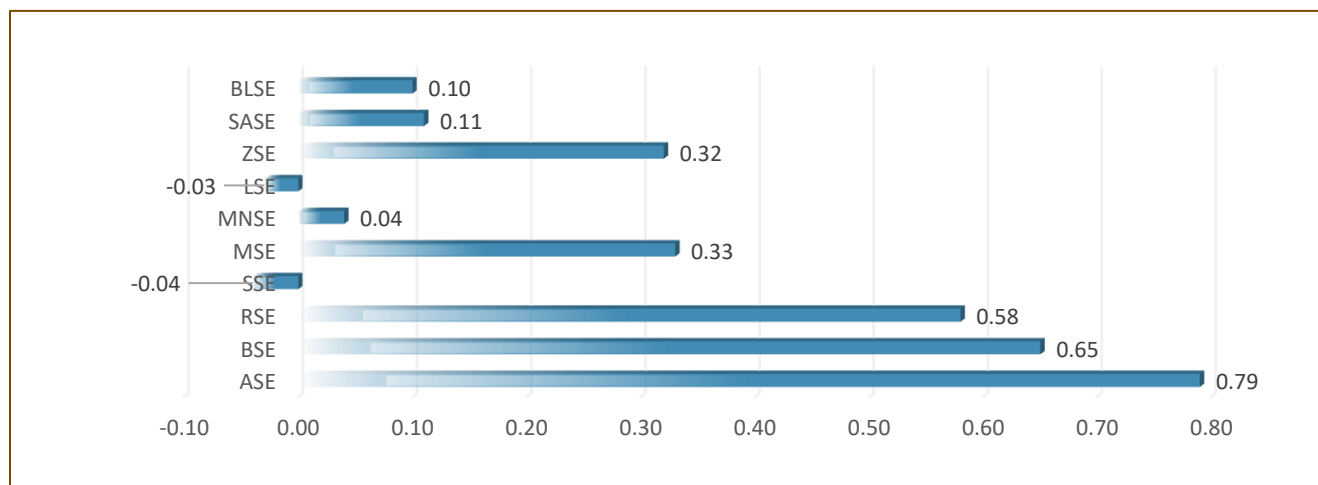
$$AMCap^i = \frac{\sum \Delta MCap^i}{N^i} \quad (2)$$

$$con = \frac{AMCap^i}{\sum \Delta AMCap} \quad (3)$$

- * n – пазарна капитализация в период (месец) t
- * $n+1$ - пазарна капитализация в период (месец) $t+1$, следващ период
- * N – брой на разглежданите периоди
- * i - пазарна капитализация за всяка отделно разгледана фондова борса
- * $MCap$ – пазарна капитализация
- * $\Delta MCap$ – стойност на изменение в пазарната капитализация
- * $AMCap$ – средната стойност на изменение в пазарната капитализация
- * $\sum \Delta MCap^i$ – сумата на средната стойност на изменение в пазарната капитализация
- * con - среден процент на промяна в пазарната капитализация

За изследвания период се наблюдава отрицателна средната стойност на движение в пазарната капитализация на Словенската и Сръбската борси. Най-високо ниво на относителна промяна за целия период на изследването има Атинската борса с 0,79% средно месечно увеличение. Румъния и България са борсите, които се нареждат след Гърция съответно с 0,65% и 0,58%

Фигура 1 Среден процент на промяна в пазарната капитализация.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

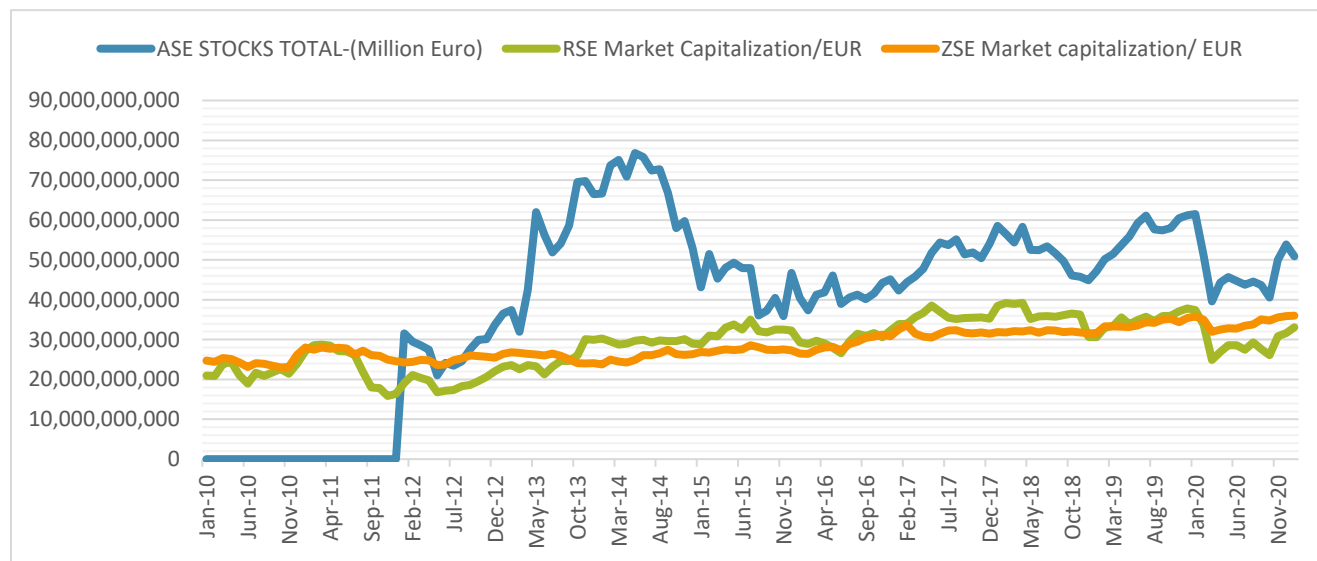
Средно на месец Северна Македония и Хърватия имат приблизително еднакви проценти на нарастване – 0,33% за Скопие и 0,32% за Загреб. Също близки стойности се отчитат за двете борси в Босна и Херцеговина, които имат съответно 0,11% за Сараево и 0,10% за Баня и Лука или общо 0,21% средно месечно увеличение. Отрицателен средно месечен прираст на пазарната капитализация се наблюдава при Белград (-0,04%) и (-0,03%) за Любляна.

1.2. Линеино представяне на пазарна капитализация

След събирането и групирането на данните изследването преминава към първоначално съпоставяне на пазарната капитализация на всички борси върху двуизмерна графика, чрез която лесно се разграничава мащабът на отделните борси. Най-общо те ще бъдат разделени на две групи.

В първата група се включват Атинската, Румънската и Хърватската борса (фиг.2). Тази група се характеризира с пазарна капитализация в рамките на 20-70 млрд. евро. Съвместно движение за периода спрямо линеен модел се забелязва между Румънската и Гръцката борса. Последващо изследване на корелацията ще даде категоричен отговор дали съществува доказана зависимост.

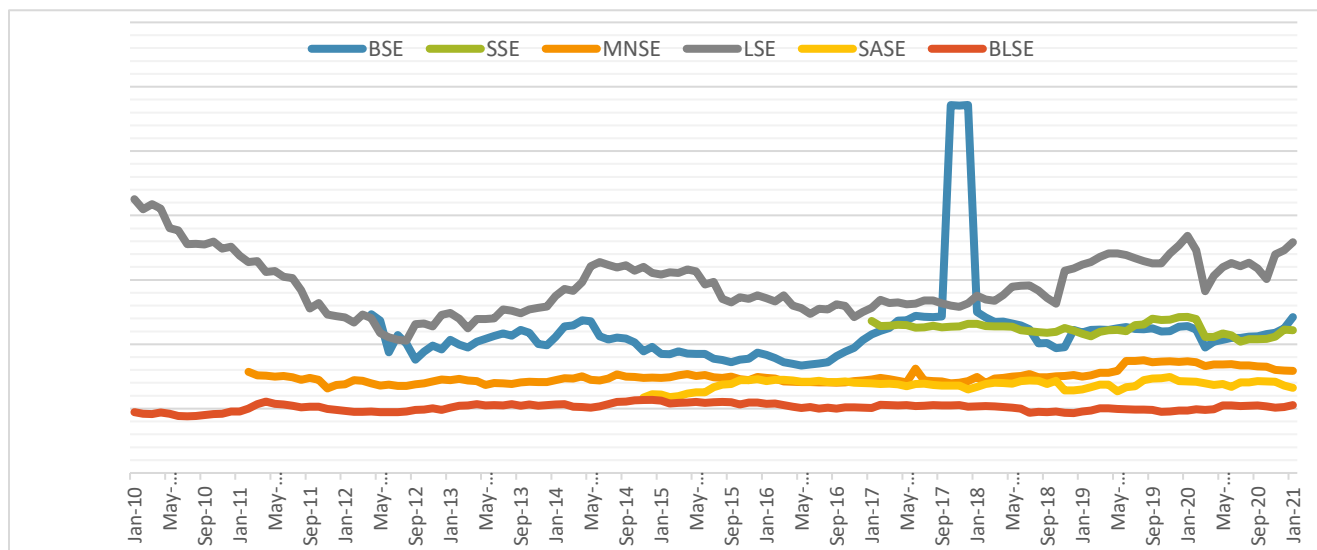
Фигура 2 Линеино разпределение по пазарна капитализация за първа група фондови борси.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Във втората група фиг. 3 попадат всички останали борси, в диапазон между 2-6 млрд. евро.

Фигура 3. Линеино разпределение по пазарна капитализация за втора група фондови борси.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Наблюдава се съществена разлика в двете групи, като капитализацията е обективирана от различната популярност сред местните и чуждестранни инвеститори. Прилики в отчетените нива на пазарната капитализация се наблюдават и във втората категория. Тук Словенската и Българската борса отчитат подобни тенденции в интереса към публичност на местните компании. От линейното съпоставяне съществена връзка между борсите от втората група не се наблюдава. Връзката между останалите борси спрямо пазарната капитализация ще се търси с последващите изследвания.

1.3. Корелационен анализ на месечните стойности за пазарна капитализация на изследваните борси

За да се оцени наличието и силата на взаимовръзките между отчетените нива на пазарна капитализация използваме метода „Корелация“. Чрез корелация изследваме пазарната капитализация на месечна основа, изчисленията се извършват до изчерпване на всички възможни комбинации. Изчислението на корелация се осъществява по следната формула (4):

$$r = \frac{\sum(i-\bar{i})(z-\bar{z})}{\sqrt{\sum(i-\bar{i})^2 \sum(z-\bar{z})^2}} \quad (4)$$

- * r – Корелационен коефициент
- * i – Пазарна капитализация за i -та борса
- * z – Пазарна капитализация за z -та борса

Резултативните стойности е възможно да варират от (-1) до 1 . Когато $r = 0$, не се наблюдава корелация. При стойност в двата края на скалата $r = (-1)$ или $r = 1$ има пълна връзка между двете променливи и се тълкува като права или обратна в зависимост от знака пред резултата.

Скалата, по която са оценени връзките спрямо силата, е:

- * $0 < r < 0,3$ – слаба корелация
- * $0,3 < r < 0,7$ – умерена корелация
- * $0,7 < r < 0,9$ – висока корелация
- * $0,9 < r < 1$ – много висока корелация

При изследване на корелация между месечните данни за пазарна капитализации на изследваните борси е използван статистически софтуер SPSS. От анализа на изследването в табл. 2 става ясно, че Атинската борса има силна описателна връзка с Българската, умерена връзка се наблюдава с Румънската, Черногорската и Сръбската, както и двете борси в Босна и Херцеговина. Слаба е връзката на Атинската борса със Северномакедонската и Словенската борси, като при Словенската се отчита отрицателна взаимовръзка.

Българската борса отчита силна връзка само с Атинската. Слаба връзка има със Северномакедонската и Словенската борса, като със Словенската отново се наблюдава обратна зависимост. С всички останали борси от проучването капитализацията е умерено силна.

Румънската фондова борса се характеризира с еквивалентен резултат с борсите от Хърватия и Босна. Силна взаимовръзка е отчетена със Загребската и Сараевската борси. Слаба е корелацията със Северна Македония и Словения, умерена връзка има с всички останали борси от изследването.

Таблица 2. Изследване на корелация между пазарните капитализации, чрез софтуер SPSS.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	LSE	ZSE	SASE	BLSE
ASE	1	,761**	,630**	,398**	0,015	,629**	-0,081	,408**	,447**	,420**
BSE	,761**	1	,557**	,512**	0,096	,546**	-,205*	,481**	,515**	,323**
RSE	,630**	,557**	1	,671**	,287**	,436**	,193*	,721**	,771**	,310**
SSE	,398**	,512**	,671**	1	,777**	,365**	,194*	,888**	,679**	-0,133
MSE	0,015	0,096	,287**	,777**	1	0,147	,407**	,760**	,385**	-,372**
MNSE	,629**	,546**	,436**	,365**	0,147	1	-,271**	,503**	,454**	,528**
LSE	-0,081	-,205*	,193*	,194*	,407**	-,271**	1	,222*	0,088	-0,123
ZSE	,408**	,481**	,721**	,888**	,760**	,503**	,222*	1	,798**	0,039
SASE	,447**	,515**	,771**	,679**	,385**	,454**	0,088	,798**	1	,194*
BLSE	,420**	,323**	,310**	-0,133	-,372**	,528**	-0,123	0,039	,194*	1

Източник: Собствени изчисления чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Сръбската фондова борса отчита силна връзка със Северна Македония и Хърватия, слаба с Любляна и отрицателна с Баня Лука. Всички останали отчитат умерена връзка спрямо промяната в месечната си капитализация.

Северна Македония има слаба връзка с петте борси от Гърция, България, Румъния, Черна Гора, като Баня Лука дори е с обратна по сила взаимовръзка. Умерена е връзката с две борси – Любляна и Сараево, а силната връзка е с Хърватската и Румънската.

Черногорската борса има ниски нива на свързаност само две борси и това са: Северна Македония и Словения. При Черна Гора не се забелязва силна връзка с някои от участващите пазари, като останалите борси имат умерено силна връзка.

Словенската фондова борса отбелязва изключително слаба връзка с останалите борси, като се наблюдават четири отрицателни връзки и четири слаби от общо девет. Само Северна Македония има умерена описателна връзка със Словения.

Загребската фондова борса има слаба връзка със Словенската борса и тази в Баня Лука. Умерена връзка се наблюдава с борсата в Атина, София и Подгорица, а силна връзка с борсите в Букурещ, Белград, Скопие и Сараево.

Борсата в Сараево има слаба взаимовръзка с борсите в Баня Лука и Любляна. Умерена връзка се наблюдава с борсите в Атина, София, Белград, Подгорица, Скопие, а силната е с Букурещ и Загреб.

Баня Лука не показва силна взаимовръзка с останалите борси от проучването. Има четири умерено силни описателни способности с Атина, София, Букурещ и Подгорица, като отрицателни стойности се наблюдават при Любляна, Скопие и Белград.

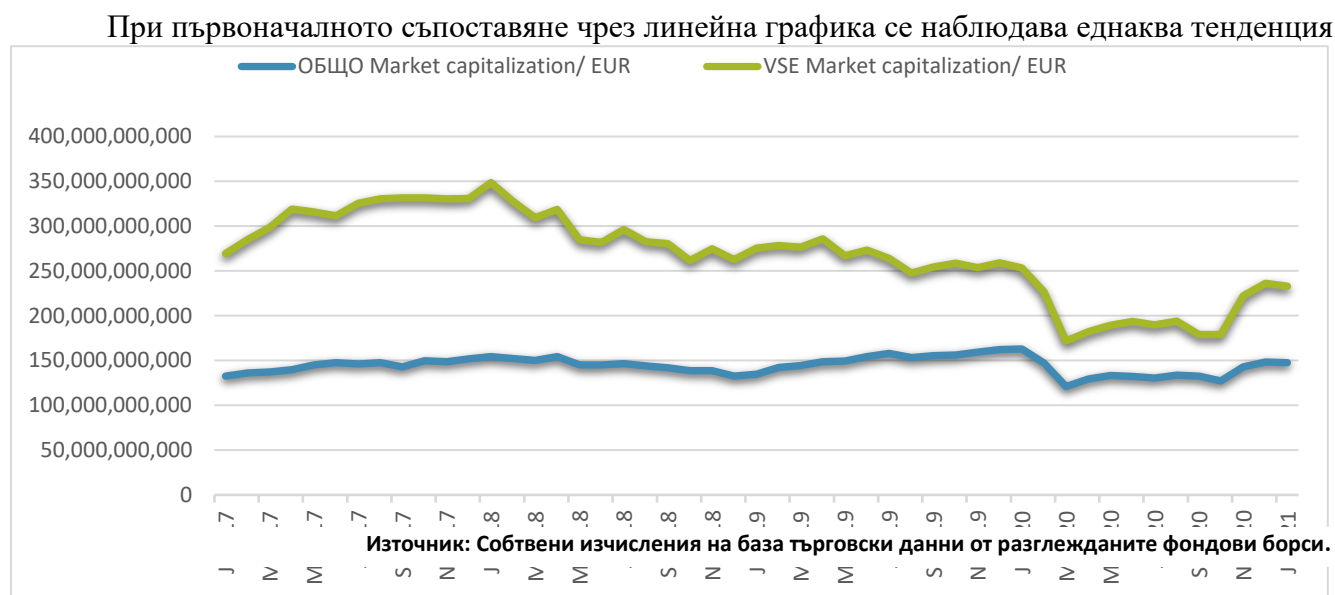
От изследването за корелация между отделните борси следва да се заключи, че териториалната близост на страните оказва ефект върху движението в пазарната капитализация. Примери в тази връзка са Гърция, България и Румъния, а също така и Хърватия, Румъния и Босна и Херцеговина, при които близостта реализира положително ниво на взаимовръзка. Обратната зависимост се наблюдава при Загреб и Любляна, които въпреки административната си връзка и общата си граница отбелязват слаба взаимовръзка на капитализацията си. При обединението на борсите в общ пазар разнопосочните корелации ще повлияят диверсифициращо на пазара и съответно на инвеститорите.

1.4. Съпоставяне на обща пазарна капитализация с конкурентен пазар

Изследването на пазарната капитализация преминава през съпоставяне на общата пазарна капитализация за всички десет борси обект на настоящата разработка, съпоставени с пазарната капитализация на Полската фондова борса. Тя се явява пряк конкурент при един процес на сливане поради най-близките пазарни показатели, а също и териториално, тъй като борсата във Варшава е в непосредствена близост и би имала ефект върху местните инвестиционни тенденции най-силно. При извършване на изследването фокусът е насочен върху периода от януари 2017 г. до януари 2020 г. поради наличието на информация от всички изследвани пазари, което е гарант за изчерпателност в информацията нужна за извършване на точен анализ.

Линейният модел представя разликата в мащаба на Балканските борси спрямо Европейските пазари: Euronext е шестата по големина борса в света със 4 409 млрд. евро пазарна капитализация и 147 млрд. евро месечен оборот за 2020 г. За съпоставка към декември 2020 г. пазарната капитализация като общ сбор на Балканските борси е 148 млрд. евро, което е 29,8 пъти по-малко от капитализацията на Euronext; Варшавската борса към декември 2020 г. реализира 236 млрд. евро, което е 18,7 пъти по-малко от Euronext. Тази съпоставка показва разликата в мащаба с най-развитите световни пазари. На фиг. 4 е визуализирана разликата в абсолютно изражение между общата пазарна капитализация на Балканските борси и Варшавската борса.

Фигура 4. Линейно представяне на обща пазарна капитализация на Полската фондова борса и обща пазарна капитализация на балканските страни.



от март 2020 г., когато пандемията от Covid-19 оказва ефекта си върху световните пазари. Не може да тълкуваме тази ситуация като изчерпателна, въпреки че еквивалентна тенденция се наблюдава от юли 2019 г., когато световните пазари не прогнозираха пандемията от Covid-19. В началото на 2017 г. се наблюдава разлика от 50% в полза на Полската борса, разликата постепенно намалява до 29% през октомври 2020 г.

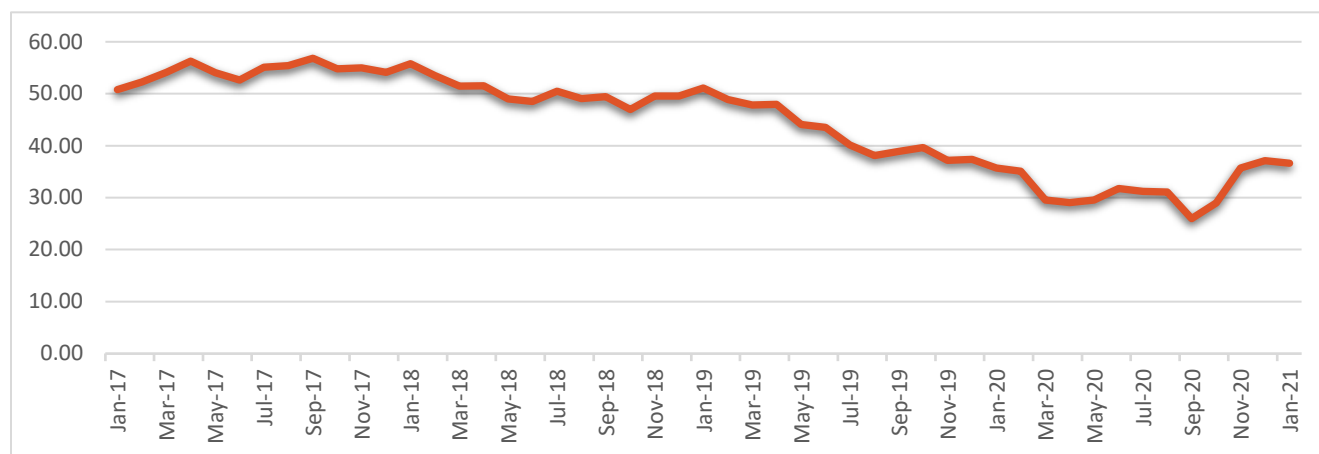
На фиг. 5 е представена отчетената относителна разлика между двете капитализации, изчисленията са извършени съгласно формула (5).

$$diff = \frac{UMCap}{MCap^V} * 100 \quad (5)$$

- * diff – Относителна разлика в проценти
- * UMCap – Обединена пазарна капитализация
- * MCap^V - Пазарна капитализация на Варшавска фондова борса

Основната причина за намаляване на разликата между пазарните капитализации е спадът в капитализацията на Полската борса, докато общата пазарна капитализация на Балканските държави има относително постоянен темп на нарастване. За периода на проучването Варшавската борса отбелязва средно относително намаляване от (- 0,08%), докато Балканските страни запазват средно относителен темп на нарастване от 0,32%

Фигура 5. Относителна разлика между Полската пазарна капитализация и общобалканската пазарна капитализация.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Анализът на общата пазарна капитализация и на пазара на капитализация на Варшавската борса преминава през корелационен анализ, резултатите от който са представени в табл. 3. За изследването е използвана формула (4) чрез специализиран софтуер “SPSS” и неговата функция „Correlate”. Корелацията между двете капитализации е 0,51, което е умерено силна взаимовръзка. Средният корелационен коефициент за всички фондови борси, участващи в изследването, е 0.36, което се доближава до долната граница за умерена взаимовръзка между борсите.

Таблица 3. Корелация между Общата пазарна капитализация на Балканските фондови борси и Варшавската фондова борса

	Обща пазарна капитализация на балканските борси	Пазарна капитализация Варшавска фондова борса
Обща пазарна капитализация на балканските борси	1	0,513
Пазарна капитализация Варшавска фондова борса	0,513	1

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Корелацията за общата пазарна капитализация спрямо Полската пазарна капитализация е над средната за групата, което означава, че всички борси при обединение ще имат средна взаимовръзка с прекия си конкурент. Това ще позволява на инвеститорите умерена диверсификация, без да увеличават страновия си риск.

Пазарната капитализация за разглежданите фондови борси следва да се квалифицира като зависима и допълваща се. Обединението в Единна Балканска фондова борса ще изглади различията между отделните борсови оператори относно ново емитиране на финансови инструменти. Това ще позволи на повече компании да набират средства чрез капиталовия пазар поради разширената популяризация на инвеститорските намерения и достъпност на условията.

2. Изследване на фондовите пазари спрямо брутен вътрешен продукт

Разглеждаме пазарната капитализация на фондовите пазари като инвестиция и как увеличението на инвестициите влияе на националните икономики чрез включването им във формирането на брутен вътрешен продукт. Проучването използва публични данни за реален БВП и реален БВП на глава от населението за отделните държави, публикуван на страницата на „Eurostat“¹⁰⁷. Базата данни от „Eurostat“ се генерира в евро. Информацията за БВП на Босна е генерирана от сайта на „World Bank“¹⁰⁸, информацията първоначално е добита в долари, последващо конвертирана в евро. Избрана е съпоставимост на реален БВП, за да бъде изключена инфлацията на всяка държава. Базисната стойност за определяне на реалния БВП се изчислява по цени от 2010 г. Поради липса на данни за БВП на глава от населението за Северна Македония и Черна Гора за 2019 г. и 2020 г. се изчислява средна стойност на динамика в проценти за периода 2010-2017 г. и се умножава по стойността за 2018 г. Същото съответно се прави за 2019 г., като предходната стойност е вече изчислената. Стойността за БВП на Черна Гора е изчислена по същата методика за 2019-2020 г. Пазарната капитализация на всяка от разглежданите борси за периода от 2011 г. до 2020 г. включително е публикувана на личните им корпоративни сайтове.

Изследването на отношението между пазарната капитализация на фондовите борси и БВП на национално ниво за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина е представено във фиг. 6, изчисленията са извършени спрямо формула (6)

¹⁰⁷ Eurostat, GDP and main components. Available URL: (https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en) [30.03.2021]

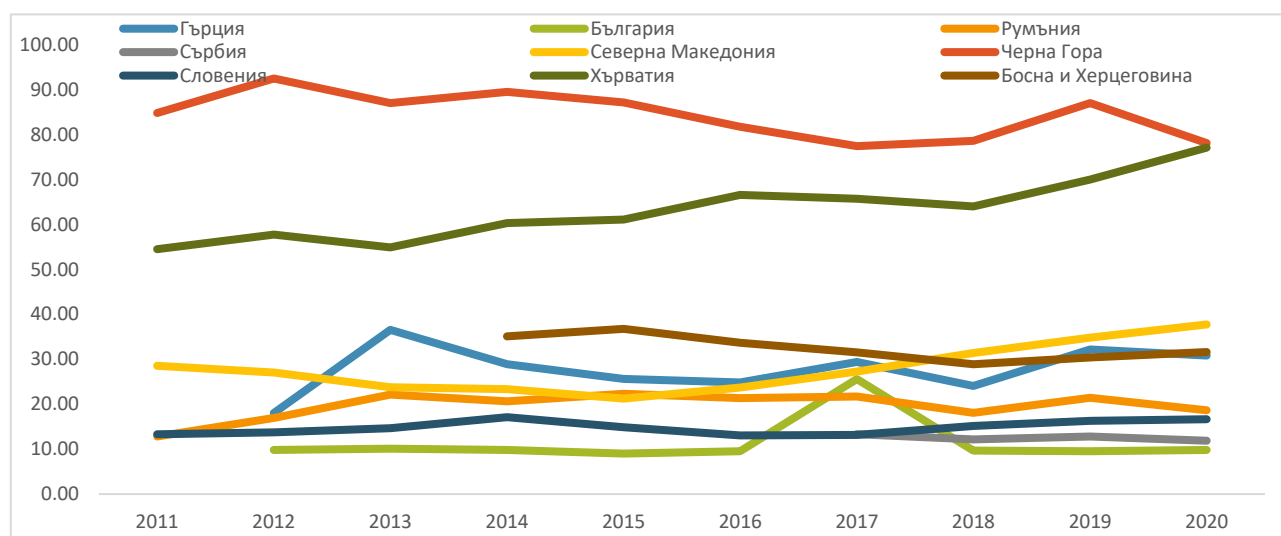
¹⁰⁸ World Bank, GDP, World Bank national accounts data, and OECD National Accounts data files. Available URL: (https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?end=2019&name_desc=true&start=2010) [30.03.2021]

$$S = \frac{MCap^i}{GDP^i} * 100 = \frac{100\% + (\text{Оптимистичен вариант})}{\frac{50\% - 75\% (\text{Реалистичен вариант})}{50\% (\text{Песимистичен вариант})}} \quad (6)$$

- * S – Коефициент на пазарна капитализация спрямо брутен вътрешен продукт
- * MСapⁱ – Пазарна капитализация за i-та фондова борса
- * GDPⁱ – Брутен вътрешен продукт за i-та фондова борса
- *

Границите на изследването според популярният метод за оценка на капиталовите пазари „индикатор на Уорън Бъфет“ са в следния диапазон: при реализиран резултат на коефициента пазарната капитализация спрямо БВП по-голям от 100% се тълкува като надценен пазар; ако коефициентът на оценка е между 50 и 75% се приема, че пазарът е слабо подценен; ако коефициентът на оценка е под 50% се тълкуват като силно подценен на пазар.

Фигура 6 . Процент на пазарната капитализация спрямо brutния вътрешен продукт - Гърция, България, Румъния Сърбия, Северна Македония и Черна Гора, Хърватия, Словения, Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

В резултат от анализа се установява, че от разглежданите държави единствено Черна гора попада в границите на слабо подценен пазар от инвеститорите, като тя е единствената държава от разглежданите, която отчита пазарна капитализация над 75% спрямо brutния си вътрешен продукт. Волатилността в показателя, разглеждан за Черна гора, се дължи на пазарната капитализация, докато brutният вътрешен продукт запазва темп на нарастване през целия разглеждан период.

Хърватия е единствената държава в диапазона между 50% и 75% пазарна капитализация спрямо brutния си вътрешен продукт. Положителното движение се дължи основно на пазарната капитализация на фондовата борса в Загреб след 2016 г.

Северна Македония, Гърция и Босна и Херцеговина попадат в диапазона на подценените пазари, като стойностите им варират между 20% и 35 % от brutния си вътрешен продукт за целия период. Северна Македония, както и Босна и Херцеговина, остават стабилни през целия период, докато Гърция отбелязва флукутация, дължаща се на промени в пазарната капитализация за сметка на относително постоянното ниво на БВП.

България, Румъния, Сърбия и Словения през разглеждания период остават в рамките на силно подценен пазар, движейки се в границите между 10% и 20%, като най-ниска е отчетената стойност при България, а най-високата е за Румъния.

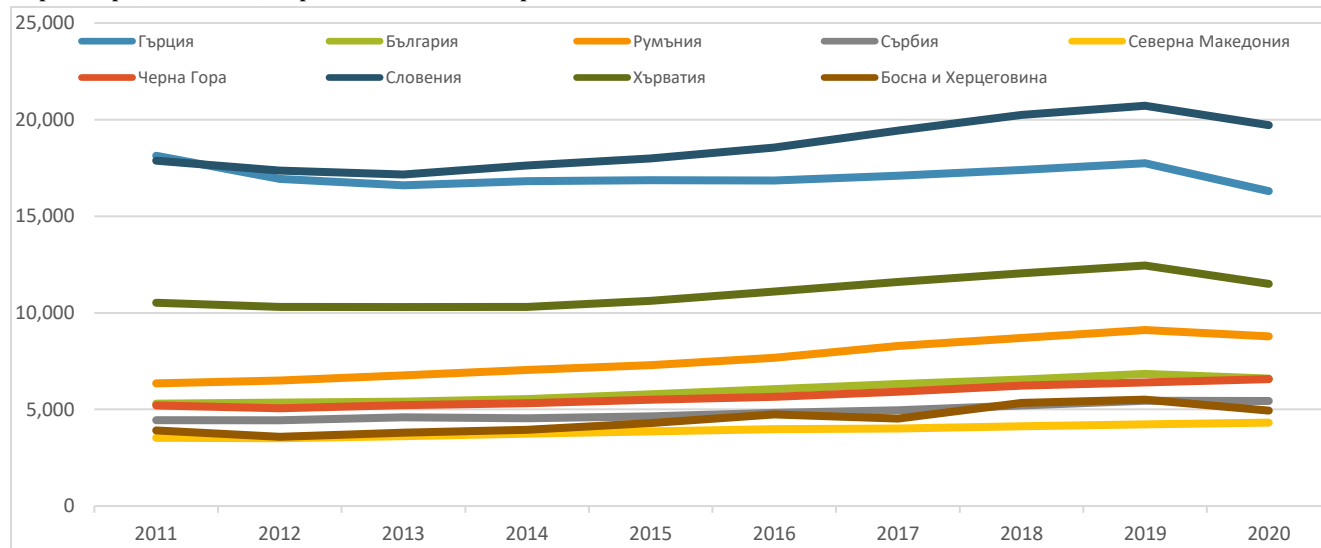
Румъния и Словения имат тенденция на покачващ се БВП за целия период и силно волатилна пазарна капитализация, пораждаща отклоненията в коефициента. Сърбия бележи средна стойност на покачване в brutния вътрешен продукт за периода около 15,05%, докато в пазарната капитализация на Сърбия се забелязва отчетливо намаляване на показателя през целия период. Намалението в пазарната капитализация не успява да компенсира устойчивия ръст в БВП на страната. България е на последно място сред изследваните обекти с показател около 9% или силната подцененост на пазара. БВП на страната има постоянен растящ темп, докато пазарната капитализация се движи в противоположна посока.

На база показателя за оценка на пазарната капитализация спрямо brutния вътрешен продукт, след обединение на разглежданите борси в Единната Балканска фондова борса ще се повиши инвеститорското търсене. От гледа точка на инвеститорите подобен пазар е атрактивен заради предпоставките си за бъдещо развитие, разглеждани спрямо „индикатора на Уорън Бъфет“. При обединение на пазарните оператори и поставяне на цел за увеличение на пазарната капитализация до минимум 50 % от Брутния вътрешен продукт на страните ще се достигнало до увеличение за БВП на глава от населението в границите между 50% и 200% и това е в случай на реалистичен вариант за увеличение на пазарната капитализация. Ако се цели оптимистичен вариант и съответно цел за увеличение на пазарната капитализация до около 75% от brutния вътрешен продукт на страните, това би довело до увеличение за БВП на глава от населението в рамките от 50% до 350%

Обективно погледнато, никоя от страните не разчита на капиталовите си пазари за икономическо развитие. Теоретично погледнато формулата за икономическо развитие преминава през набиране на външни за района инвестиции.

На фиг. 7 е представен БВП на глава от населението за периода 2011г. – 2020г. в млн. евро.

Фигура 7. Брутен вътрешен продукт на глава от населението- Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Според данни на Световната банка от 2013 година, ръстът на пазарната капитализация спрямо реалния БВП с всеки 10%, води до нарастване на БВП на глава от населението приблизително с 2250 евро¹⁰⁹.

Използвайки модела, приложен от Световната банка за развитието на Китайската икономика¹¹⁰, ще разгледаме развитието на Балканските икономики при увеличение на пазарната им капитализация. Разгледани са два варианта за увеличение на пазарната капитализация. Първият вариант е реалистичен, като неговата цел е достигане на пазарна капитализация на отделните борсови пазари до 50% от реалния брутен вътрешен продукт. Вторият вариант се разглежда като оптимистичен за региона, той поставя за цел достигане на 75 % капитализация на пазарите спрямо БВП на национално ниво. Изчисленията се извършват със следния модел (7):

$$\{[(M\text{Cap}^i * GDP^i) * 0.5] * 2\,250\} + GDP_{pc}^i = \text{Реалистичен вариант} \quad (7)$$

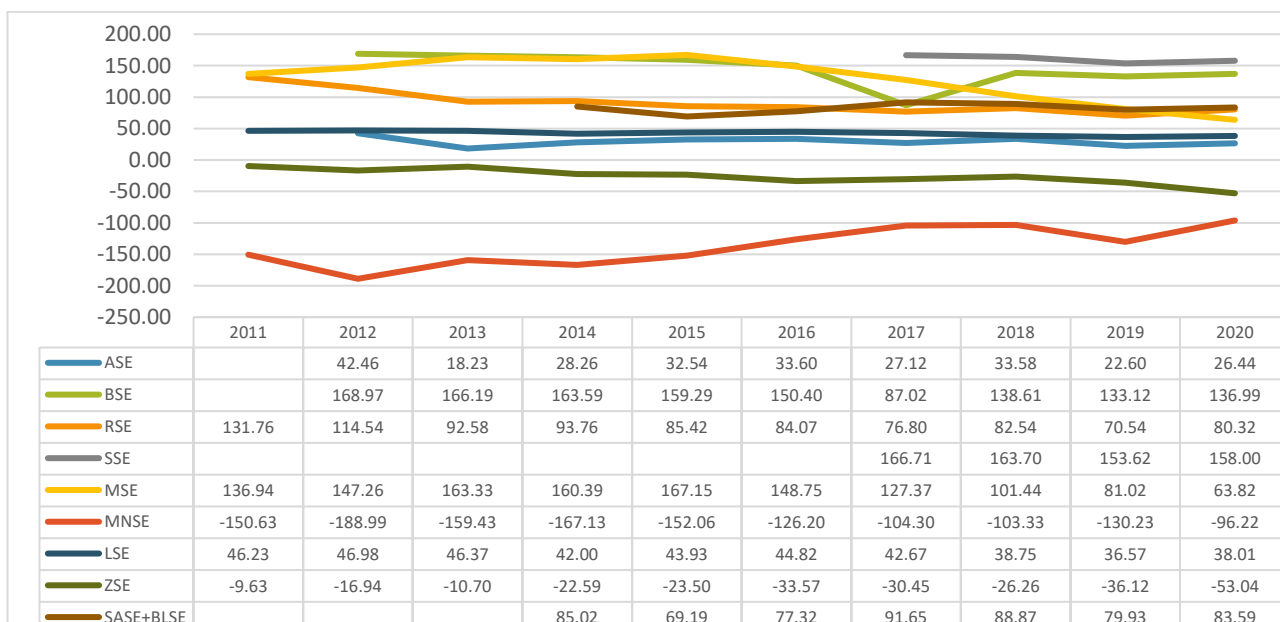
- * $M\text{Cap}^i$ – Пазарна капитализация за i-та фондова борса
- * GDP^i – Брутен вътрешен продукт за i-та държава
- * GDP_{pc}^i – Брутен вътрешен продукт на глава от населението за i-та държава

¹⁰⁹ World Bank and DRC (Development Research Center of the State Council, the People's Republic of China), 2014. Urban China: Toward Efficient, Inclusive, and Sustainable Urbanization. Washington, DC: World Bank.

¹¹⁰ Duan, K., Ivanov, P., and Werner, R. (2025) Deciphering the Chinese Economic Miracle: The Resolution of an Age-Old Economists' Debate—and its Central Role in Rapid Economic Development, Review of Political Economy 37 (1), 202-226.

На фиг. 8 е показано процентното увеличение на БВП на глава от населението, при реалистичен вариант и достигане на 50 % капитализация на местния пазар спрямо Брутният вътрешен продукт. Изчисленията са извършени спрямо модел (7)

Фигура 8. Процентен прираст чрез реалистичен модел (до 50%) прилаган към брутен вътрешен продукт на глава от населението на Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



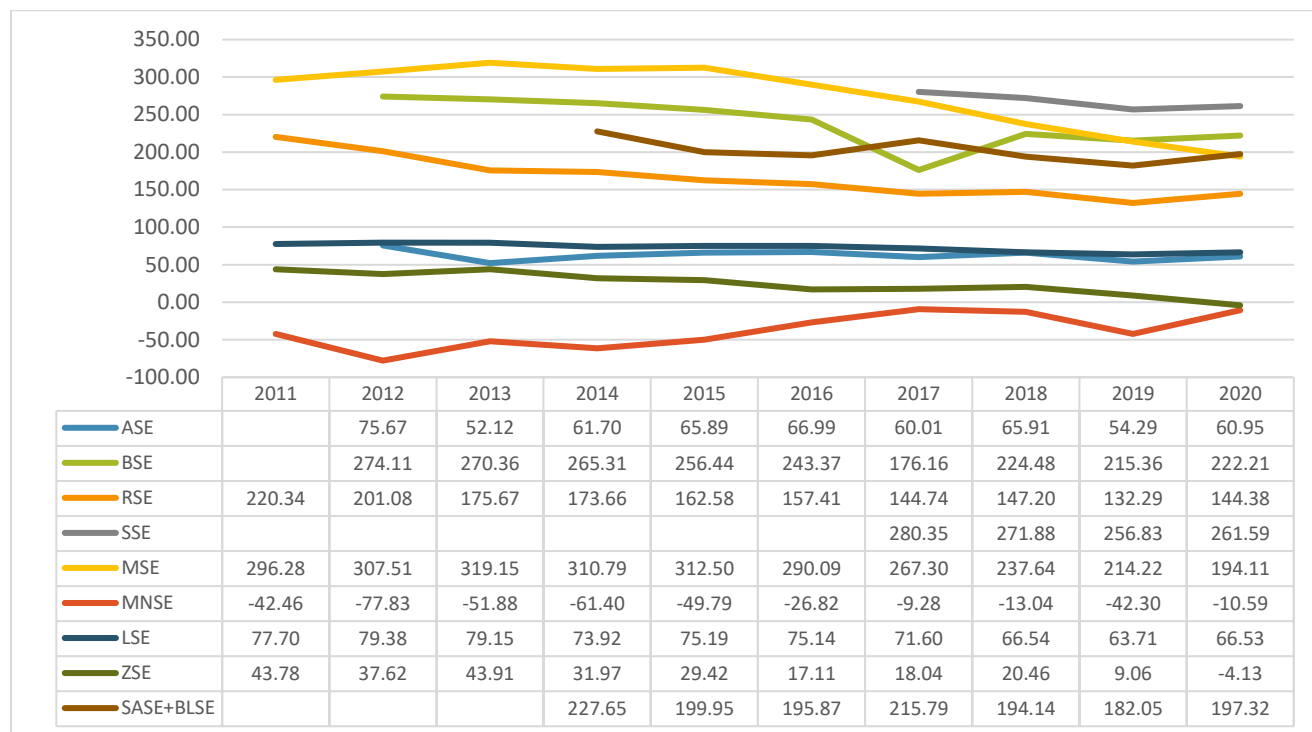
Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

На фиг. 9 е представено процентното увеличение на БВП на глава от населението при реалистичен вариант и достигане на 75 % капитализация на местния пазар спрямо брутният вътрешен продукт. Изчисленията са извършени спрямо модел (8).

$$\{[(MCap^i * GDP^i) * 0.75] * 2\ 250\} + GDP_{pc}^i = \text{Оптимистичен вариант} \quad (8)$$

- * $MCap^i$ – Пазарна капитализация за i -та фондова борса
- * GDP^i – Брутен вътрешен продукт за i -та държава
- * GDP_{pc}^i – Брутен вътрешен продукт на глава от населението за i -та държава

Фигура 9. Процентен прираст чрез оптимистичен модел, прилаган към брутен вътрешен продукт на глава от населението на Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

От разглежданите два варианта за увеличение на пазарната капитализация и хипотезата за увеличение на БВП на глава от населението на страните се констатира, че Черна гора няма да има увеличение в БВП на глава от населението.

При увеличението на БВП на глава от населението и при двата модела графиките за Северна Македония показват най-високата процентна промяна, достигаща пик през 2015г. България запазва относително постоянно покачване през целия период с изключение на отчетлив спад през 2017г.

Графиките за оптимистичен и реалистичен вариант разглеждат процентното увеличение в БВП на глава от населението и се характеризират с обратна зависимост спрямо графиката за развитие на БВП. Това наблюдение се обяснява с обратната зависимост между двата показателя. Когато нивото на БВП е високо, не е необходимо увеличение и съответно прирастът за БВП на глава от населението е слаб. Обратна зависимост се наблюдава при ниско съотношение на Пазарна капитализация към БВП.

Използваните модели и представените графиките се използват за визуално онагледяване на данните и възможностите пред отделните държави за бъдещо развитие, породено от ефективно използване на капиталовите пазари при равни други условия.

Ефективното използване на капиталовите пазари е възможно при обединяването им в единна структура, която ще получи по-висока ликвидност, а в следствие и капитализация. Добре развитият капиталов пазар увеличава възможността за развитие и просперитет на отделните икономики и Балканския регион като съвкупност. Осъществяването на единен капиталов пазар трябва да бъде изследвано като проект, насочен към частните предприятия, както и влиянието му към макроикономическата характеристики, в частност както на отделните държави, така и на Балканския регион като съвкупност.

Обединението на фондовите пазари не се разглежда единствено като обединение на сега действащите емитенти чрез създаване на по-широк кръг от инвеститори, а цели и последващото популяризиране и привличане на допълнителни емитенти, които да използват единния капиталов пазар като по-евтин и дългосрочен източник на инвестиции за бъдещото си икономическо развитие. Чрез привличането на капитали, служещи за модернизиране, разширяване и иновиране на производствените ¹¹¹ и търговски процеси, се цели до достигане на по-висока добавена стойност за предприятията емитенти, а на свой ред увеличената им произведена продукция ще намери отражение в БВП.

3. Изследване на оборот

Изследването на борсовия оборот е метод, чрез който се съпоставят обемите на финансови инструменти, продадени за един календарен месец в стойностно изражение. От този показател се наблюдава колко средства общо са прехвърлени, като не се взима в предвид дали финансовите инструменти са един път продадени или многократно. В оборота на борсите не се отчита номинална стойност, а само реалната пазарна стойност, на която е договорено прехвърлянето. Методът за отчитане на борсовия оборот е кумулативен, чрез събиране на ежедневно прехвърлени средства срещу финансови инструменти. Месечната стойност е отчетена чрез прост сбор без приравняване. В оборотите на отделните борси се включват компоненти като търговия с акции, облигации, борсово търгувани фондове от отворен и затворен тип, опции и варианти и финансови инструменти, обект на първично публично предлагане.

Изследването на търговските обороти на борсите преминава през събиране на данните и привеждането им в еквивалентна стойност, която позволява сравняване.

¹¹¹ Duan, K., Ivanov, P. and Werner, R. (2024) The rise of the red dragon: the non-binary political economy of decentralised public banks, *Post-Communist Economies* 36 (4), 464-481

Сравнителен анализ на борсовите обороти първоначално е извършен чрез линеен модел за съпоставимост, от който следва да се заключи, че оборотите на отделните борси нямат логична взаимовръзка и не може да бъде изведено обосновано заключение за фактор, действащ едновременно на оборота, отчетен от две и повече борси. Констатира се, че причината за търговските обороти се дължи на вътрешни фактори, които не оказват влияние на съседни фондови пазари.

3.1. Разпределение на борсите спрямо нивото на оборот

За изследване на оборота на Балканските фондови борси ще използваме модел за изчисляване на средна стойност на оборота за всяка отделна борса и последващото сравнение на месечното отклонение спрямо тази стойност. Разпределянето на борсите по ниво на оборота се извършва с цел определяне на приноса им към общия оборот на обединената борса. Позиционирането е извършено след сбор на общите отчетени обороти, отнесени към броя месеци, които участват в изследването. Полученият резултат е основа за аранжирането на групите. В последствие средните месечните стойности са разделени на общия сбор от обороти в обединената борса, изчисленията са извършени спрямо формули (9) и (10).

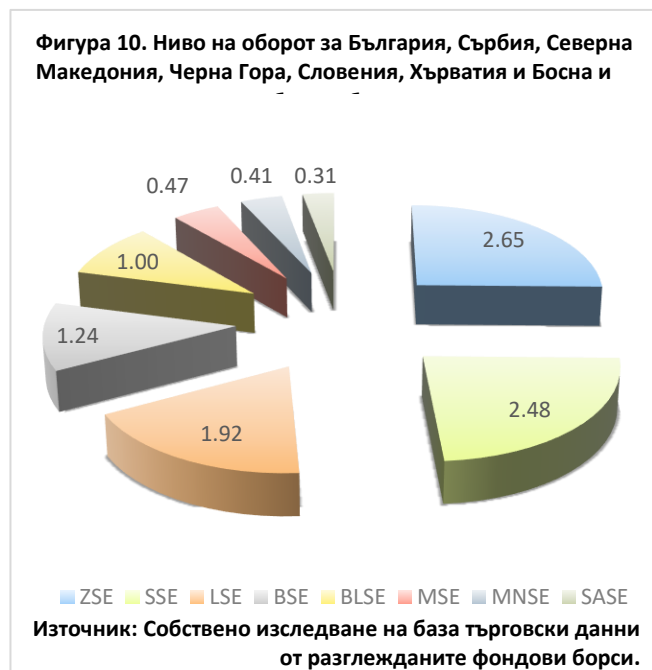
$$AT^i = \frac{\sum T^i}{N} \quad (9)$$

$$\text{con } T^i = \frac{AT^i}{UT} \quad (10)$$

- * N – брой на разглежданите периоди
- * AT – среден оборот за i-та фондова борса
- * $\sum T^i$ – сумата на оборотите за всички разглеждани периоди за i-та фондова борса
- * $\text{Con}T^i$ - отношение на борсов оборот за i-та фондова борса към общия оборот на обединена фондова борса
- * UT – сума на всички на обороти за разглежданите фондови борси (оборот на обединена фондова борса)

От изследването за период 2017 г. – 2020 г. се констатира, че на първо място спрямо средно месечния оборот е Атинската борса с 1,5 млрд. евро. или 77,61%, втора по големина е Букурещката борса с 11,9 % или 230 млн. евро (фиг.10). От изследването е изведено решение Гърция и Румъния да бъдат представени в отделна група от останалите фондови борси. Борсите

от втората група (фиг.11) са съответно Загреб с 51 милиона евро или 2,65%, Белград 47,92 милиона евро или 2,48%, Словения 37,16 милиона евро или 1,92%, София 24 милиона евро или 1,24%, Баня Лука 19 милиона евро или 1%, Скопие 9 милиона евро или 0,41% и Сараево с 6 милиона евро или 0,31%.



От анализа се установи, че борсата в Баня Лука отчита 3 пъти по-висок оборот от Сараевската борса, а заедно те отчитат по-висока стойност от Софийската борса.

Констатира се, че средно за целия период Гръцкият оборот е 7,6 пъти по-голям от общия сбор на група 2, а Румънският оборот е средно 1,59 пъти повече от общия оборот на група 2, данните са представени в табл. 4. Максималната разлика е 14,4 пъти в полза на Гръцкия оборот през май 2017 г., а минималния е 3,13 пъти през юли 2018 г.. Съпоставимостта с Румънския пазар е най-голяма – 5,49 пъти през август 2020 г., а най-ниска – 4,46 пъти през април 2019 г.

Таблица 4. Ниво на борсов оборот за Гърция и Румъния.

	ASE	Дата	RSE	Дата
AVERAGE	7,68039		1,599971	
MAX	14,40112	май.17	5,494706	авг.20
MIN	3,134814	юли.18	4,459856	апр.19

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

От двугруповото разпределение се забелязва по-балансирано съпоставяне на оборотите в отделните групи. При обединение балансираният оборот ще бъде по-полезен от доминантното

надмощие. Ефектът в полза на Атинската и Букурещката борса се дължи на фючърсната търговия. Тя е отчетена в общия оборот, предоставен от двете борси, а отделянето на фючърсите от базовите активи за търговия не е предмет на настоящото изследване.

3.2. Честотно изследване на средни стойности за оборот

Изследването преминава през честотно разпределение, включващо средни стойности (средна претеглена, медиана, стандартно отклонение) обхват, максимална, минимална стойност и сума. Методът на изследване е извършен спрямо формули (11), (12) и (13). Методите за анализ на средни стойности се използват поради взаимното им допълване и представят нивото на отклонение в различни посоки спрямо разглеждания метод. Чрез анализ на отклоненията се наблюдава постоянството в обема на отчетен оборот.

$$* \text{ Средна претеглена } \bar{x} = \frac{(X_1 + X_2 + \dots + X_n)}{N} \quad (11)$$

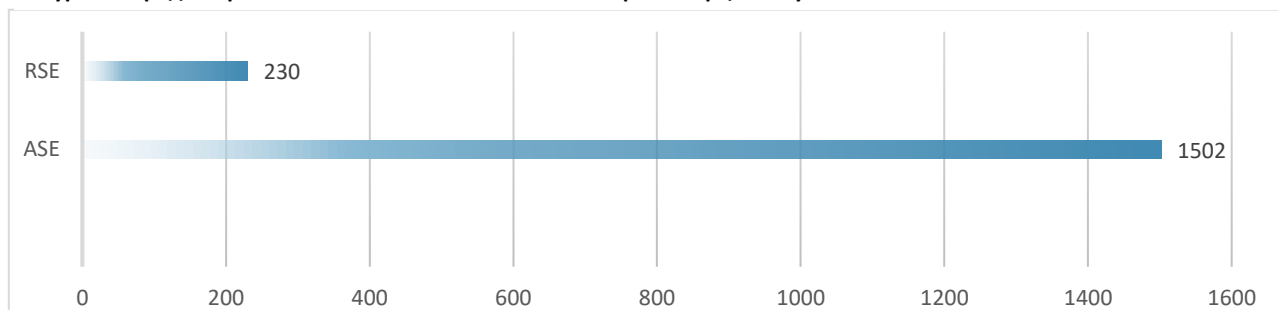
$$* \text{ Медиана } Me = L_{Me} + \left(\frac{N+1}{2} - C_{Me} - 1 \right) * \frac{h}{f_{Me}} \quad (12)$$

$$* \text{ Стандартно отклонение } \sigma_i = \sqrt{\frac{1}{n-1} \sum_{i=1}^n (T^i - \bar{T}^i)^2} \quad (13)$$

Румъния, Северна Македония, Словения, Хърватия и Баня Лука имат пълен списък на стойностите за изследвания период. За останалите борси има различен брой липсващи стойности, дължащи се на липсващи публични отчети. За да бъдат анализирани средните стойности са използвани линейни сравнения за отчетливо онагледяване. Стойностите на графиките са представени в милиони евро.

При прегледа на средно претеглена стойност се разграничават основно две групи: в първата попадат Гърция и Румъния съответно с 1 500 млн. евро среден оборот за Гърция, което е най-високата отчетена средна стойност и Румъния с 230 милиона евро, фиг. 12.

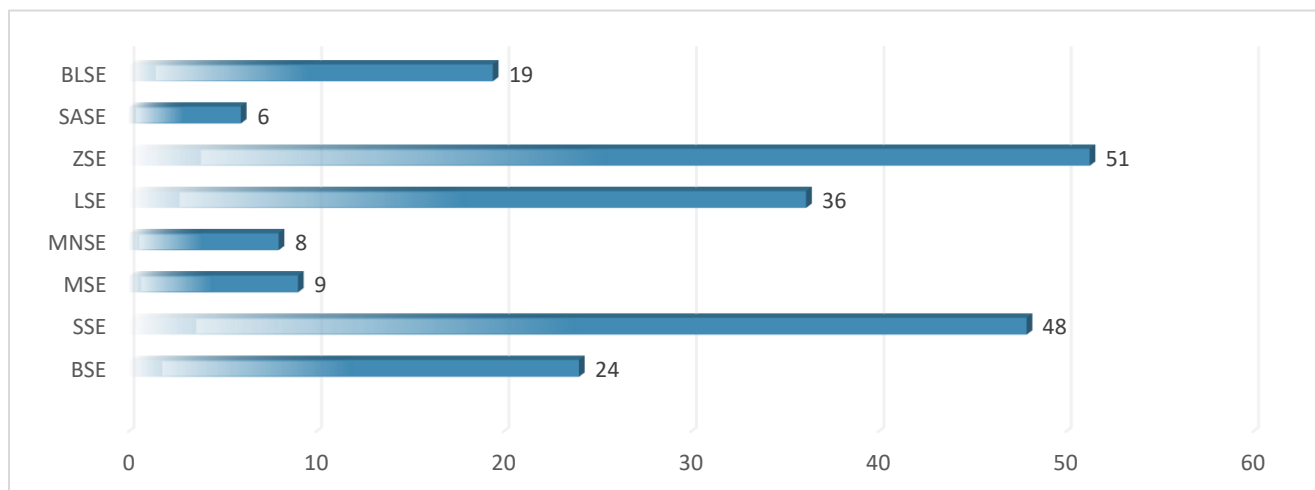
Фигура 12. Средно претеглена месечна стойност в млн. евро за Гърция и Румъния.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Във втора група борсите са с по-балансиран отчетени нива в рамките от 6 до 50 милиона евро фиг.13. Спрямо средно претеглената стойност на оборота за Сърбия и Хърватия са около 50 млн евро, следвани от Словения с 36 млн. евро. Баня Лука и Софийската борси отбелязват среден оборот около 20 млн. евро, докато Сараевската, Подгорица и Скопие отчитат нива между 6 и 9 млн евро. Разпределението по Медиана е аналогично без промяна в аранжирането.

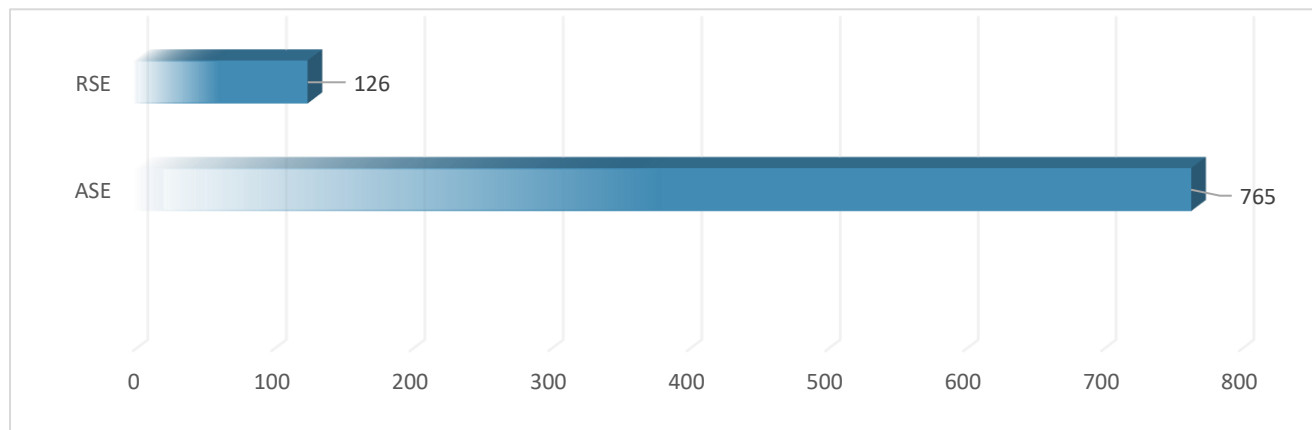
Фигура 13. Средно претеглена месечна стойност в млн. евро за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Стандартното отклонение на борсовите обороти е представено в две групи: Първата група включва Гърция и Румъния, реализираното стандартно отклонение от 765 млн. евро е за Гърция, Румъния отчита 126 млн. евро. Резултатът от изследваното стандартно отклонение е представен на фиг. 14:

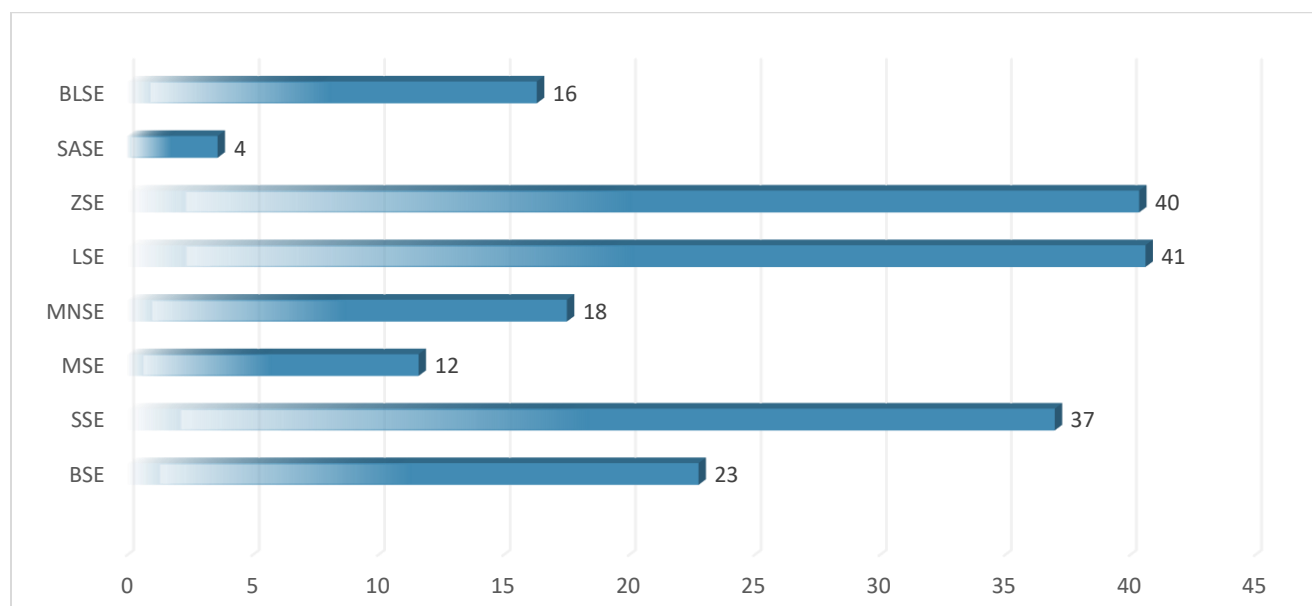
Фигура 14. Стандартно отклонение на месечните обороти в млн. евро за Гърция и Румъния.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Във втора група (фиг. 15) се включват всички останали борси, като водещи са Хърватската и Словенската борси с приблизително еднакво ниво около 40 млн. евро. Те са следвани от Сръбската борса с 37 милиона евро, Българската борса с 23 милиона евро, Черногорската с 18 милиона евро, Сараевската с 16 милиона \$, Северномакедонската с 12 милиона евро и Баня Лука с 4 милиона евро.

Фигура 15. Стандартно отклонение на месечните обороти в млн. евро за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Стандартното отклонение не ни дава точен отговор на въпроса за силата на отклонение спрямо оборота, заради което данните се изследват за дисперсия.

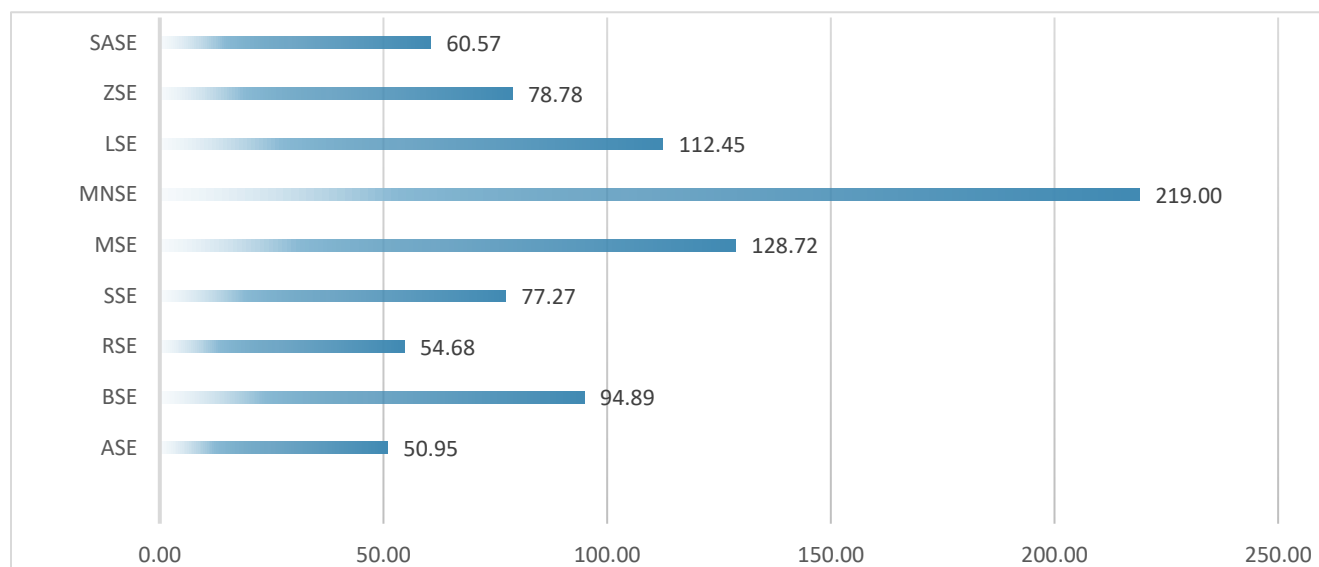
Дисперсията представлява разстоянието между стандартното отклонение и средно претеглената стойност. Изчисленията са извършени спрямо формула (14) и са представени във фиг. 16. ”Ако стойността на показателя е под 30% има ниска степен на вариация, от 30 – 100% средна степен на вариация, над 100% се наблюдава висока степен на вариация”¹¹².

$$\sigma^2_i = \frac{\sum_{i=1}^n (T^i - \overline{T^i})^2}{n-1} \quad (14)$$

- * σ^2 – дисперсията на i-та фондова борса
- * T^i – месечна стойност на оборот
- * $\overline{T^i}$ – изчисления среден оборот за всички разграждани периоди на i-та фондова борса

¹¹² Гоев, В., Бошнаков, В., Тошева, Е., Харалампиев, К. & Бозев, В. (2019). Статистически анализ в социологически, икономически и бизнес изследвания. София: Издателски комплекс – УНСС.

Фигура 16. Ниво на Дисперсията спрямо месечния оборот за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.

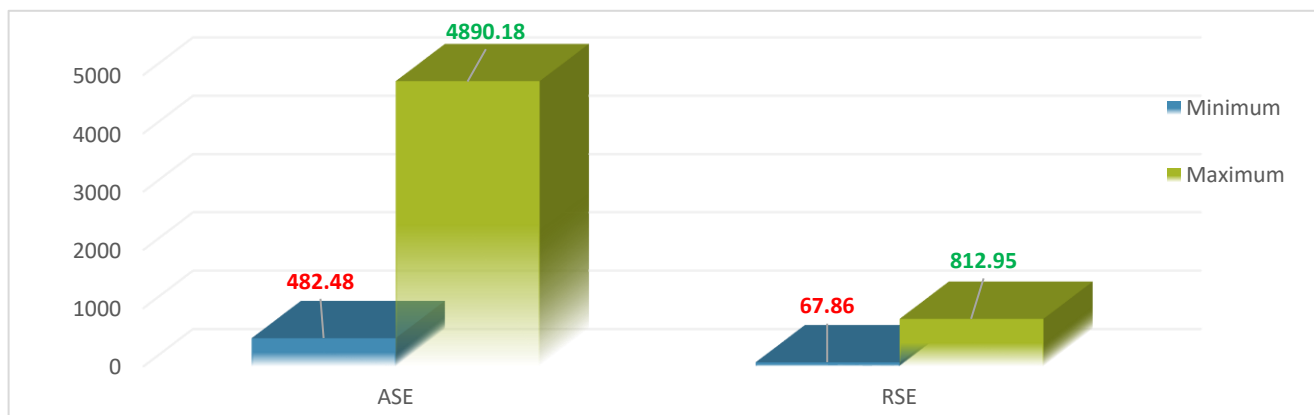


Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Най-високата отчетена Дисперсия е за борсата в Черна Гора, също борсите в Скопие и Любляна имат високи нива на вариране. Останалите борси отчитат нива под 97,48, което се приема за средно вариране. Констатира се, че борсите с най-високи нива на оборот имат най-ниски нива на вариране. Това е атестат за тяхната стабилност и постоянство през изследвания период.

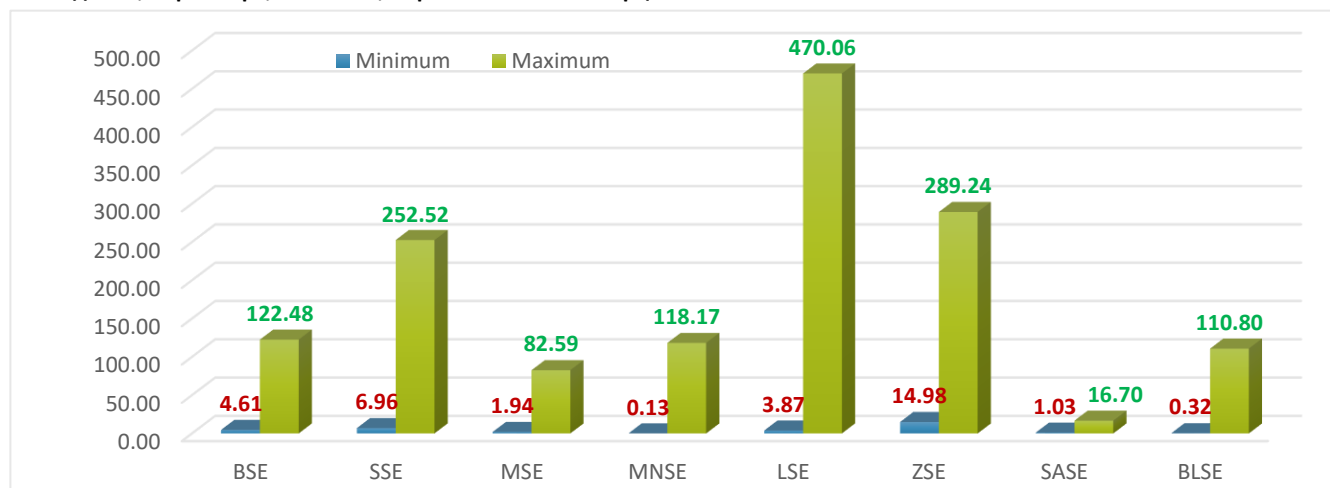
Най-ниската и най-високата стойност по оборот за първата група са представени във фиг. 17. Гръцката борса отчита най-нисък оборот през август 2012 г. 482 млн. евро, съответно най-високата стойност е 4 890 милиона евро през май 2014 г.; Румънската борса отчита най-слабият период за търговските си обороти с 67 милиона евро отчетен през ноември 2010 г., а най-силният период – през декември 2020 г. със стойност от 812 милиона евро.

Фигура 17. Отчетени максимални и минимални месечни стойности на оборота в млн. евро за Гърция и Румъния.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Фигура 18. Отчетени максимални и минимални месечни стойности на оборота в млн. евро за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

На фиг.18 е представена информация за борси от втората група: Българската фондова борса отчита най-слабият търговски месец през месец май 2016 г. – 4 млн. евро, съответно най-силният е декември 2013 г. 122 млн. евро. Сръбският капиталов пазар отчита най-слаб период през август 2020 г. със стойност 6,96 млн. евро, най-силният период за оборота е през ноември 2019 г., достигайки 252,5 млн. евро; за Северномакедонската борса най-ниската отчетена стойност е 1,9 млн. евро през юли 2015 г., най-високият оборот е отчетен през декември 2011 г. с 82,6 млн. евро; фондовият пазар в Подгорица отчита своя максимален оборот от 118 млн. евро през април 2019 г., а минималният отчетен оборот е 127 хил. евро е от януари същата година. Борсата в Любляна през април 2014 г. отчита най-ниският си оборот от 3,87 млн. евро, през декември 2011 г. достига своя пик със 470 млн. евро; Хърватската борса има най-слаб период през август 2017 г. със 14,98 млн. евро, докато най-силният ѝ период е декември 2010 г. със 289 млн. евро.

Борсите в Босна и Херцеговина са с най-ниски обороти, съответно Сараево през месец май 2019 г. с 1 млн. евро и Баня Лука януари 2010 с 317 хил. евро. Силните търговски периоди за двете борси са през март 2015 г. – за Сараево с 16 млн. евро, докато Баня Лука постига своя пик през април 2020 г., достигайки 110 млн. евро.

Оборотите на Балканските борси са подложени и на изследване за Асиметрия съгласно формула (15). Асиметрията представлява странично ориентираната посока на насищане спрямо средната отчетена стойност.

$$As_i = \frac{\left(\frac{\sum_i (T^i - \bar{T}^i)^3}{N} \right)}{\sigma T_i^3} \quad (15)$$

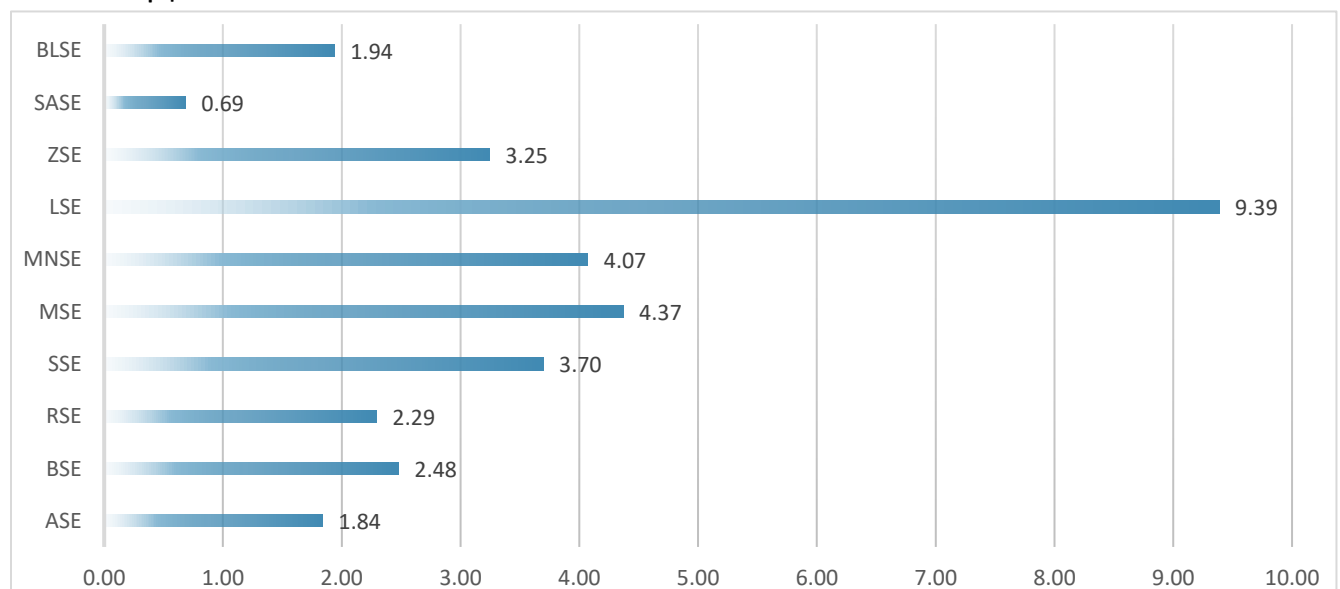
- * As_i – Коефициент на асиметрия за оборота на i-та фондова борса
- * σT_i – Стандартно отклонение на оборота за i-та фондова борса
- * T^i – Месечен оборот за i-та фондова борса
- * $\bar{T}^i$ – Средна аритметична за оборота на i-та фондова борса

Резултатът с положителна или отрицателна асиметрия зависи дали отчетената стойност е по-ниска или по-висока от медианата.

- * $As = 0$ Симетрично разпределение;
- * $As < 0$ Ляво раменно разпределение;
- * $As > 0$ Дясно раменно разпределение.

Страничната (раменната) асиметрия за разглежданите борсите е представена във фиг. 19. Резултатите отчитат положителна асиметрия за всички борси. Най-слабата е при борсата в Сараево, докато най-силната асиметрия е при Словенската борса (близо 9 единици). Всички останали борсови обороти се ограничават в диапазона 2 – 4 единици асиметрия.

Фигура 19. Ниво на Асиметрия за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Ексцесът измерва разликата между средната аритметична и максималната измерена стойност, изчисленията се извършват спрямо формула (16).

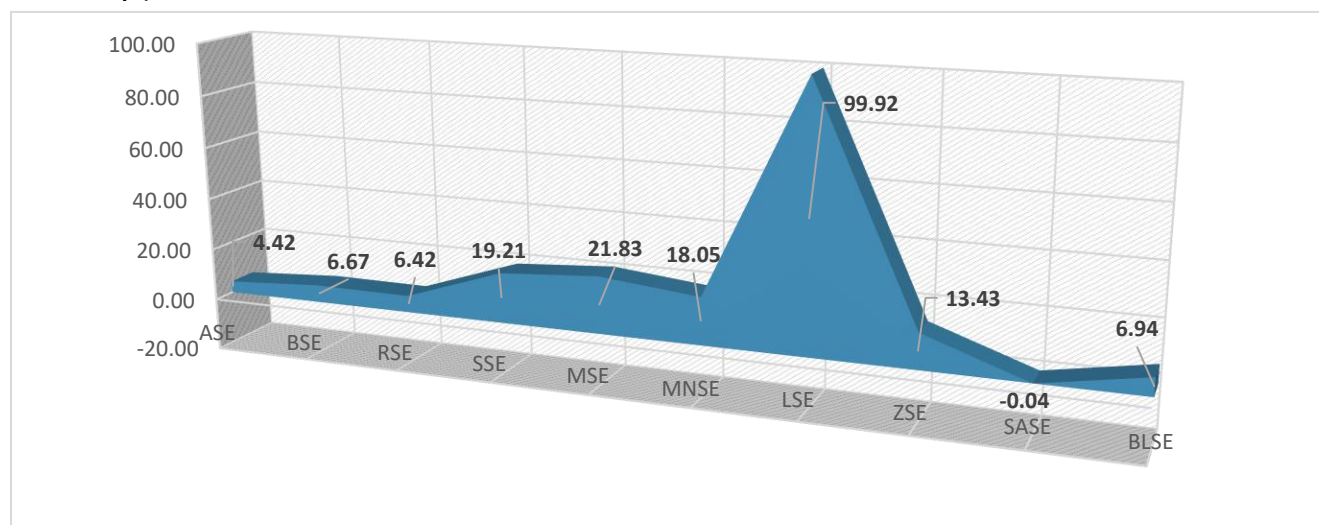
$$Ex_i = \left\{ \frac{\left(\frac{\sum_i (T^i - \bar{T}^i)^4}{N} \right)}{\sigma_{T_i}^4} \right\} - 3 \quad (16)$$

- * Ex_i – Коефициент на ексцес за оборота за i-та фондова борса
- * σ_{T_i} – Стандартно отклонение на оборота за i-та фондова борса
- * T^i – Месечен оборот за i-та фондова борса
- * $\bar{T}^i$ – Средна аритметична за оборота на i-та фондова борса

”Когато върхът на емпиричното разпределение е над този на нормалното, се отчита положителен Ексцес”¹¹³. Резултатите за отчетените нива на Ексцес за Балканските борси са представени във фиг. 20.

- * $Ex = 0$ Нормален ексцес;
- * $Ex < 0$ Над нормален ексцес;
- * $Ex > 0$ Под нормален ексцес.

Фигура 20. Ниво на Ексцес за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

¹¹³ Гоев, В., Бошнаков, В., Тошева, Е., Харалампиев, К. & Бозев, В. (2019). Статистически анализ в социологически, икономически и бизнес изследвания. София: Издателски комплекс – УНСС.

Ексцесът при борсата в Сараево е под нормалното разпределение (-0,037), останалите борси отново отбелязват групов насоченост, като най-слабият ексцес е отчетен за Атинската борса. Докато най-високият е при Люблянската фондова борса, Букурещката, Баня Лука и Българската борси имат близки стойности на ексцес. Другата група, която се формира, е Сърбия, Северна Македония, Черна Гора и Загреб, техните нива на ексцес са с приблизително еквивалентни сили.

Борсите от Босна и Херцеговина, поради много ниските си нива на общ оборот, отчитат най-ниски нива на волатилност на оборота. Атинската борса, която отчита най-високо ниво на оборот, регистрира много ниско ниво на отклонение от средните си стойности, което я прави най-стабилна, разглеждайки динамиката. Борсата в Любляна е на пето място спрямо отчетения оборот, но реализира най-високи нива на волатилност и се характеризира като най-динамичната.

3.3. Корелационна зависимост на месечните данни за оборот

В сега съществуващата ситуация е възможно да се тълкува, че капиталите променят държавата, в която са инвестирани, докато при обединен общо действащ капиталов пазар няма да има нужда от прехвърляне на капитали между държави. Хеджирането на инвестиционния риск от страна на инвеститорите ще бъде извършвано вътрешно за обединения пазар.

С цел изследване на възможностите за хеджиране на инвестиционния риск между разглежданите пазари, ще изследваме оборота на борсите за корелация. Изследването на корелация между оборотите на капиталовите борси е визуализирано в табл. 5 и е осъществено спрямо формула (4).

Таблица 5 Корелация между оборотите на борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	LSE	ZSE	SASE	BLSE
ASE	1	,261**	,199*	0,201	0,134	0,087	,368**	0,09	0,1	0,017
BSE	,261**	1	-0,007	-0,022	-0,053	-0,118	0,065	0,049	0,207	-0,132
RSE	,199*	-0,007	1	-0,115	-0,021	-0,155	-0,014	-0,139	-0,174	0,106
SSE	0,201	-0,022	-0,115	1	0,205	0,112	0,027	0,169	,299*	-0,109
MSE	0,134	-0,053	-0,021	0,205	1	0,091	,549**	0,003	-0,016	-0,081
MNSE	0,087	-0,118	-0,155	0,112	0,091	1	-0,034	0,036	-0,008	-0,085
LSE	,368**	0,065	-0,014	0,027	,549**	-0,034	1	0,046	,274*	-0,038
ZSE	0,09	0,049	-0,139	0,169	0,003	0,036	0,046	1	0,084	-,276**
SASE	0,1	0,207	-0,174	,299*	-0,016	-0,008	,274*	0,084	1	0,151
BLSE	0,017	-0,132	0,106	-0,109	-0,081	-0,085	-0,038	-,276**	0,151	1

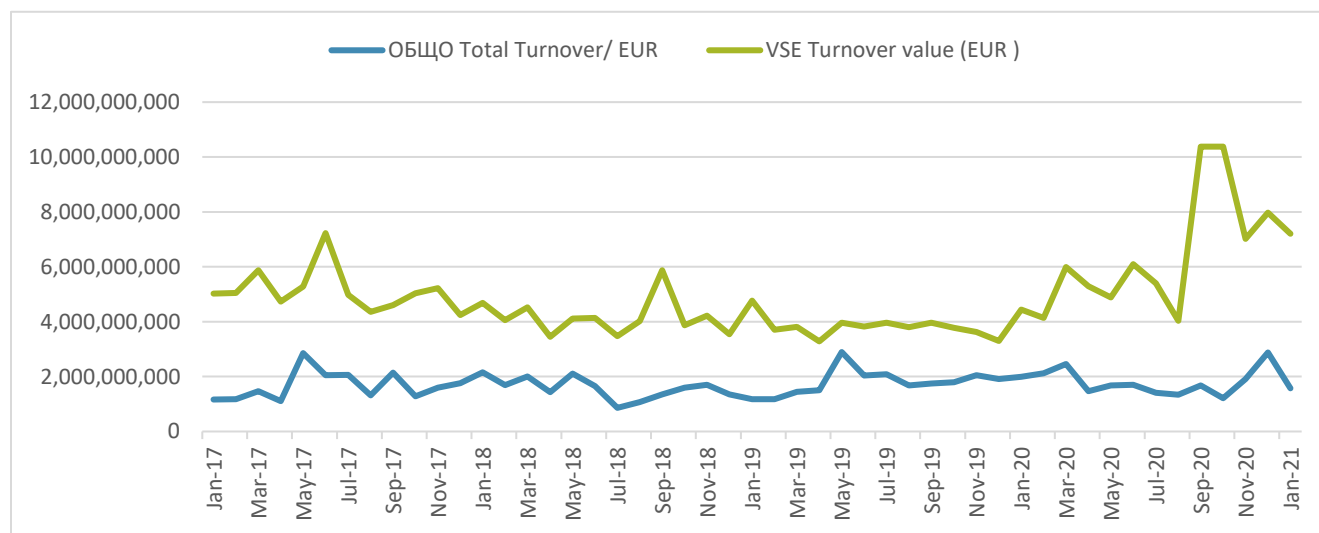
Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Корелационният анализ визуализира нагледно различията между оборотите и това, че взаимовръзката между тях не може да бъде квалифицирана като значима. Повечето отчетени обороти имат отрицателна взаимовръзка. От гледна точка на диверсификацията това е положителен показател¹¹⁴. С този анализ се доказва емпирично, че оборотите на борсите са повлияни единствено от местните икономически процеси. Също така индивидуалните местни тенденции доказват, че е възможно създаване на диверсификация с активи от различните борси.

3.4. Съпоставяне на общият оборот, реализиран от участващите борси спрямо конкурентен пазар

С цел характеризиране на зависимости е извършено изследване на обобщените данни за общия реализиран оборот и оборота на прекия конкурент в лицето на Полската фондова борса. Изследването е за периода 2017-2020 г., като за целта са събрани всички търговски обороти на фондовите борси и са съпоставени с оборотите на Варшавската борса. Първоначално данните са съпоставени линейно във фиг. 21. Наблюдава се еднопосочна динамика в периода декември 2017г. – май 2018 г., през останалите периоди посоката на кривите има обратна посока.

Фигура 21. Линейна диаграма за общия оборот на всички Балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

¹¹⁴ Sahin, Cumhur. 2015. "Analyzing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets", International Journal of Alanya Faculty of Bioness, vol. 7, No. 3, pages 199-209;

Данните се изследват за корелационна зависимост по формула (4) и са представени в табл.6. От таблицата следва да се заключи, че взаимовръзката между двете не може да бъде тълкувана поради приемане на H_0 – липса на значима зависимост между общ оборот на Балканските борси и Варшавската борси със стойност $0,0790 > 0,05$.

Таблица 6. Взаимовръзка между общо оборот на всички Балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.

	Общ оборот на Балканските борси	Оборот на Варшавска борса
Общ оборот на Балканските борси	1	0,079
Оборот на Варшавска борса	0,079	1

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Средната процентна волатилност за оборотите на Балканските борси е 6,06%, а при Варшавската борса е 3,89%, представено в табл. 7, изчисленията са извършени по формула (3). Най-високите нива на процентната промяна спрямо предходен период са 157% и за двете изследвани групи, отчетените нива на месечен спад за Балканските борси е (-48%), докато за Полската борса е (-34%).

Таблица 7. Представа отчетени стойности между общо оборот на всички Балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.

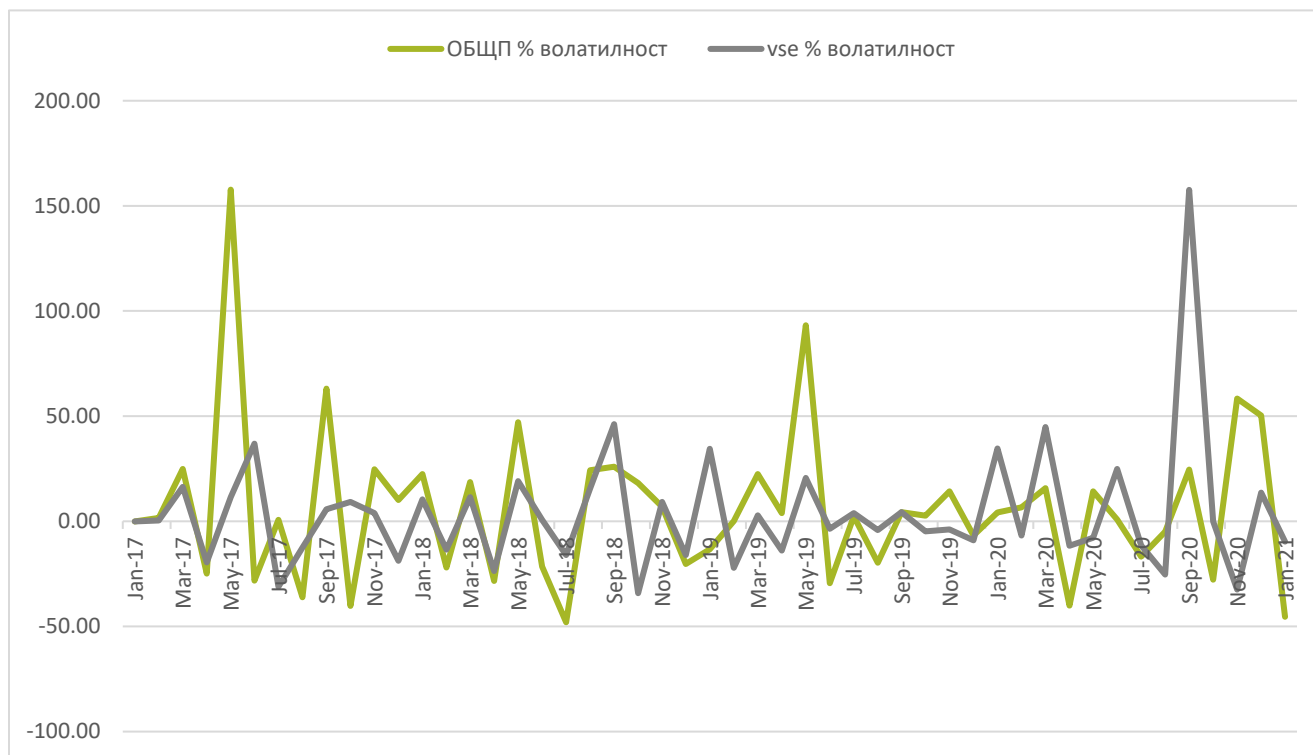
	Общ оборот на Балканските борси	Оборот на Варшавска борса
Средна стойност	6,06	3,89
Най-висока стойност на промяна спрямо предходен месец	157,72	157,62
Най-ниска стойност на промяна спрямо предходен месец	-48,00	-34,19

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Процентното изменение отчита стойностната промяна без да взема предвид разликата в мащаба на двата изследвани обекта. Тя е полезен измерител за съпоставимост на промяна. Анализирайки резултатите се констатира по-високи месечни отклонения за оборотите на Балканските борси.

Изследвайки процентното изменение на Варшавската борса и Единната Балканска фондова борса във фиг. 22 се наблюдава еднопосочно движение между двете разглеждани бази данни. През последните 12 месеца влиянието на пандемията от Covid-19 е обяснение за взаимната посока, но преди този период, от януари 2018 г. до август 2018 г. се отчита абсолютно препокриване на графиките. Дублиране на графиките се забелязва и през периода февруари 2017-юни 2017 г.

Фигура 22. Процентното изменение на общия оборот на всички балкански борси и оборота на Варшавската фондова борса.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

При действащата организация на самостоятелни пазари тази флукутация е нормална. При осъществяване на единен капиталов пазар разликите в месечните нива ще бъдат изгладени. Към момента разликата в търговските обеми се отдава основно на позитивни и негативни новини, а при липса на информация инвеститорите запазват дистанция или използват други пазари. При обединяване между Балканските борси ще бъде постигната постоянна и балансирана търговия, основаваща се на по-голям брой ценни книжа и по-високи нива на ликвидност.

3.5. Изследване на общ оборот с обща пазарна капитализация

Подходът за изчисление на съотношението преминава през съпоставяне на месечното отчетените обороти спрямо пазарната капитализация. За облекчение при тълкуването резултатите се представят в процент, като се използва формула (17). Следва отчитане на средно годишна стойност, събират се всички месечни резултати и се разделят на броя месеци в годината, използва се формула (18). Методът се прилага за всички разглеждани капиталови пазари. Целта на метода е да изследва каква част от капитализацията на борсите е обект на търговия.

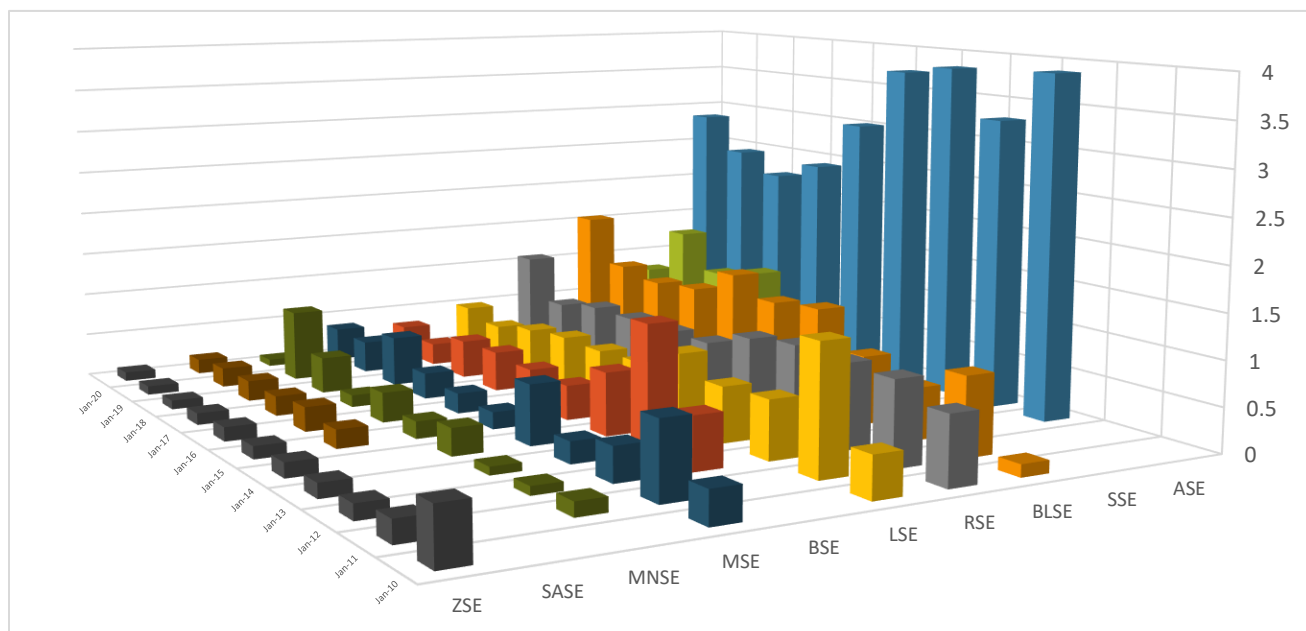
$$cont_1^i = \frac{T^i}{MCap^i} * 100 \quad (17)$$

$$cont_{20**}^i = \frac{cont_1^i + cont_2^i + \dots + cont_{12}^i}{12} \quad (18)$$

- * $cont_1^i$ – Месечно съотношение на оборот / пазарна капитализация
- * $cont_{20**}^i$ - Месечно съотношение на оборот / пазарна капитализация
- * $MCap^i$ – Пазарна капитализация за i-та фондова борса
- * T^i - Месечна стойност на оборот

Средно месечната процентна разлика на оборота спрямо капитализацията е представена във фиг. 23. Начело е Атинската борса, при нея се търгуват около 3,9% през 2010 г., достигайки 2,2% през 2018 г., когато е най-ниското изчислено съотношение; на второ място се нарежда Сърбия с ниво от 1,4% през 2019 г. от 0,79% през 2020 г.;

Фигура 23. Средно месечна процентна разлика на оборота спрямо пазарната капитализация за борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



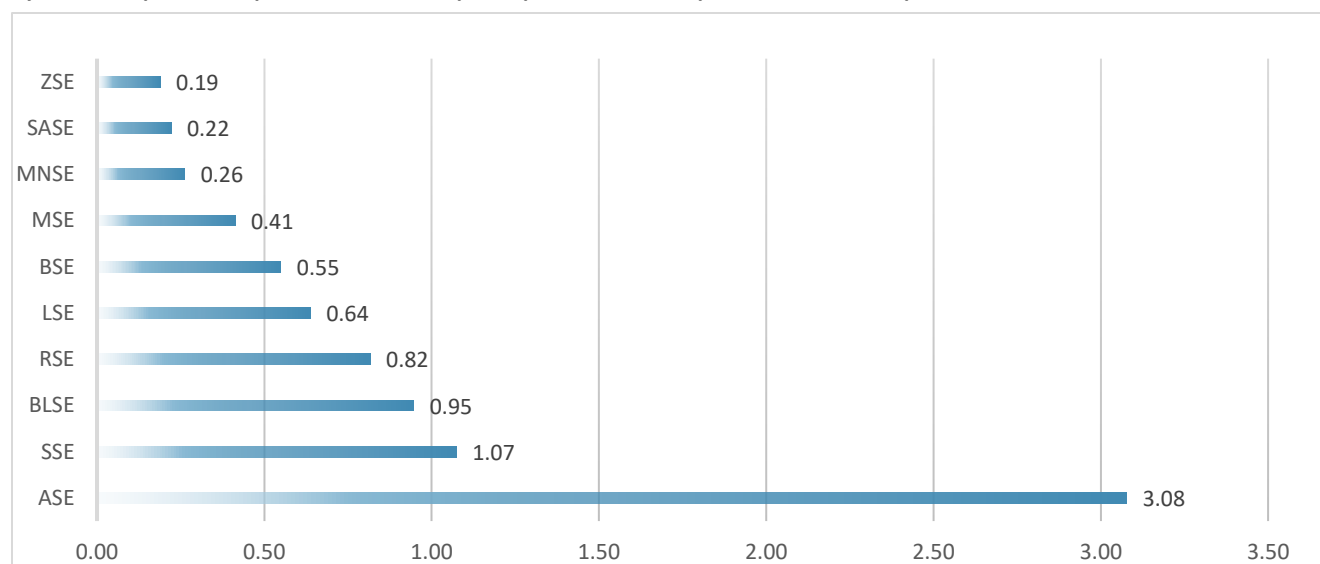
Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

На трето място е борсата в Баня Лука с пик от 1,55% през 2019 г. и дъно през 2010 г. от 0,14%. Румънската борса се отличава с относително постоянно ниво на отчетените резултати. Нейната най-висока стойност е 1,07% през 2019 г. и най-ниска през 2018 г. със стойност от 0,6%;

Пета е борсата в Любляна – най-ниската отчетена стойност е 0,39% през 2018 г. и пик през 2011 г. с 1,42%. Българският пазар заема шесто място, пикът му е през 2013 г. с 1,39%, а през 2019 г., най-ниският процент е 0,25%. Северна Македония отчита 0,19% продажба на финансови инструменти спрямо капитализацията си през 2015 г., което е и най-ниското ниво за страната, пикът е през 2011 г. с ниво от 0,85%. Черногорската борса има дъно от 0,08% през 2020 г., а през 2018 г. е нейният пик от 0,41%. Сараевската борса отчита най-ниското ниво през 2019 г. с 0,17%, докато най-високото е през 2016 г. с 0,28%. Загребската борса е на последно място по този критерий, отчитайки 0,10% през периода 2018-2020 г., а най-високото ѝ ниво е през 2010 г. – с 0,60%.

На фиг. 24 е представено разпределение в относителното изражение на изчисления оборот

Фигура 24. Представяне на средно изчислен оборот спрямо пазарна капитализация за борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



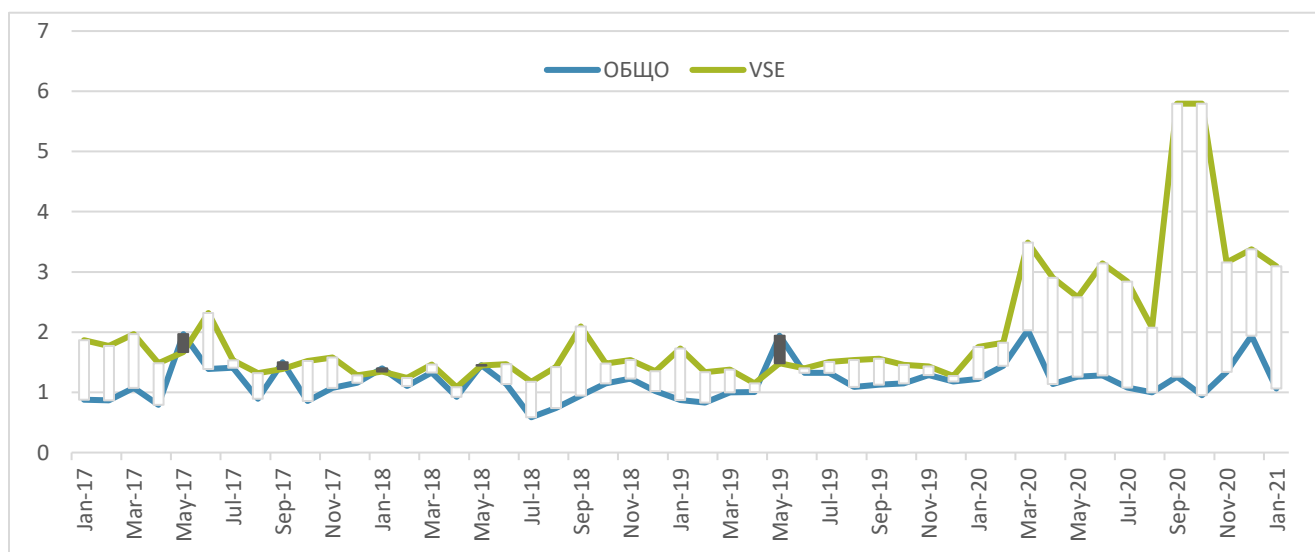
Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

спрямо пазарната капитализация. Средният процент за всички участващи борси е 1,19%.

Констатира се, че средно оборотът на Атинската борса е 300% над капитализацията, Белградската борса отчита средно 7 % по-висок оборот, Баня Лука реализира 5 % по-нисък оборот от съществуващата средна капитализация. Борсата в Букурещ реализира оборот, равняващ се на 82% от пазарната капитализация, а Люблянската отчита 64% . Софийската борса е реализирала оборот от средно 55% спрямо пазарната си капитализация, следвана от 42 % оборот от борсата в Скопие. Борсата в Подгорица е с едва 26% оборот спрямо пазарна капитализация, следвана от борсата в Сараево с 22% и на последно място е борсата от Загреб с 19 % оборот спрямо пазарна капитализация.

На фиг. 25 са представени данните за месечното съпоставяне на оборот спрямо пазарна капитализация на всички Балкански борси спрямо Полската борса. Установяват се два месеца, в които съотношението за общо Балканските борси е по-високо от Варшавската борса и те са май 2017 г. и май 2019 г. Отчетена е и увеличена и постоянна разлика в полза на Полската борса от март 2020 г. до края на анализирания период. Това се дължи на увеличено ниво в оборота и повишено ниво на пазарната капитализация. Средните нива на оборот спрямо пазарната капитализация са 1,19% за Балканските борси и 1,93% за Варшавската борса. Борсата в Полша отчита с 61,6% по-ефективно използване на наличните ценни книжа. Констатира се, че оборотът зависи и от фрий флота, но неговото отчитане не е предмет на настоящия труд.

Фигура 25. Месечното съпоставяне на абсолютни стойности на оборот спрямо пазарна капитализация.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

От анализа на оборота за всички разглеждани фондови борси следва да се заключи, че индивидуалните обороти на фондовите пазари са многоотличаващи и се характеризират със собствената специфика на пазара. Наблюдава се голяма разлика в отчетените нива както между отделните пазари, така и за отчетните периоди на едни и същи борси. Тази голяма разлика се обяснява с непостоянните нива на инвеститорски интерес.

От анализа с високо ниво на достоверност следва да се заключи, че при Единна Балканска фондова борса оборотът ще бъде увеличен за всички емитенти поради задоволяване на настоящите ликвидни проблеми и получаване на висока конкуренция между възможностите за инвестиране. Също ще се отчете и положителен ефект от привличане на нови инвеститори от конкурентни пазари като полския, което към настоящия момент не е възможно поради разликата в мащаба и ликвидността между Полската фондова борса и всички останали единични пазари, участващи в изследването.

4. Изследване на брой сделки

Броят сделки е важен показател за съпоставимостта на борсовите оператори. Той допълва информацията от оборота, като показва до каква степен оборотът е реализиран от високата ликвидност или голямото количество финансови инструменти, изтъргувани чрез единични сделки. Сделките са изчислени като общ брой на месечна база и са представени самостоятелно по фондови борси.

4.1. Честотно изследване на средни стойности за брой сделки

Общият брой сделки за целия период са общо 69 696 000 броя, като само борсата в Атина допринася с 55 901 000 броя. Втора е Румънската с 9 587 000, трета традиционно е Хърватската с общо 2 234 000 броя. Словенската борса е четвърта със 701 000 броя, следвана от Българската с 597 000 броя. Баня Лука, Скопие и Белград са съответно с 213 000, 199 000 и 178 000 броя. Последни остават борсите от Подгорица с общо 55 000 броя и Сараево с 32 000 броя.

На табл. 8 са показани резултатите от анализа чрез специализиран статистически софтуер SPSS. Чрез него са изчислени средни стойности за броя сделки на всяка борса, по отделно се разглеждат и линейните месечни стойности за брой сделки.

Таблица 8. Представя отчетените средни стойности за оборота на борсите от Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	LSE	ZSE	SASE	BLSE
Средна претеглена	512852,13	5575,97	72083,98	3631,43	1495,68	462,48	5267,32	16797,17	422,92	1599,57
Медиана	499306,00	4963,00	71457,00	3532,00	1404,00	403,50	4202,00	15805,00	407,00	1489,00
Мода	561307	2456 ^a	77360	1009 ^a	1017 ^a	316 ^a	2116	9837 ^a	395 ^a	1076 ^a
Стандартно отклонение	155926,501	2809,461	20250,014	2119,152	589,829	276,344	3021,383	9242,739	144,720	713,634
Обхват	784204	14964	102811	10195	4078	1379	18264	56054	664	3735
Най-ниска стойност	228259	2456	30778	1009	750	68	2116	4792	170	335
Най-висока стойност	1012463	17420	133589	11204	4828	1447	20380	60846	834	4070

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Водеща със средно месечен брой сделки от 513 хил. бр. е Атинската фондова борса. Нейната посока на развитие е динамична и има голямо ниво на промяна през целия изследван период.

Втората фондова борса по брой изтъргувани финансови инструменти е Румънската, нейното средно месечно ниво на сделки е 72 хил. броя. Динамиката е отрицателна, като съществен спад се забелязва от 06/2010 г.– 03/2011 г. и 04/2012 г. – 10/2013 г., следва етап на плавно повишение и запазване на относително постоянно ниво. Следващият период на продължителен спад е от 06/2017г., продължавайки до 01/2020г. Вторият е следван от пик през 03/2020г., породен вероятно от Covid-19 пандемията.

Третата борса по среден брой сделки е Хърватската със 17 хил. броя. Нейната основна посока е към намаление. За разлика от предходните разгледани борси, тук липсват отчетливи дъна в броя сделки, но се забелязват пет пика, които са последвани от периода на затихване на вълната. Борсите в София и Любляна имат приблизително еквивалентни стойности. Софийската борса има средно месечен брой от 5.5 хил. сделки, докато борсата в Любляна има 5 хил. броя. Двете борси имат препокриваща се крива през периода 04/2015г. до 03/2017г. Следва кратък период на индивидуално движение, за да се достигне до 03/2018г., от когато двете борси отчитат симетрично повишение, следвано от симетрично понижение в броя сделки, изтъргувани на местните пазари. Тенденцията за еквивалентност се запазва до края на разглеждания период.

Сръбската борса се нарежда на шесто място с 3.6 хил. броя средно месечните сделки. Отчитаме, че Сръбският пазар поддържа база данни за кратък период спрямо срока на изследването.

При пълна информация за целия период средната стойност вероятно би била по-висока. Това заключение се основава на високите стойности в периода 01/2017 г.– 05/2018г., като след това броят сделки рязко намалява, което съответно се отразява върху средната стойност. Сръбският пазар не може да бъде асоцииран с някой от другите разгледани пазари предвид близките им средни стойности.

Борсата в Баня Лука се нарежда на седмо място с 1,6 хил. броя сделки. Борсата в Скопие е на осмо място с 1,5 хил. броя. Графиките на двете борси имат епизодични еквивалентни криви, но не може да се заключи категорично, че между двете борси има връзка относно броя сделки.

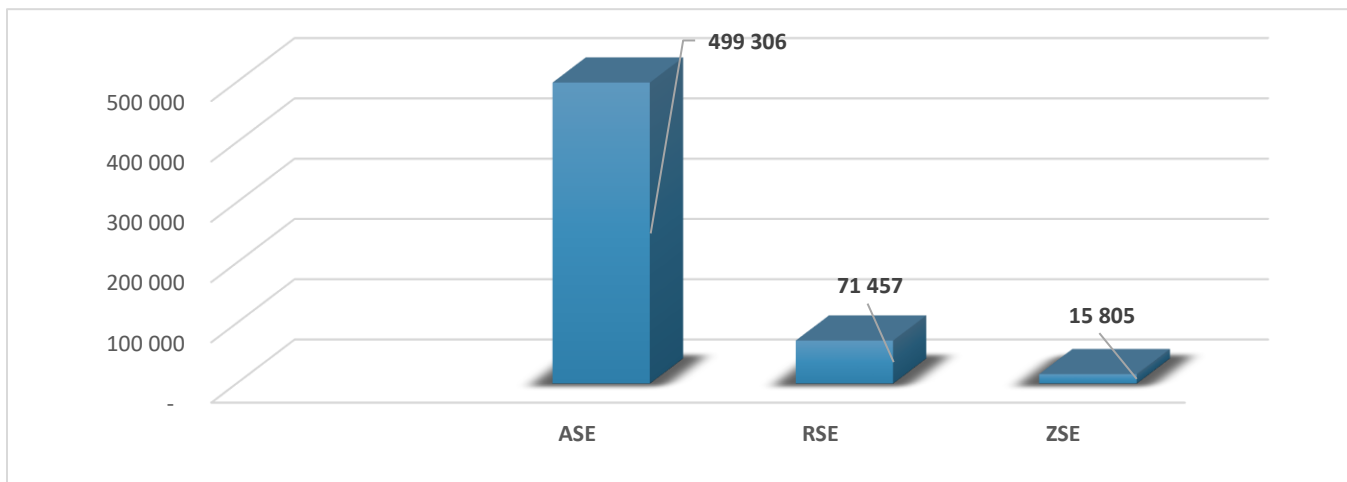
Девета и десета позиция заемат съответно борсата в Подгорица и борсата в Сараево. Двете борси отчитат най-ниските средни нива по брой сделки на месец. Борсата в Черна гора отчита 462 броя, докато борсата в Сараево 423 броя. Връзка между двете борси може да се търси само за периода 12/2014 г. – 12/2017 г., през който период двете борси препокриват тенденциите в броя сделки. Тенденциите в двете борси също са негативни през целия изследван период.

Медианата представлява средната стойност на предварително подреден ред, изчислява се спрямо формула (10). При броя сделки, както при месечния оборот, ще разделим фондовите борси

на две отделни групи, за да бъде по-нагледно тяхното разпределение и анализа. За разлика от анализа на оборотите, в анализа на броя сделки в първата група поставяме и Хърватия. Във втората група респективно остават България, Черна Гора, Северна Македония, Сърбия, Словения и двете борси на Босна и Херцеговина.

Медианата на Атинската борса е 499 306 броя, втора по този критерий се нарежда борсата в Букурещ със 71 457 броя, третата е Загребската с 15 805 броя. Разпределението е визуализирано във фиг. 26.

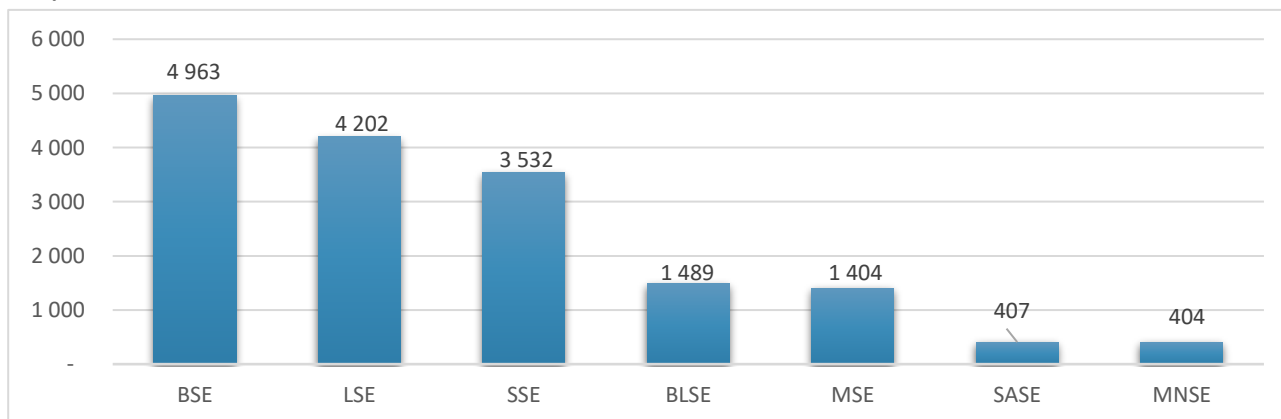
Фигура 26. Разпределение по Медиана за Гърция, Румъния, Хърватия.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Във втората група по Медиана на брой сделки, извършени на фондовия пазар на Балканите, водещо място заема Българска фондова борса с 4 963 броя, следвана от Словенската с 4 202 броя, на трето място е Белградската борса с 3 532 броя, четвърто място е за Бая Лука 1 489 броя, следвана от Скопие с 1 404 броя. На последните две места са съответно борсите в Сараево с 407 броя и Подгорица с 404 бр. Разпределението е онагледено във фиг. 27.

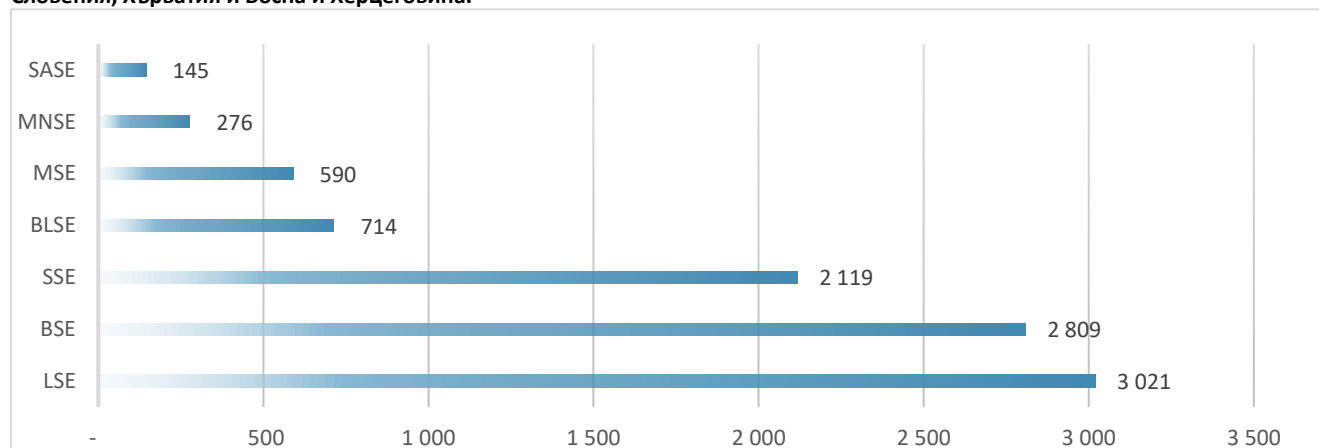
Фигура 27. Разпределение по Медиана за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Извършеното изследване за дисперсия е представено във фиг. 28, изчисленията са извършени спрямо формула (12). “Дисперсията представлява съпоставимост на стандартното отклонение спрямо средната претеглена в относително изражение”¹¹⁵

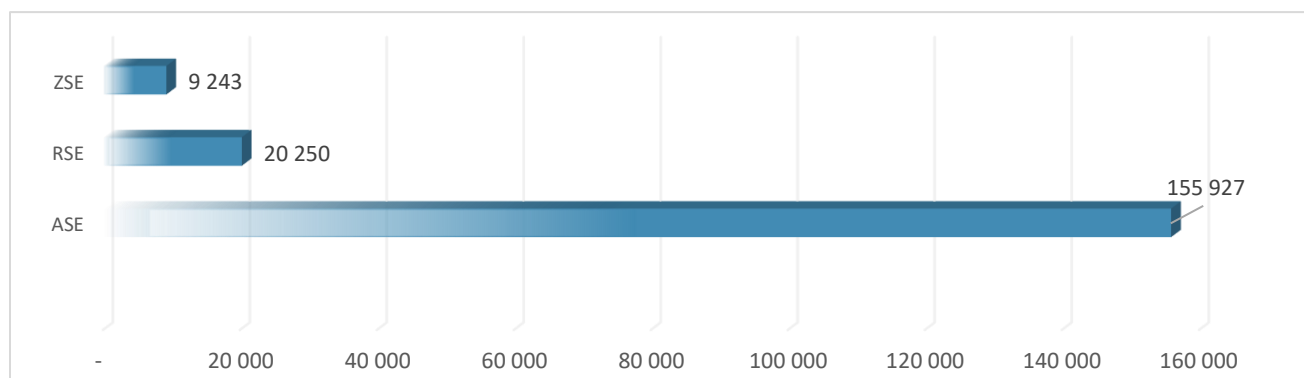
Фигура 28. Ниво на дисперсия по брой сделки за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Стандартното отклонение по брой сделки е стойност, с която се характеризира разсейването около средната стойност. То служи за анализ до каква степен стойностите са постоянни или динамични.¹¹⁶ Стандартното отклонение на брой сделки е представено във фигури 29 и 30 спрямо двете групи, изчисленията са извършени спрямо формула (13).

Фигура 29. Стандартното отклонение по брой сделки за Гърция, Румъния, Хърватия.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Стандартното отклонение за Атинската борса е най-високо, представено е във фиг. 29., спрямо дисперсията Гръцката борса се нарежда на предпоследно място с 30,4%. Румънският фондов пазар, който отчита 20 250 броя сделки стандартно отклонение, се нарежда на последно

¹¹⁵ Гоев, В., Бошнаков, В., Тошева, Е., Харалампиев, К. & Бозев, В. (2019). Статистически анализ в социологически, икономически и бизнес изследвания. София: Издателски комплекс – УНСС.

¹¹⁶ Павлова, В., Чипева, С., Статистика., изд. „Нова Звезда“, 2012,

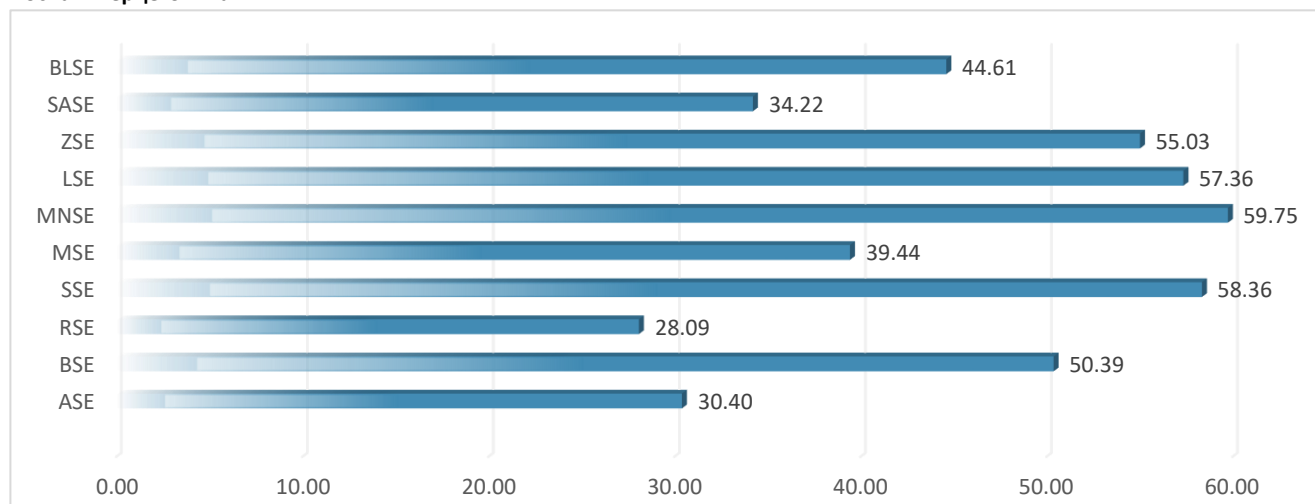
място по относителна волатилност спрямо средната си стойност. Отчетената дисперсия е 28,09%, което показва, че двете най-големи борси имат най-балансиран нива на волатилност относно броя сделки на месечна база. Третата борса от първата група е Загребската борса и отчита 9 243 бр. сделки стандартно отклонение и 55,03% дисперсия. Отчетената дисперсия за Хърватската борса е с 9,27% над средната дисперсия за всички изследвани борси и се нарежда на четвърто място сред най-високите отчетени стойности на дисперсия.

Борсата в Любляна има най-високо отчетно ниво на стандартно отклонение от втората група - фиг. 30, борсови оператори със стойност от 3 021 броя и втора по големина дисперсия 57,36%. Словенската борса се характеризира с голяма волатилност на броя сделки на месечна база.

Българската фондова борса отчита стандартно отклонение от 2 119 броя и много високо ниво на дисперсия 58,36%, като тя е на трето място по големина на дисперсията.

Баня Лука отчита стандартно отклонение 741 броя и 44,61% дисперсия, която е с 1% по-ниска от средната дисперсия за изследваните борси. Дисперсията показва средно ниво на волатилност за Баня Лука.

Фигура 30. Стандартното отклонение по брой сделки за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

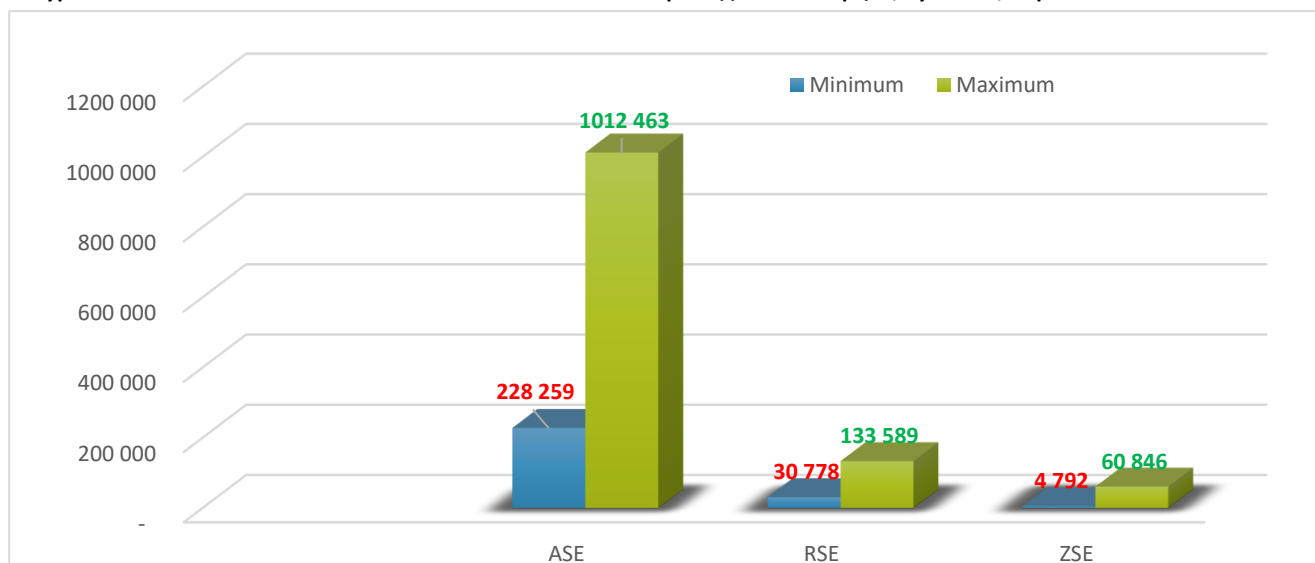
Борсата в Северна Македония има стандартно отклонение от 590 броя и 39,44% дисперсия. Борсата в Скопие се характеризира с нива под средните и се доближава по стабилност на броя сделки до борсите в Атина и Букурещ.

Черногорската борса се нарежда на предпоследно място по стандартно отклонение с 276 броя и на първо място спрямо дисперсия. От гледна точка на броя сделки и дисперсията борсата в Подгорица е най-волатилната и съответно най-трудно предвидима.

На последно място по стандартно отклонение, закономерно спрямо броя сделки се нарежда борсата в Сараево, спрямо процента на дисперсия тя е трета по стабилност с 34,22%, нареждайки се веднага след Румънската борса и с 11% под средната дисперсия.

Представяне на максималните и минималните стойности, отчетени от Балканските борси за периода на изследването. В първата група (фиг. 31) се забелязва, че дори най-ниската отчетена стойност е с 1,7 пъти по-високо от най-високата стойност на втората борса, която е Румънската.

Фигура 31. Отчетени максимални и минимални стойности по брой сделки за Гърция, Румъния, Хърватия.



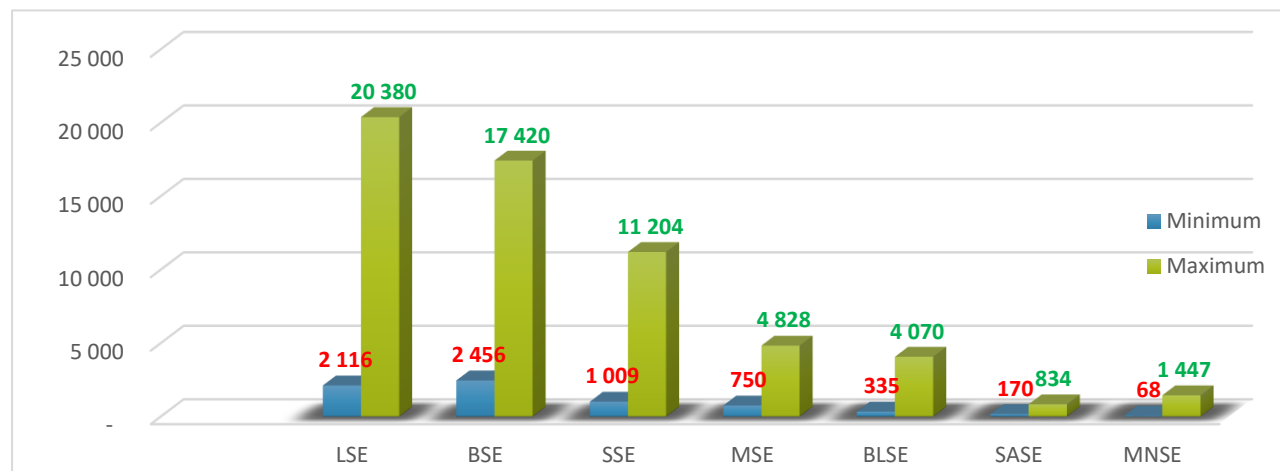
Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Най-големият отчетен брой сделки за Гръцкия пазар е 1 012 463 броя е през 03/2020г., когато международните финансови пазари отчитат за пръв път Covid-19. Най-ниското ниво на осъществени месечни сделки за борсата в Атина е през август 2016г. - 228 259 броя.

Втората борса по брой сделки е Румънската, нейният пик от 133 589 броя е също през 03/2020г., а най-ниският брой е през 04/2019г. Хърватската борса отчита максимума в броя сделки 60 846 броя през 01/2011г., докато най-слабият месец е 07/2018г. с 4 792 броя.

Втората група борси фиг. 32 се води от Словения. Нейният пик от 20 380 броя е през 12/2016г., най-слабият месец е 12/2019г. За борсата в София най-много сделки са осъществени през 03/2014г. – 17 420 броя, докато най-слабият месец е през 04/2016г. Борсата в Сърбия отчита своя пик през 01/2018г. – 11 204 броя, докато най-слабият търговски месец е през 09/2020г. Северна Македония отчита своя връх на брой сделки също през 03/2020г. – 4 828 броя, докато най-слабото представяне е през 01/2015 с 750 броя.

Фигура 32. Отчетени максимални и минимални стойности по брой сделки за България, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, и Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

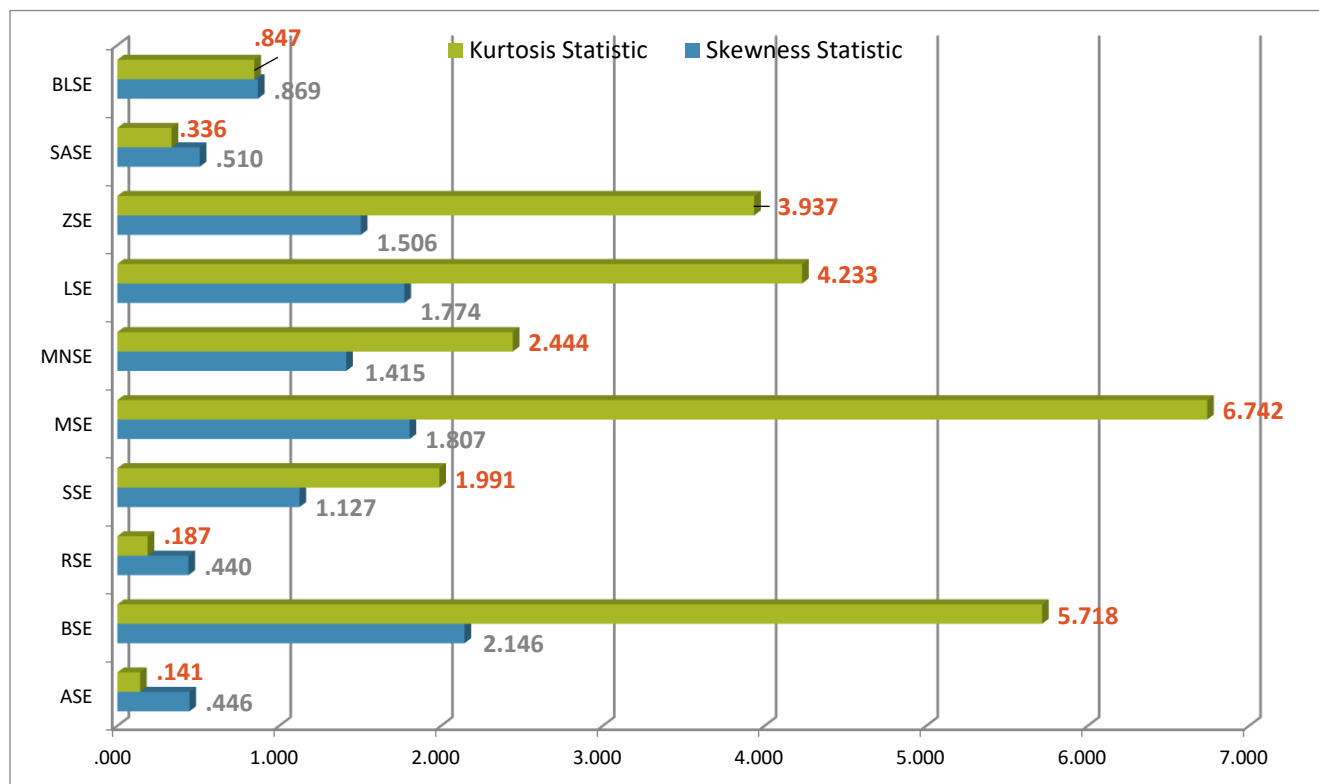
Баня Лука отчита 4 070 бр. сделки през 11/2014г., с което отбелязва най-добрия си месец, докато 335 броя са отчетени през 01/2021г., с което се бележи най-слабият месец за търговски сделки.

Сараевската борса бележи 834 броя сделки през 08/2015г., което е нейният пик, а дъното е отчетено през 07/2020г. със 170 сделки.

Черногорската борса отчита най-силния си търговски месец през 02/2011г., докато най-слабият месец е 04/2020г. със едва 68 сделки.

Разпределението на стойностите на броя сделки на Балканските борси се разглежда чрез асиметрия и ексцес на всяка отделна борса, наблюдават се само положителни стойности, което се потвърждава и от линейното разпределение и се доказва от високите положителни отклонения от средните нива, представени в изследваните данни (фиг. 33). Изчисленията за асиметрия са извършени спрямо формула (15), докато дисперсията е отчетена спрямо формула (14)

Фигура 33. Отчетени стойности при изследване за асиметрия и ексцес за броя сделки на борсите от Гърция България , Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.



Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Най-ниските нива на асиметрия и ексцес са отчетени както при водещите борси на Гърция и Румъния, така и при Босна и Херцеговина. Обяснението за фондовите пазари в Атина и Букурещ е, че те са с традиционно много високи нива на брой сделки и нивата са им постоянни, докато при двете борси на Босна и Херцеговина ниските нива на асиметрия и ексцес се дължат на ниския общ брой сделки и традиционно ниска ликвидност, която отчита слаби отклонения. Останалите борси отбелязват групов насоченост, най-високият резултат е при борсата в Скопие, следвана от Българската борса, като двете имат еквивалентни стойности. Друга група, която се формира, включва Словенската и Хърватската борси, а третата обособена група включва Черна Гора и Сърбия, техните отчетени нива са еквивалентни.

Високите положителни нива на асиметрия и ексцес за повечето борси доказват непостоянството в нивото на извършени борсови сделки. На свой ред това доказва слабата ликвидност на пазарите. При обединение нивата на ликвидност в цялата борса ще се повишат и няма да има високи разлики спрямо средните стойности. Тази промяна ще бъде от полза за инвеститорите, ще позволи повече средства да бъдат вложени заради възможността във всеки един момент да бъдат разменени срещу пари.

4.2. Корелационен анализ между месечните стойности за брой сделки

Изследването за Корелация между отделните борсови оператори спрямо брой сделки е извършено с цел проследяване наличието на взаимовръзки между отделните фондови борси по показателя брой сделки. Изчисленията са извършени спрямо формула (4), резултатът от изследването е представен в табл. 9.

Таблица 9 Корелация спрямо брой сделки за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хърватия, Босна и Херцеговина.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	LSE	ZSE	SASE	BLSE
ASE	1	,194*	,207*	-,456**	,201*	0,012	-0,049	,198*	-,230*	0,11
BSE	,194*	1	,356**	,346*	0,029	,312**	,387**	,389**	0,03	0,124
RSE	,207*	,356**	1	0,15	0,093	,312**	,303**	,399**	,264*	0,055
SSE	-,456**	,346*	0,15	1	-0,056	,673**	,291*	,363*	,585**	,408**
MSE	,201*	0,029	0,093	-0,056	1	0,063	,319**	,180*	-,304**	-0,147
MNSE	0,012	,312**	,312**	,673**	0,063	1	,504**	,668**	,545**	,566**
LSE	-0,049	,387**	,303**	,291*	,319**	,504**	1	,502**	0,22	,196*
ZSE	,198*	,389**	,399**	,363*	,180*	,668**	,502**	1	,235*	,363**
SASE	-,230*	0,03	,264*	,585**	-,304**	,545**	0,22	,235*	1	,418**
BLSE	0,11	0,124	0,055	,408**	-0,147	,566**	,196*	,363**	,418**	1

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Става ясно, че Атинската борса има отрицателна връзка със Сръбската, Словенската и Сараевската борса, а с останалите отчетените корелации са под 0.3, което означава слаба взаимовръзка. За Българската борса се установява от анализа, че липсват взаимовръзки с борси, които да имат слаба или обратна зависимост. Баня Лука, Сараево, Северна Македония и Гърция влияят слабо на Българската борса. Умерено силна връзка се отчита при стойности между 0,3 и 0,7, в този диапазон са отчетени зависимости с Румъния, Сърбия, Черна Гора, Словения и Хърватия, като с Хърватия се отчита най-високата корелационна зависимост от 0,389. Румънската фондова борса не отчита обратна или отрицателна корелация. Атина, Белград, Скопие, Сараево и Баня Лука оказват слабо влияние върху Румънската борса, със стойности под 0,3. Умерено влияние оказват борсите в София и Загреб, като Хърватската е с най-висока възможност за влияние 0,399. Силно влияние не е отчетено. Сръбската борса бележи най-високата обратна връзка за цялото изследване и тя е с борсата в Атина с резултат 0,456. Отрицателна връзка има и с борсата в Северна Македония. Слаба взаимовръзка има с Румънската и Словенската борси. Всички останали борси бележат умерена степен на въздействие, като Черногорската има най-висока отчетена стойност – 0,673. Във високата или силната взаимовръзка няма отчетени

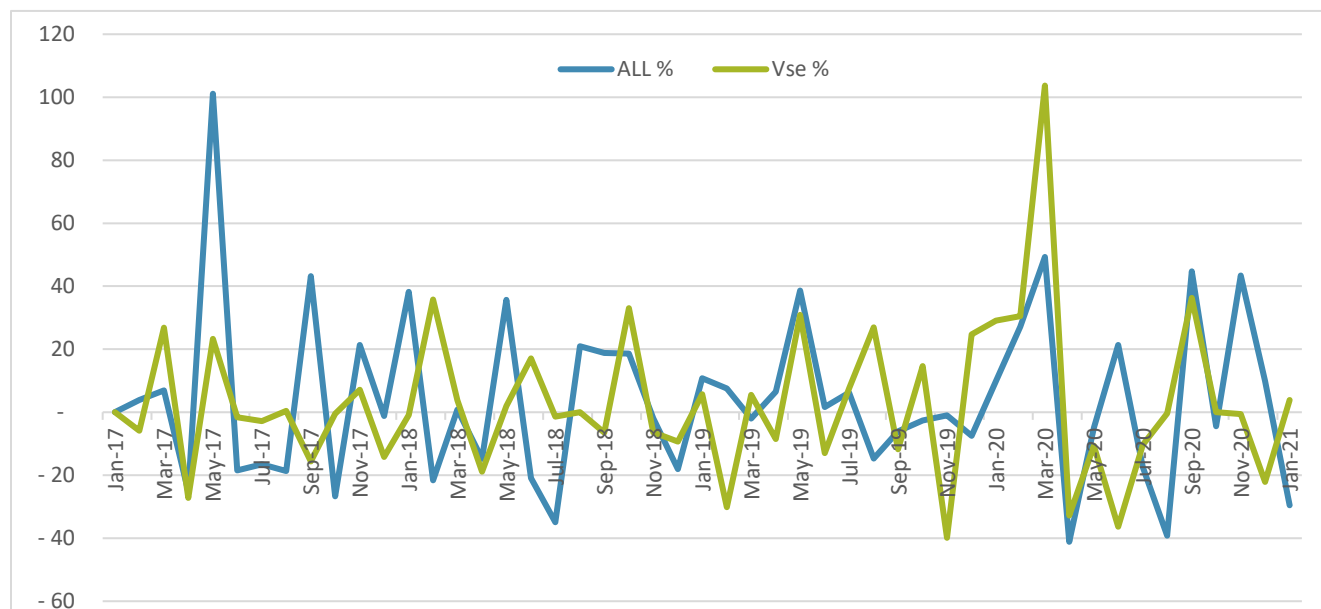
стойности. Северномакедонската борса отчита отрицателен или обратен ефект от Сръбската борса и двете борси на Босна и Херцеговина, като Сараевската борса е с най-нисък резултат – 0,304. В слабо ниво на взаимодействие попадат Атина, София, Букурещ, Подгорица и Загреб, докато единствено Любляна преминава нивото на средна взаимовръзка със стойност от 0,319. Черногорската фондова борса няма отрицателна взаимовръзка и само две слаби връзки – с Атинската и Северномакедонската борса. Всички останали връзки са умерено силни, най-високата е 0,668 с Хърватската борса. От всички изследвани борси по обороти Черногорският пазар отбелязва най-високо ниво на взаимовръзка с останалите пазари. Борсата в Словения има обратна взаимовръзка с Гръцкия пазар – 0,049. Слаба връзка е отчетена с борсите от Босна и Херцеговина, както и Сърбия. Останалите борси имат умерено влияние, най-силно е с борсата в Подгорица с 0,504, липсва отчетена силна взаимовръзка. Хърватската борса не отчита обратна взаимозависимост, а слабата връзка е с Атина, Скопие и Сараево. Всички останали са в границите на умерена взаимовръзка. Най-високо ниво (0,668) се отчита с Черна Гора.

За Сараевската борса има отрицателна насока от Гръцкия и Северномакедонския пазар. Слаба е взаимовръзката с България, Румъния, Словения и Хърватия. Умерена връзка се забелязва с Баня Лука, Черна Гора, а най-висока със Сърбия. Високо ниво на взаимовръзка не е отчетено. На последно място разглеждаме борсата в Баня Лука. Тя има обратна зависимост със Северна Македония. Слабата взаимовръзка се отчита за Атина, София, Букурещ и Любляна. Останалите са с умерена сила, силна взаимовръзка и при Баня Лука не е отчетено.

4.3. Съпоставяне на общия брой сделки с конкурентен пазар

Изследването и съпоставянето с Варшавската борса ще бъде извършено и за броя сделки, периодът на анализ е от 2017 г. до 2021 г. През изследвания период общият брой на сделките, преминали през фондови пазари на Балканския полуостров, е средно 583 198 броя, докато средният брой за сделки на Полската борса са 146 218 872 броя. От съпоставянето се забелязва ясно, че Полската борса регистрира средно 258 пъти повече сделки. За коректно анализиране на данните е използвано съотношението на месечната промяна на всички Балкански борси и Полската борса. На фиг. 34 е предоставена графика за месечното изменение на двата изследвани обекта. От нея се забелязва голямо ниво на дублиране в процентно месечно изменение.

Фигура 34. Месечно изменение на общ брой сделки на Балканските борси в сравнение с брой сделки на Полската фондова борса.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

За получаване на изчерпателен отговор използваме тест за корелация между двете променливи, изчислението е извършено по формула (4). Резултатът е представен в табл. 10. От него се наблюдава умерена корелационна зависимост в рамките на / 0,3 – 0,7 /.

Таблица 10. Корелация на общ брой сделки за Балканските страни и сделки на Полска фондова борса.

	VSE	ALL
VSE	1	,611**
ALL	,611**	1

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Разликата в броя сделки основно бива отдаден на високата ликвидност, която реализира Полската фондова борса за разлика от ниската ликвидност на нейните балкански конкуренти. От Балканските борси единствено Атинската има задоволително ниво на брой сделки, което предполага и по-високо ниво на ликвидност. При осъществяване на единен капиталов пазар с високо ниво на сигурност броят сделки ще бъде мултиплициран поради по-високата осигурена ликвидност и комбинирания инвестиционен ресурс.

4.4. Отношение на борсовите обороти с брой сделки

За да бъде изследвана ликвидността и приблизителната стойност на една сделка ще съпоставим Борсовите обороти с извършените брой сделки от изследваните пазари.

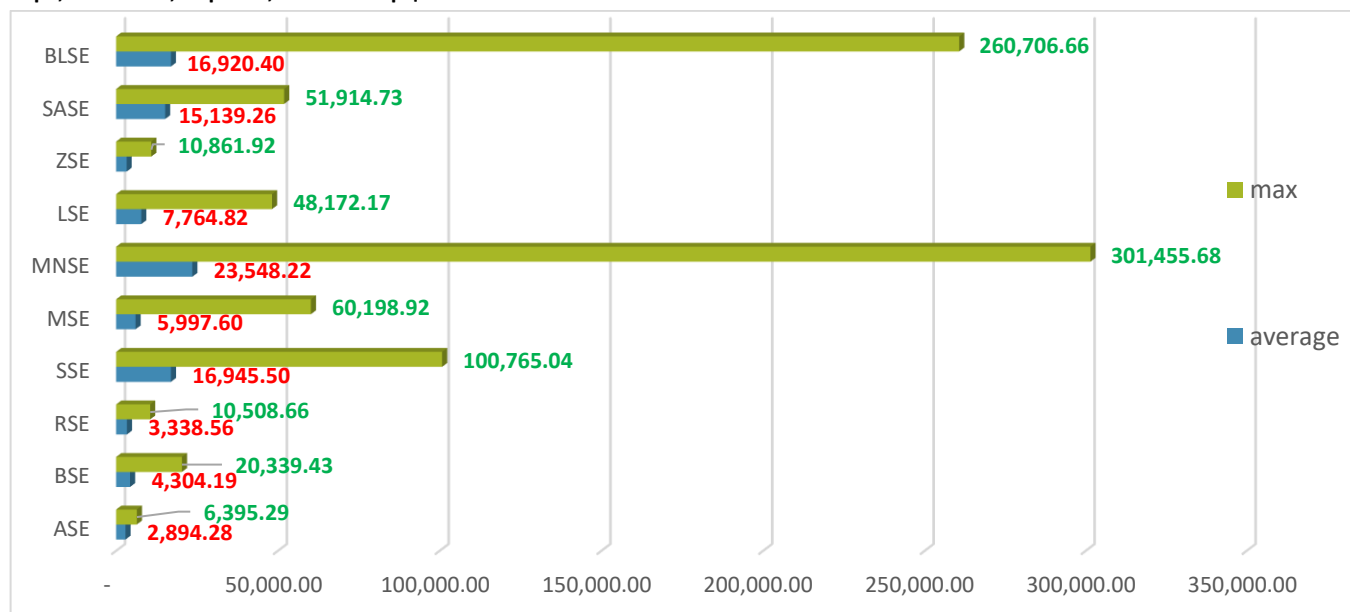
На фиг. 35 са представени средните и максималните стойности от изчислението на общ оборот спрямо брой сделки, формула (19). Този метод за изчисление на брой сделки следва да бъде използван само като ориентир, без да се характеризира с изчерпателност на данните, съответно се приема, че вероятността за отклонение е съществена.

$$PNT^i = \frac{T^i}{NT^i} \quad (19)$$

- * T^i – Месечен оборота за i-та фондова борса
- * NT^i – Месечен брой сделки за i-та фондова борса
- * PNT^i - Стойност на една сделка за i-та фондова борса

От модела се наблюдава обратна зависимост за големината на борсите. Колкото борсовите оператори имат по-ниско ниво на капитализация, съответно брой сделки, толкова по-висока стойност на една сделка е представена от изчисленията.

Фигура 35. Съпоставяне на борсовите обороти с брой сделки за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

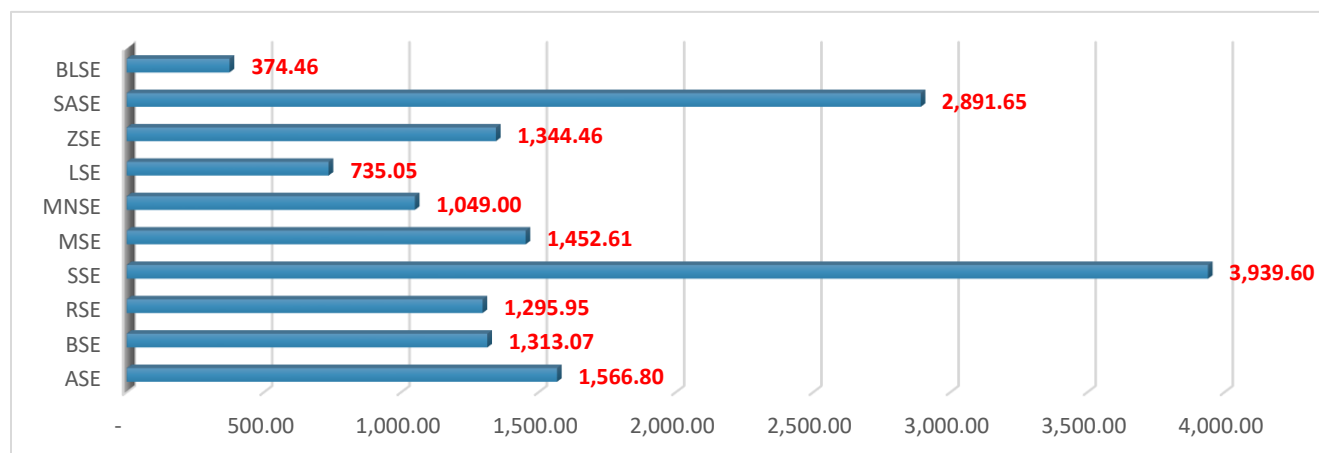
Водещата борса с най-висока цена на извършена сделка е Черна Гора – 23 548 евро, следвана от Скопие и Баня Лука със стойности около 16 900 евро за брой сделка. Сараевската

борса се нарежда на четвърто място. В дъното на класацията са най-големите борси – Атина с 2 894 евро, Букурещ с 3 338 евро и Загреб с 3 242 евро на сделка.

Обратна зависимост се наблюдава и при изчислените минималните стойности, водещите борси са Прищинската, Баня Лука и Белград, а с най-ниска максимална стойност са Румъния, Гърция и Хърватия.

При преглед на минималните стойности, представени във фиг. 36, се забелязва, че Сърбия и Сараево се нареждат на първите места спрямо минимални отчетени стойности за брой сделки - 3 939 евро за Сърбия и 2 891 евро за Сараево. Докато най-ниската отчетена стойност е при Баня Лука – 374 евро на сделка.

Фигура 36. Минимални отчетени стойности за брой сделки спрямо оборот за Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Словения, Хървати, Босна и Херцеговина.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

От съпоставянето на оборот и сделки следва да се заключи, че връзката е права. Колкото по-голяма е борсата, толкова повече сделки има, съответно оборотът се разделя на множество малки сделки, осигуряващи ликвидност. Същевременно малките борси извършват по-малък брой сделки на по-висока цена, което води до влияние върху цената, породено от единични големи по обем сделки¹¹⁷. За инвеститорите това е рисков фактор, който е трудно оценим, влиянието му ще бъде ограничено при внедряване на Единна Балканска фондова борса, чрез която ще са налице повече насрещни страни, придаващи ликвидност.

¹¹⁷ Huang, Li-Ping & Qiu, Tian & Chen, Guang & Zhong, Li-Xin. 2019. "European union effect on financial correlation dynamics", Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, vol. 528;

5. Изследване на индекси

За целите на изследваните борсови оператори включваме в анализите данни за най-ценните местни индекси. Те репрезентират в различно съотношение най-ликвидните и с висока капитализация местни дружества. Индексите представят средно претеглени нива на инвестираните средства. За да се изчисли конкретен местен индекс, борсовият оператор определя 10, 15 или друг брой дружества, които отговарят на предварително заложените от борсите критерии. Примери за критерии са процент на “free-float” спрямо пазарна капитализация, брой извършени сделки за 6 (шест) месеца или ниво на пазарна капитализация и други.

5.1. Преглед на изследваните индекси

Индексите, които ще разгледаме и съпоставим са: ATHEX LargCAP, SOFIX, BET INDEX, BELEX 15, MBI10, MONEX, SBI, CROBEX, BIFX, BIRS, в табл. 11 са представени връзките с държавите.

Таблица 11. Списък на разглежданите индекси.

Гърция		ATHEX Composite Index
България		Sofix
Румъния		BET Index
Сърбия		BELEX15
Северна Македония		MBI10
Черна Гора		MONEX PIF/MNSE10
Словения		SBI
Хърватия		CROBEX©
Босна и Херцеговина	Сараево	BIFX
	Баня Лука	BIRS

Източник: Собствено проучване на база данни от разглежданите фондови борси.

ATHEX Composite Index е индекс, изчисляван от Гърция, стартира изчисление на 26.09.1997г., началната му стойност е 100 пункта. Индексът репрезентира дружества с най-голяма пазарна капитализация, символът на този индекс е FISE. До 03.12.2012г. индексът включва 25 дружества, до 18.12.2018г. се изчислява на база 26 дружества, а след 18.12.2018г. до настоящия момент отново са 25 акционерни дружества. За изследването индексът се откроява с умерена волатилност и пикова стойност между 11.2013г. и 08.2014г. Най-отчетливият и продължителен спад е от 03.2021г., основно запазва ниската си стойност до 10.2020г.

SOFIX е индекс, изчисляван от Българската фондова борса. Дружествата, включени в индекса варират от 5 до 50, като се избират тези с най-висока пазарна капитализация, а стойността на индекса се определя от общата пазарна капитализация към предходния ден. Към настоящия

момент участват 15 дружества. За периода на проучването SOFIX е с постоянна положителна динамика. Промените в цената са плавни и не се наблюдават съществени индивидуални изменения с изключение на 03.2020г., когато е началото на кризата Covid-19.

BET index е представен и изчисляван от Румънската фондова борса, началната дата за индекса е 19.09.1997г. Началната стойност е 1 000 пункта, участниците варират между 10 и 20. Индексът се основава на пазарната капитализация и включва дружествата с най-високо отчетено ниво към конкретен период. Максималното тегло, което може да заеме дадена компания е 20%. Основната линейна структура на индекса за периода е положителна със силно изразена флукутация. Най-силно изразената промяна в индекса е от 01.2019г. до 01.2020г., представляваща постоянно покачване и последвана от силен спад през 03.2020г.

Belex 15 представлява сръбски индекс. Той включва 15 местни компании, класирани спрямо пазарната капитализация и ликвидност. Индексът се изчислява от 2005 г. Базовата му стойност е 1 000 пункта, също и при Belex максималното тегло на дадена компания е 20%. Сръбският индекс е разгледан от 01.2017г., като неговата промяна през периода не може да бъде характеризирана като силна, средната стойност на промяна за целия изследван период е 0 (нула), което характеризира индекса като ниско волатилен. Повишението не успява да покрие инфлационно поскъпване, поради което Belex не се приема за добър инвестиционен продукт. Индексът има съществен спад през 03.2020 г., който е най-високо отчетен процент на промяна.

MBI10 е индекс, изчисляван от Северномакедонската фондова борса. Изчисляването започва на 01.11.2001г., като първоначално индексът е непретеглен и включва петте най-ликвидни емисии на местния пазар. До 01.2005г. моделът на претеглена стойност се запазва, а от 2005г. борсата предприема нов модел за изчисление. Той включва 10 дружества, които биват преразглеждани два пъти годишно. Базовата стойност на индекса е 1 000 пункта. Максималният дял на акциите, участващи в индекса, е 20%. Новият индекс е претеглен с пазарната капитализация на участващите дружества. Средният резултат за целия изследван период е 0,78%. През периода се отчита широко дъно, започващо от 06.2012г. и достигащо до 06.2016г., в което цената на индекса е слабо променлива и запазва еквивалентно ниво. След 06.2016г. се отчита тенденция към увеличение, която се запазва до 03.2020г., когато е отчетена и най-голямата процентна промяна с негативна насоченост. Постепенно от 05.2020г. положителната ценова тенденция се запазва. MBI10 се характеризира със стабилност и предвидимост. Индексът запазва дългосрочни ценови динамика с минимални отклонения, което го определя като стабилен. Изключение прави периодът 03-05/2020г., когато световните пазари отчитат Covid-19 кризата.

MNSE 10 е представителният индекс на борсата в Подгорица. Той започва да се отчита от 03.2015г., като преди него е имало друг представителен индекс – MONEX PIF. От момента на своето изчисляване MNSE 10 включва 10 компании от Черногорската фондова борса, които имат най-висок ликвиден коефициент. Изискване към компаниите е минималното ниво на търгуван процент от пазарната капитализация „free-float“. Началната стойност на индекса е 1 000 пункта, като участващите компании не могат да получават повече от 20% дял в индекса. Компаниите могат да бъдат търгувани както на официалния, така и на свободния сегмент. За периода на анализ линейният метод показва постоянен темп на намаление, а средната динамична стойност на коефициента е - 0,45% за целия период. Месечната динамика на индекса е висока и постоянна, което показва, че индексът не е стабилен, а силно волатилен.

SBITOR е представителният индекс за Словенската борса. Той се изчислява от 03.2006г. Началната стойност е 1 000 пункта. В него са включени от 5 до 15 дружества, които се оценяват спрямо пазарната си капитализация и ликвидност, съответно индексът е претеглен спрямо участващите финансови инструменти. Максималната концентрация на участващо дружество е 30% от индекса. Стойности на индекса има налични за целия период на изследването. Линейният модел показва първоначална тенденция на спад между 01/2010 г. и 08/2018 г., последван от пречупване на кривата и преминаване в позитивен тренд, продължаващ до 10/2019г. До края на разглеждания период се наблюдава много висока волатилност. Първоначално се забелязва силно покачване и в последствие силен спад, повлиян от Covid-19. До края на изследването индексът отбелязва след кризисно възстановяване и достига предкризисните пикове в стойността си.

CROBEX е индекс, изчисляван от Хърватската фондова борса. Неговото отчитане започва през 09/1997г. с начална стойност 1 000 пункта. Той представлява претеглен индекс с максимално тегло на една компания от 10%. Индексът представя акциите с най-висока ликвидност и капитализация от Хърватската борса. Участващите дружества са 25 бр.

Линейното разпределение на Хърватския индекс за изследвания период не постига средна промяна в цената си за период от 11 години Crobex постига средно 0.00% изменение на цената си. През периода той отчита три пика: първият е най-продължителен: от 01/2011г. до 07/2011г.; вторият е кратък: от 12/2016г. до 03/2017г. Те са последвани от две дългосрочни дъна, през които цената получава волатилен ефект, но той е слаб и бързо се връща в отправна позиция. При третия пик, започващ през 09/2019г. и достигащ до 01/2020г. се отчита осезаем спад, достигайки най-голямата процентна разлика в цената от 20% през 03/2020г. Важен ефект се забелязва в едномесечното изпреварване в спада на цената спрямо останалите разглеждани индекси. През

02/2020г. Crobex губи 8% от стойността си. Този изпреварващ ефект би означавал отчитане на бъдеща тенденция спрямо съседните регионални и световни пазари. Това би означавало предварително отчитане на ситуацията чрез намаляване на финансовите постъпления в местните компании или на свой ред може да се твърди, че движещите икономически процеси в Хърватските фирми са отчели бъдещите негативни ефекти. До края на изследвания период индексът в Хърватия е възстановил предкризисните си нива.

Борсите в Сараево и Баня Лука са разгледани заедно. Борсата в Сараево изчислява индекс BIFX. В него са включени 11 дружества. Той отразява дружествата с най-висока капитализация. Базовата му стойност е 1 000 пункта, а началната дата, от която се изчислява е 04/2003г. Борсата в Баня Лука изчислява индекс BIRS от 05/2004г. Участващите компании варират от 5 до 30 и се подбират спрямо своята пазарна капитализация. Максималната концентрация на дадена компания е 25%. Индексът е претеглен и базовата му стойност е 1 000 пункта. Информацията за индекса на Баня Лука е от началото на изследвания период, докато борсата в Сараево поддържа исторически данни за индекса от 11/2014г.

Линейното представяне на двете борси не може да се характеризира като еквивалентно. При Сараевската борса се отчита средно месечна стойност на промяна от (-0,54%). Кривата за период след 11/2014г. е намаляваща, като дъното е отчетено през 01/2019г.

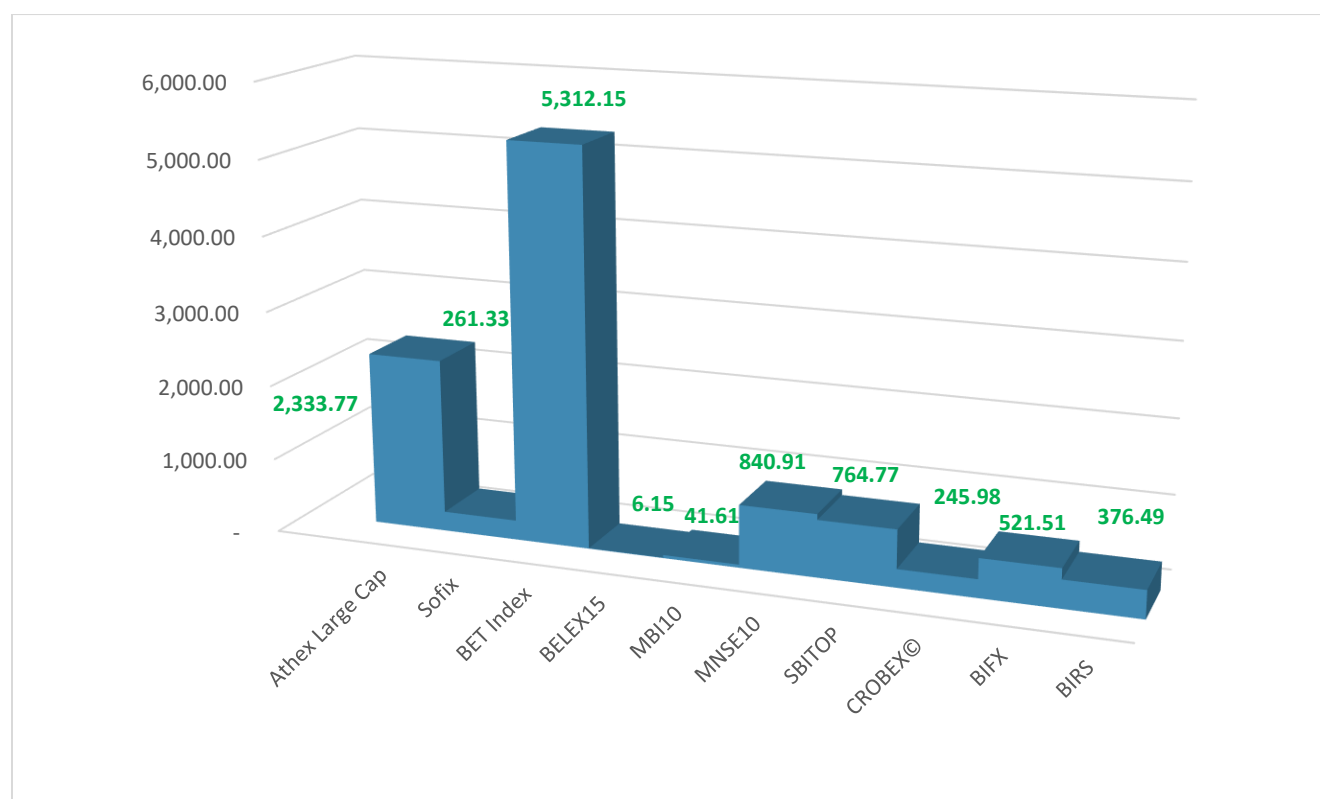
От 01/2019г. до края на разглеждания период се забелязва увеличение, отчетено средно с 1,09 % спрямо спад от (-1,35%) до 01/2019г. Положителната тенденция представлява 80% от отчетеното негативно движение и не позволява на индекса да достигне до нива от 2014г.

При Баня Лука линейното отчитане също е отрицателно. За целия период индексът отчита среден спад от (-0,28%) за разлика от Сараевската борса, където се наблюдават по-високи нива на волатилност, основно в периода до началото на 2013 г., когато се наблюдават два силно отчетливи спада и един пик, който е и най-високата отчетна стойност 2 572.19 евро. До края на периода индексът спада с изключение на отчетените през 04/2020 г. Наблюдава се обратна зависимост спрямо останалите разгледани индекси, като от началото на 2020 г. индексът се повлиява, достигайки връх в моментната си крива през април 2020 г. Графиката за 2020 г. е обратно пропорционална за останалите индекси от гледна точка на диверсификацията. Вероятно инвеститорите са отчели индекса на Баня Лука като подценен през периода и са осъществили подкрепа за него в момент, в който инвеститорските очаквания за сигурни индекси като гръцкия, бяха отрицателни. Подкрепата към Баня Лука намалява след възстановяване на доверието към останалите пазари.

5.2. Изследване на честотно разпределение за изследваните индекси.

За да бъде оценено отклонението, посоката и силата от нормалното разпределение се изследва честотно разпределение по средни величини за всеки отделен индекс. На фиг. 37 е представено средното ниво на изчисляваните индекси. От графиката се наблюдава, че индексът с най-висока средна цена е румънският (BET), втори по стойност е Athex Large Cap, следван от черногорският MNSE 10 и словенският SBITOP. Петото място се заема от сараевския индекс BIFX, следван от BIRS на борсата на Баня Лука. Crobex и Sofix имат близки нива около 250 евро средно месечна стойност на индексите си. В края на класацията са Северномакедония MBI10 и на последно място сръбският Belex с 6 евро средно месечно ниво.

Фигура 37. Средно месечни стойности за изследваните индекси.

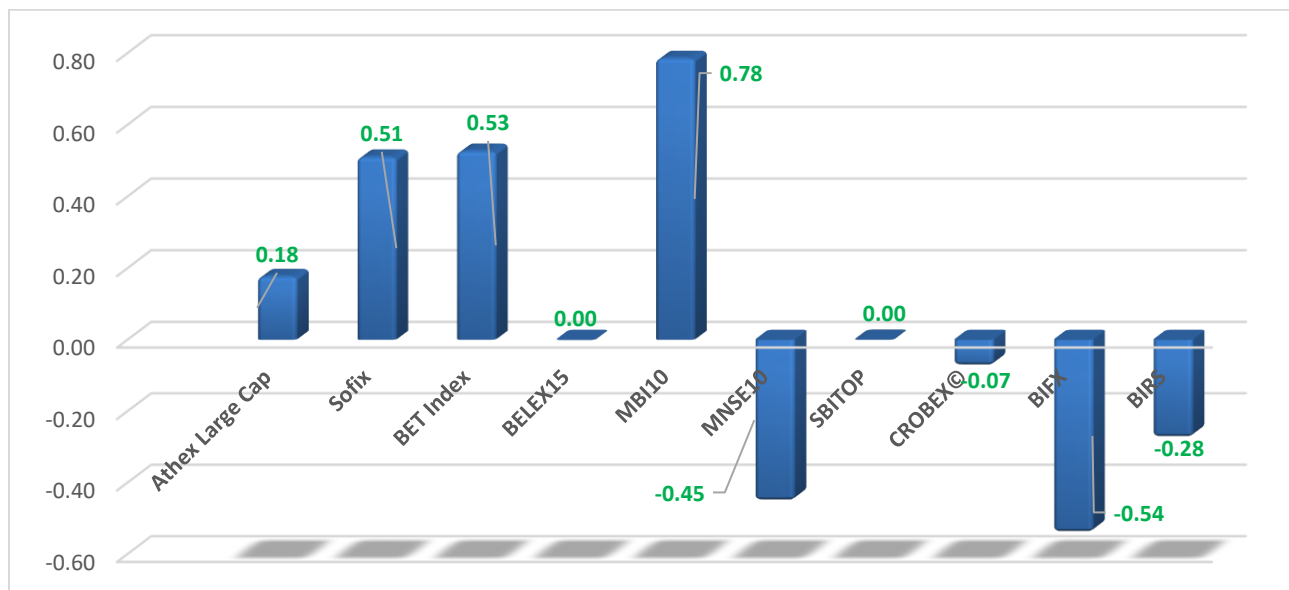


Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

След съпоставянето в абсолютна стойност е извършено изчисление на средните нивата на промяна за всеки отделен индекс. Съответно на фиг. 38 е представено нивото на средния процент на промяна за целия разглеждан период по индекси. Средните стойности на промяна са в диапазона от 0,78% до (-0,54%). За целия период средната стойност на покачване е най-висока за северномакедонския пазар 0,78%. Втори и трети са индексите, представени от Румънската и Българската борси – съответно 0,53% и 0,51% увеличение. Четвъртият по процентна промяна е гръцкият с 0,18%. Има два индекса, които не отчитат средно покачване – това са словенският и

сръбският индекс. Хърватският индекс е с отрицателна стойност на средна промяна ($-0,07\%$), той е следван от BIRS, изчисляван от Баня Лука със стойност от ($-0,28\%$) и черногорският MNSE10 с отрицателна промяна от ($-0,45\%$). В дъното на разпределението е сараевският коефициент с ($-0,54\%$).

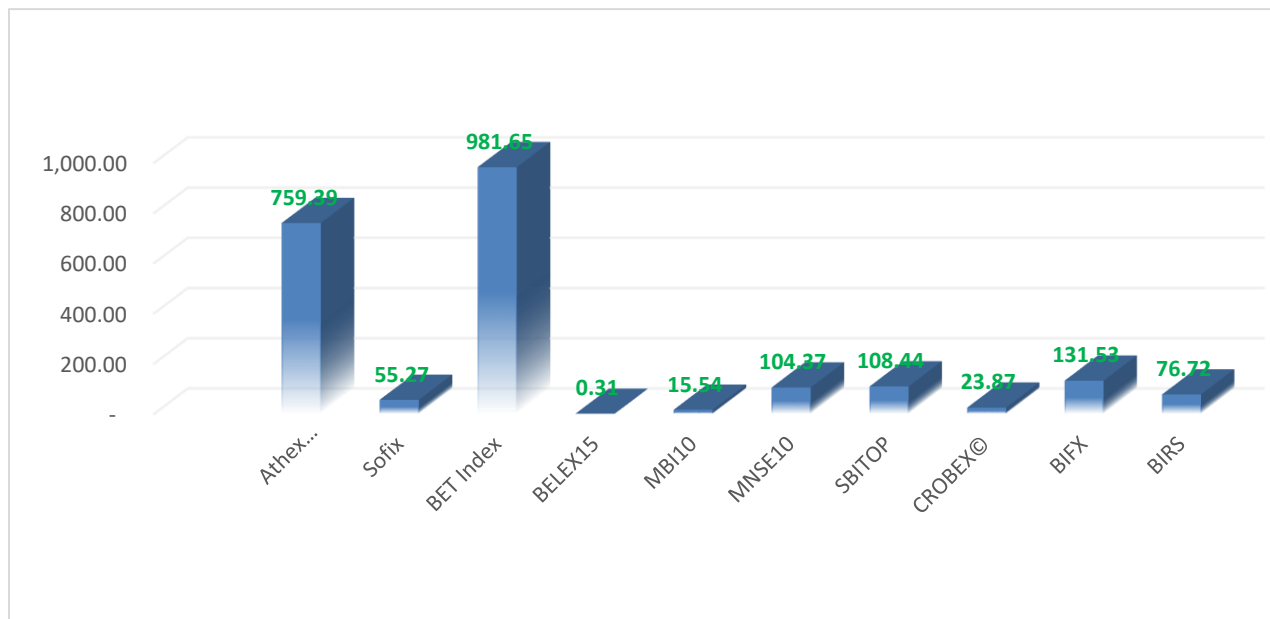
Фигура 38. Средно месечни стойности в относително изражение за изследваните индекси.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

Графичното разпределение по стандартно отклонение е представено на фиг. 39, изследването се използва, за да се разгледа волатилността на индексите.

Фигура 39. Разпределение по стандартно отклонение в абсолютно отношение за изследваните индекси.

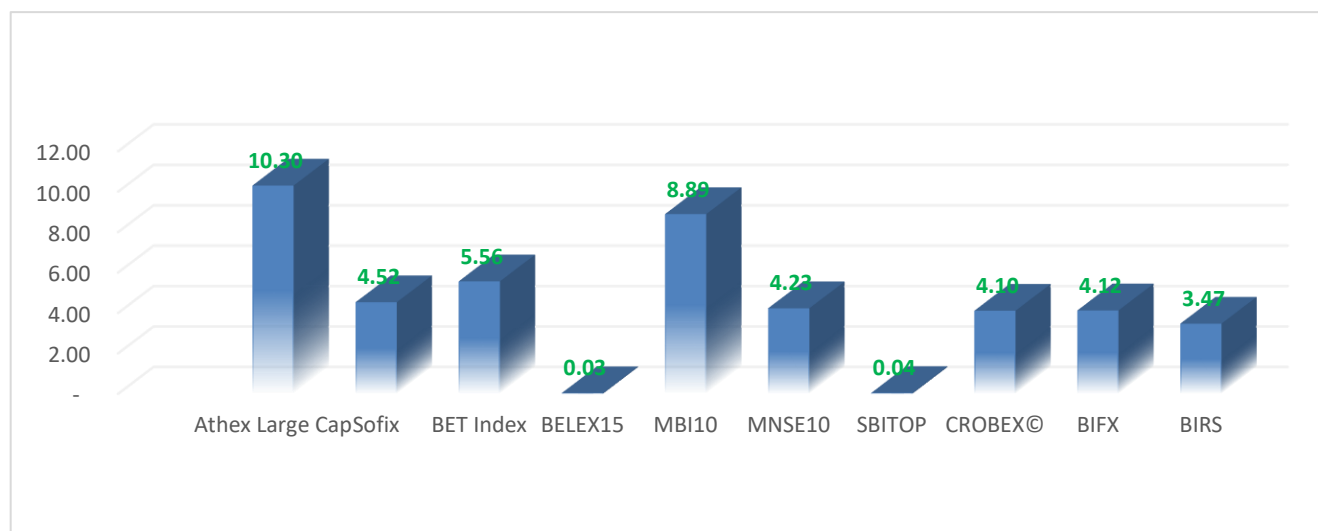


Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

Наблюдава се, че индексът с най-високо стандартно отклонение в абсолютна стойност BET INDEX заема трето място спрямо относителния дял на стандартното отклонение. В разпределението по стандартно отклонение Сараевската борса заема трета позиция. Тя е следвана от SBITOP и MNSE10, които разменят местата си спрямо изчисляването на средна стойност. Подредбата до края се запазва спрямо същата пропорция, представена при средната аритметична. Водещите борси Румъния и Гърция имат и най-високо стандартно отклонение, вероятно дължащо се на големината и чувствителността на разкриваната информация. Останалите индекси отчитат правопрпорционална зависимост. По-малката ликвидност е обвързана с по-ниска динамика в цените.

С цел изключване на ценовите нива като фактор, определящ динамиката на стандартното отклонение, ще използваме метод за изчисление в относително изражение. Той позволява да се характеризира стандартното отклонение по-точно, резултатите са представени във фиг. 40. За разлика от абсолютната стойност, относителното разпределение придобива различна подредба. Борсата с най-високо стандартно отклонение в относително изражение е Атинската, а с най-ниско е сръбският пазар. Atex Large Cap отчита стандартно отклонение от 10%, втора се нарежда Северна Македония с 8,89%. На трето място е румънският индекс BET с 5,56%, следван от българския Sofix 4,52% и черногорския MNSE10 с 4,23%. Загребският и словенският индекс отбелязват 4,10% и 4,12% отклонения, а индексът на Баня Лука е 3,47%. Най-ниско стандартно отклонение на процентна промяна е отчетен за Словения 0,04% и Сърбия 0,03%.

Фигура 40. Разпределение по стандартно отклонение в проценти за изследваните индекси



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

В табл. 12 е представен тест за нормалност на разпределението, който показва нивото на месечна стабилност в отчетените стойности и до каква степен цената се отклонява от средната за разглеждания период.

Таблица 12. Тест за нормалност на разпределението за средните цени на изследваните индекси

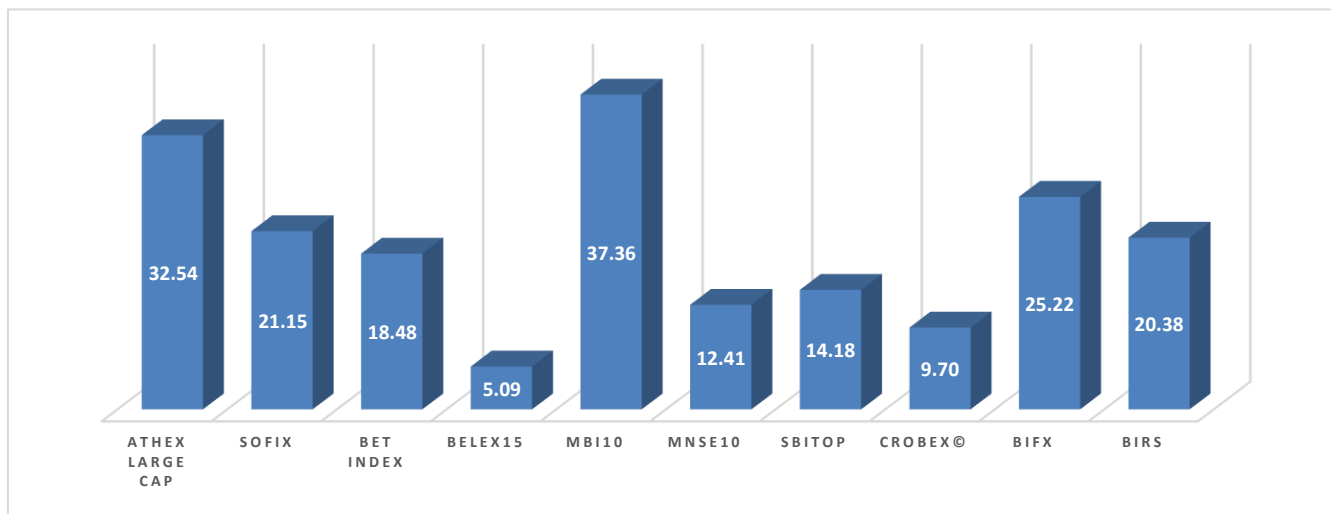
	Null Hypothesis	Test	Sig.	Decision
1	The distribution of Athex Large Cap is normal with mean 2 333,770 and standard deviation 759,39.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Reject the null hypothesis.
2	The distribution of Sofix is normal with mean 261,330 and standard deviation 55,27.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Retain the null hypothesis.
3	The distribution of BET Index is normal with mean 5 312,146 and standard deviation 981,65.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Retain the null hypothesis.
4	The distribution of BELEX15 is normal with mean 6,155 and standard deviation 0,31.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Retain the null hypothesis.
5	The distribution of MBI10 is normal with mean 41,606 and standard deviation 15,54.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Reject the null hypothesis.
6	The distribution of MNSE10 is normal with mean 840,912 and standard deviation 104,37.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Retain the null hypothesis.
7	The distribution of SBITOP is normal with mean 764,767 and standard deviation 108,44.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Reject the null hypothesis.
8	The distribution of CROBEX® is normal with mean 245,980 and standard deviation 23,87.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Reject the null hypothesis.
9	The distribution of BIFX is normal with mean 521,508 and standard deviation 131,53.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Reject the null hypothesis.
10	The distribution of BIRS is normal with mean 376,491 and standard deviation 76,72.	One-Sample Kolmogorov-Smirnov Test	,200 ⁻²	Reject the null hypothesis.

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите индекси.

При отчитане на относително стандартно отклонение се забелязва приближаване на динамичните нива до средните за групата. Забелязва се също и че най-развитият пазар отчита и най-високо ниво на волатилност.

Изследването на дисперсията се използва, за да се категоризира силата на вариране спрямо средно аритметичната стойност, използвана е формула (14). Резултатите от изследването на дисперсията са представени във фиг. 41.

Фигура 41. Дисперсията на средните цени за изследваните индекси



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

Най-високото ниво на отчетена дисперсия е за индекса в Северна Македония с ниво от 37,36, следван от гръцкият индекс с 32,54; съответно сараевският с 25,22; българският с 21,15; Баня Лука с 20,38; румънският с 18,48; Словения, Черна Гора и Хърватия се определят като самостоятелна група с нива съответно 14,18; 12,41 и 9,70. Най-ниското отчетено ниво на дисперсия е за Сърбия. Тя се нарежда на последно място от всички индекси в извършените изследвания, но този резултат може да бъде променен като се допълнят данни в еквивалентно ниво с останалите борси. Изключвайки тази възможност на база изчислените показатели за волатилност, Сръбският индекс е както най-евтин, така и най-стабилен.

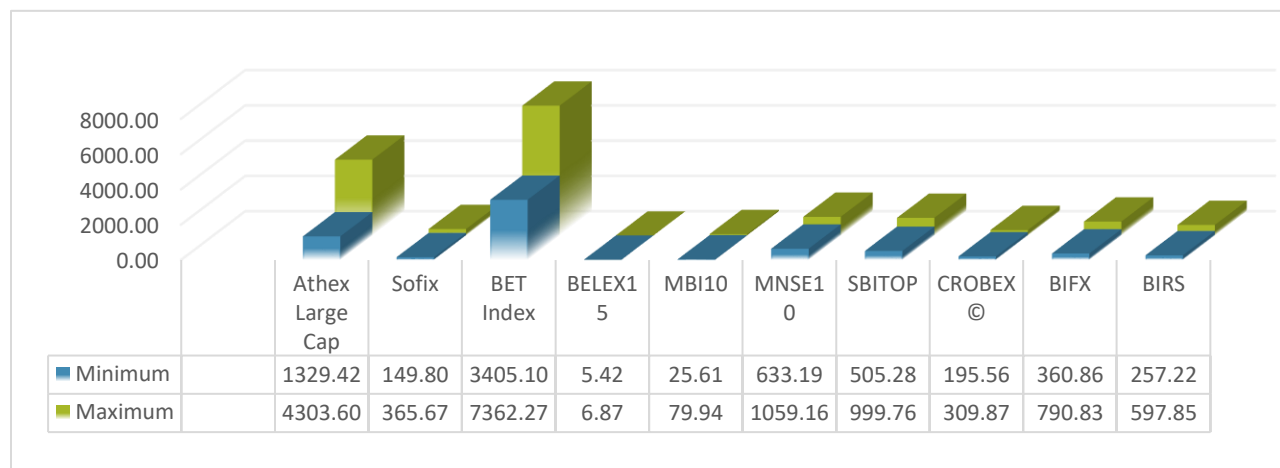
В обратната ситуация е северномакедонският индекс, който също е с ниска средна стойност, но отчита голямо ниво на дисперсия. Индивидуалната стойност на стандартно отклонение не се отчита поради ниската стойност на индекса. Гръцкият индекс, който е втори по големина сред разглежданите, се нарежда първи по относителна промяна и втори по дисперсия. Това го характеризира като най-високо волатилен без да се има в предвид абсолютната му стойност. Словенският индекс е четвърти по средна стойност, предпоследен по процентна промяна, и е сред първенците по ниско ниво на дисперсия. За разлика от сръбския, словенският пазар е с дълъг срок на представените данни и достоверността на извода е висока. Словенският индекс следва да се характеризира като най-стабилен и с положителен дългосрочен тренд.

Румънският индекс BET е с най-високото ниво на средна стойност, като закономерно и нивото на структурното отклонение е най-високо, а стандартното отклонение на относителното ниво е трето, което се приема за висока степен на промяна в цената. Също логично предвид горните резултати и дисперсията е сред високо отчетените нива. Заключение е, че BET въпреки че е най-скъпият индекс, е сред най-рисковите, достигайки 0,5% средно покачване на цената през целия период.

Останалите индекси имат средни отчетени стойности и спрямо конкретния изследван метод заемат различна позиция, но запазват средни нива без отклонения от средните нива.

Разпределението на максималната и минималната стойност за индексите на отделните борси е представено във фиг. 42. Румънският индекс отчита максимална стойност през последния месец от изследването, докато най-ниската си стойност той достига през ноември 2011 г.

Фигура 42. Разпределението на максималната и минималната стойност за индексите на отделните борси.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

Гръцкият индекс отчита своето дъно през 10/2020 г., докато пиковата му стойност 4303,6 пункта е през 03/2014 г.

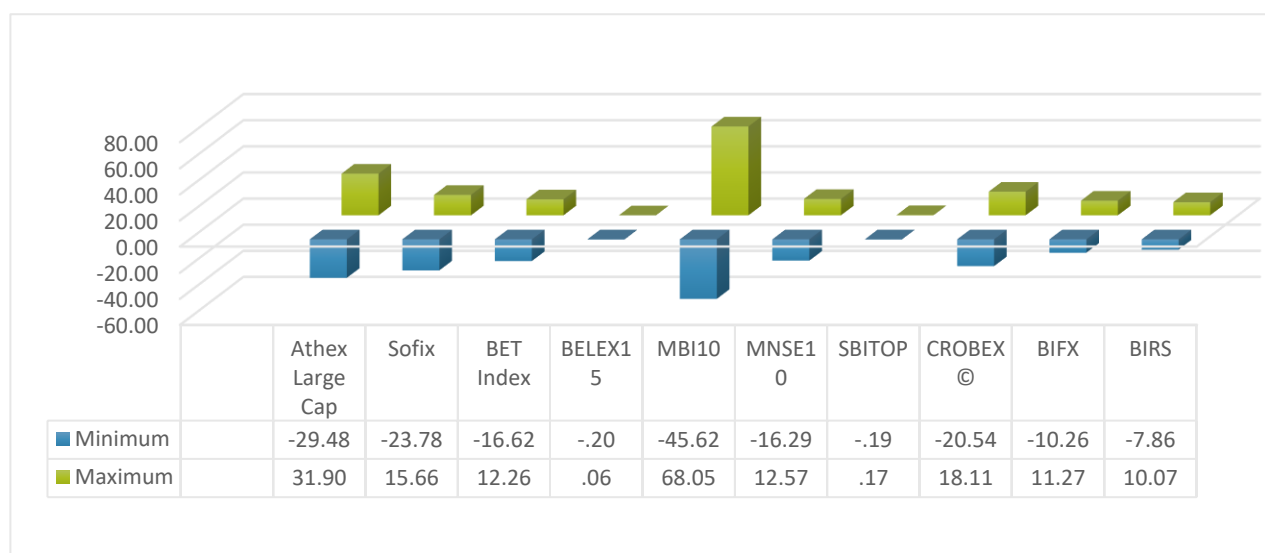
Черногорският индекс реализира най-слабият си месец през 11/2013 г., докато върхът в стойността му е през 01/2020 г.

Словенският пазарен индекс отразява своето дъно през 08/2012 г. със стойност от 505,28 евро, а върхната му точка е през 01/2010 г. Стойността на сараевският индекс отбелязва върхната си стойност през 02/2015 г., а дъното на индекса е отбелязано през 02/2019 г. Баня Лука реализира пика си през 04/2012 г., а ниската отчетна стойност е през 05/2019 г. Българският индекс реализира най-добрия си месец през 07/2017 г., докато най-лошият месец е през 06/2012 г. Хърватският коефициент през 03/2011 г. е отчетел върховата си стойност, а дъното е отчетено през

03/2020 г. Северномакедонският индекс е достигнал върха си през 01/2020 г., а дъното си през 11/2013 г. Сръбският индекс постига най-високото си ниво през 01/2020г., а най-слабото – едва два месеца по-късно през 03/2020 г.

На фиг. 43 се представят максималните и минималните стойности спрямо относителната промяна за отделните индекси. Класацията е водена от северномакедонския индекс, който има най-високи отчетени проценти на промяна, минимумът е отчетен през 06/2010 г. (- 45,62%), а максимумът достига 68,05% през 05/2010 г. Вторият най-висок процент на промяна е за атинския индекс – 31,9% през 11/2020 г., а най-големият относителен спад е през 05/2012 г. със стойност от (-29,48%).

Фигура 43. Максималните и минималните стойности спрямо относителната промяна за отделните индекси.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

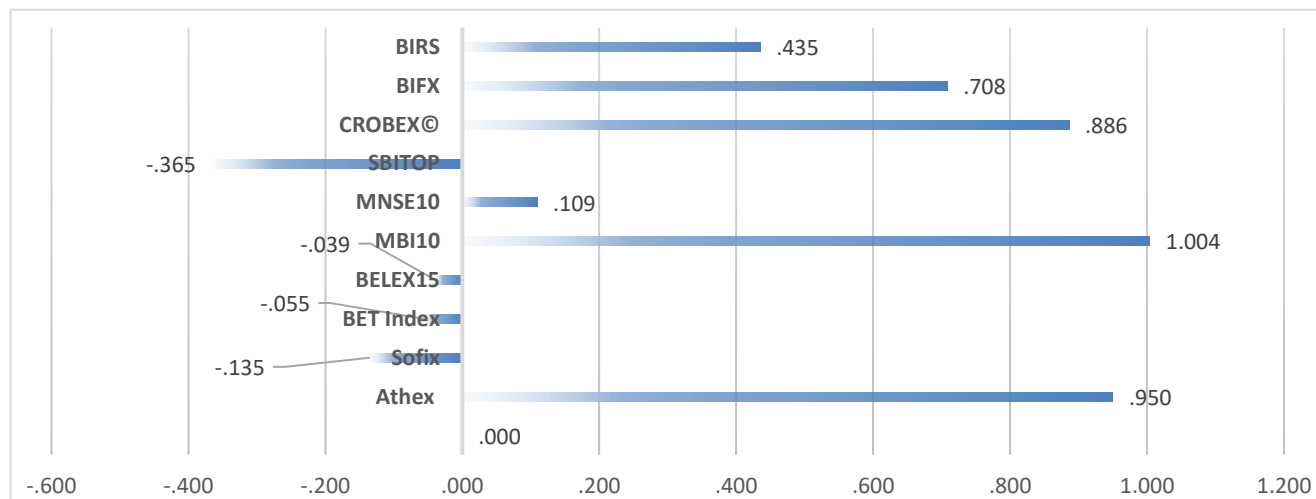
Хърватският индекс е трети по ниво на максималната положителна промяна през 12/2020 и отчетен съществен спад от (-20,54%) през 03/2020 г. Българският индекс се нарежда на четвърто място с 15,66% максимално покачване през 01/2013г. и реализиран относителен спад с (-23,78%) през 03.2020г.

Черногорският и румънският индекс отчитат положителни покачвания максимум съответно 12,57% през 12/2020г. и 12,26% през 03/2010 г., минималните им стойности са съответно (-16,29%) и (-16,62%) и двете през 03/2020 г. Пиковите стойности за борсите в Босна и Херцеговина също са близки. Сараевският индекс бележи максимума си от 11,27% през 09/2019г., а Баня Лука през 03/2012 г. Минимумът за индекса в Сараево е отчетен през 12/2017г., а в Баня Лука през 05/2020 г.

Най-ниските отчетени отклонения са за борсите с най-висока волатилност, тази характеристика се приема за положителен атестат за стабилността на местните индекси. Словенският и сръбският индекс отчитат максимална промяна съответно 0,17% през 09/2012г. и 0,06% през 03/2019г. Минималните отчетени стойности (-0,19%) за Словенската борса са през 03/2020г. и (-0,20%) през 03/2020г.

На фиг. 44 е представено разпределение на отчетените нива за асиметрия. В таблицата се представя посоката на асиметрия спрямо средната изчислена стойност за всички индекси, участващи в изследването, методът за изчисление е (15).

Фигура 44. Разпределението на стойности на асиметрия за изследваните индекси.



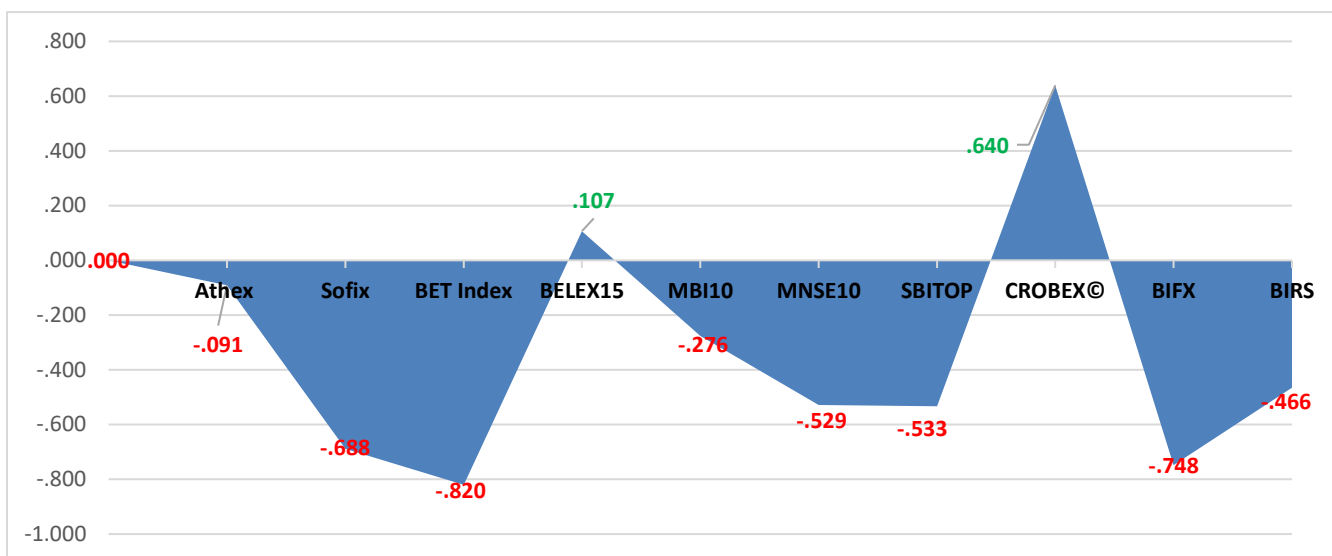
Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

Отрицателни стойности на асиметрия са отчетени за словенския, българския, румънския и сръбския индекс. Най-силната поднормена асиметрия се отчита за словенския пазар, докато сръбската асиметрия, макар отрицателна, е най-близката до средната изчислена за периода. Дясно изтеглена асиметрия се отчита при всички останали индекси. Най-силно изразена асиметрия се наблюдава при Северна Македония – 1,004, най-слабо изразена е при Черногорския индекс.

От изследването става ясно, че промяната в цените на индексите от България, Румъния, Словения и Сърбия често се наблюдава посока на намаление, докато промяната в цените на останалите индекси е в посока на увеличение.

Връхната източеност е представена във фиг. 45, формулата за изчисление е (16).

Фигура 45. Ексцес за изследваните индекси.



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите индекси.

Преобладаващата част от индексите отчитат отрицателно ниво на ексцес, изключение правят хърватският и словенският индекс. Нивото на ексцес за CROBEX е най-високо, достигайки 0,64, далеч по-ниско е отчетен ексцесът за BELEX15. Останалите индекси с отрицателно ниво на ексцес са в широк диапазон от -0,091 до -0,820. Най-близо до нормалното разпределение е Atex Large Cap, следван от MBI10 с -0,276, минавайки през MNSE10 и SBITOP със стойности около -0,53. Най-силната отчетена отрицателна асиметрия е за BET индекс.

За да се анализират взаимоотношенията между отделните борси, се извършва корелационен анализ между месечните стойности на индексите. За целта се използва формула (4) и специализиран софтуер, резултатите са представени в табл. 13.

Таблица 13. Корелационен анализ между месечните цени за изследваните индекси

	Athex Large Cap	Sofix	BET Index	BELEX15	MBI10	MNSE10	SBITOP	CROBEX©	BIFX	BIRS
Athex Large Cap	1	-0,126	-0,426	0,565	-0,504	0,185	-0,341	0,035	,237*	0,508
Sofix	-0,126	1	0,671	0,313	0,26	-0,046	0,693	0,472	-0,581	-0,774
BET Index	-0,426	0,671	1	0,534	0,618	-0,531	0,662	-0,046	-0,51	-0,853
BELEX15	0,565	0,313	0,534	1	0,251	0,114	0,632	0,458	-0,46	-0,458
MBI10	-0,504	0,26	0,618	0,251	1	-0,829	0,652	0,083	-0,683	-0,539
MNSE10	0,185	-0,046	-0,531	0,114	-0,829	1	-0,646	0,158	0,679	0,533
SBITOP	-0,341	0,693	0,662	0,632	0,652	-0,646	1	0,339	-0,617	-0,545
CROBEX©	0,035	0,472	-0,046	0,458	0,083	0,158	0,339	1	-0,371	0,153
BIFX	0,237	-0,581	-0,51	-0,46	-0,683	0,679	-,617**	-0,371	1	0,862
BIRS	0,508	-0,774	-0,853	-0,458	-0,539	0,533	-0,545	0,153	0,862	1

Източник: Собствено изчисление чрез софтуер SPSS на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

За атинския индекс е отчетено, че BELEX15 и BIRS имат умерено силна взаимовръзка в динамиката на цените, а MNSE10, CROBEX и BIFX имат слаба взаимовръзка с отчетени нива под 0,3.

SOFIX отчита четири индекса, към които няма връзка, два са изчислени в Босна и Херцеговина, а другите два са на Черна Гора и Гърция. Само за един индекс борсата има слаба връзка и тя е със северномакедонския индекс. Останалите разглеждани индекси представят умерено силна взаимовръзка, а дори румънският и словенският индекси се доближават до границата за силна взаимовръзка от 0,7.

Румънският индекс BET не съобщава за силна взаимовръзка, отчетените нива на умерена еквивалентна взаимовръзка са със SOFIX, MBI, BELEX и SBITOR, като и четирите са с високо отчетени стойности. Останалите пет индекса са реализирали отрицателна стойност. Сръбският индекс отчита взаимовръзка с умерено силно ниво с ATEX, BET, SBITOR и CROBEX, а слаба взаимовръзка с MBI и MNSE10. Останалите индекси не се тълкуват.

Северно Македонският индекс отчита съответстващи показатели със слаба връзка с BELEX, CROBEX и SOFIX. Умерената отчетена връзка е със словенския и румънския индекс. Черногорският индекс MNSE10 отбелязва три слаби взаимовръзки с ATEX, BELEX и CROBEX, докато умерената взаимозависимост е с BIFX и BIRS. Останалите индекси реализират отрицателна взаимовръзка.

Словенският индекс отчита умерено взаимодействие с четири индекса с еквивалентни стойности около 0,6 и само една с 0,3 единици. Няма индекси, които да влияят слабо, а останалите са с отрицателен отчетен резултат. Хърватският индекс е отчетел най-ниските нива на взаимозависимост от всички участващи, като има два индекса с отрицателен показател и три със слабо взаимодействие, останалите са с умерена сила, отчитайки нива, близки до долната граница /0,3/.

Босненските индекси са единствените, които имат много силна взаимовръзка помежду си и еквивалентни нива с останалите индекси. Освен помежду си, те имат умерена връзка с черногорския индекс. От гледна точка, че двата индекса са от една държава, е възможно да се заключи, че причините се дължат на политически и икономически взаимоотношения, а не на отделните индекси (Босна и Херцеговина като една страна, въпреки силното вътрешно разделение между двете федерации). Освен с Черна Гора, двата индекса отчитат положителни нива на взаимовръзка и с ATEX, а останалите стойности са негативни.

От разнообразните използвани методи за сравнение се наблюдават различни тенденции на зависимост, което на свой ред се категоризира като непостоянни взаимовръзки. Релацията между индексите подкрепя Р.Ferreira, че те са далеч от дългосрочното ниво на зависимост.¹¹⁸ Това е обяснимо поради разликите в икономическите нива на отделните държави. При осъществяване на Единна Балканска фондова борса разликите в тенденциите ще бъдат изгладени.

6. Изследване на търговските сегменти

В търговските активи на отделните фондови борси се включват различни фондови инструменти, търгувани на различните пазарни сегменти. Акциите, в масовия случай, се търгуват поне на два отделни сегмента, включващи официален и неофициален (алтернативен пазар). На официален пазарен сегмент се търгуват финансови инструменти на компании, отговарящи на по-високи критерии като оборот, “free-float”, капитализация, годишен финансов резултат. Изискванията към емитентите на официалните пазари са по-високи от тези на алтернативните, съответно качеството на инвестициите е по-високо, респективно и търговските цени на финансовите инструменти са по-високи.

Изследваните до момента данни бяха обобщени, като не се взема предвид качеството и сегмента, на който се търгуват финансовите инструменти. Разгледани са в дълбочина сегментите на отделните фондови борси, за да се актуализират и търгуват в тях финансови инструменти. Важно е дали на отделните пазарни сегменти се търгуват и различни финансови инструменти или има отделни сегменти като сегмент облигации или сегмент дружества със специална инвестиционна цел. Възможността за съпоставимост между сегментите на отделните борси е обект на настоящата точка.

Атинската борса поддържа шест отделни вида сегменти, два от които целят търговия на акции. Основният пазар, на който се търгуват средни и големи предприятия, отговаря на всички местни и европейски разпоредби за борсова дейност. Вторият сегмент е алтернативен или „Multilateral Trading Facility“ (MTF) – многостранна система за търговия, чрез която се осъществява търговия на финансови инструменти на малки, средни предприятия и новосформирани с потенциал за развитие в капиталовите пазари. Изискванията към този сегмент са по-ниски, като единствената отговорност на борсовият оператор е за допускане на дружествата

¹¹⁸ Ferreira, Paulo. (2018). “Long-range dependencies of Eastern European stock markets: A dynamic detrended analysis”, *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 505, pages 454–470;

до търговия. Третият сегмент е ETF (Exchange Traded Funds), сегмент за търговия на фондове. На него се допускат единствено специално създадени фондове за колективно инвестиране. Тяхната роля е да трансферират средства на инвеститори към инвестиционни проекти и дружества, спрямо рисковата структура на фонда¹¹⁹. Фондовете могат да бъдат от отворен и затворен тип. Разликата в характеристиките на фондовете е в начина на добавяне, съответно изключване на нови инвеститори. При модела на затворен фонд са емитирани фиксиран брой финансови инструменти (дялове), които са допуснати до търговия и за да получи даден инвеститор дялове от конкретен фонд, той трябва да ги придобие от друг инвеститор. При отворения тип фондове дяловете не са фиксиран брой. При решение на инвеститора да купи дялове, фондът издава нови дялове, съответно дружеството акумулира нови средства за инвестиране, а при решение на инвеститор да продаде дяловете си, фондът купува обратно емитираните си дялове и намалява инвестираните средства, като ги изплаща на инвеститора.

Сегментът за облигации включва в себе си възможност за търговия с държавни и корпоративни облигационни емисии. В сегмента за облигации няма разделение спрямо качеството на компанията.

Сегмент SFP позволява листване и търговия на структурирани финансови продукти като опции, фючърси, форуърди, договори за разлика и други видове финансови инструменти, изградени върху базисни финансови активи. Този сегмент е основният фактор за нивото на търговските обеми на атинския пазар.

Българският пазарен оператор поддържа два пазарни сегмента – основен и алтернативен. В първия официален пазар са налични три сегмента за акции: премиум сегмент, в който се включват дружества, отговарящи на най-високите изисквания на борсата; сегмент Standard, на него се търгуват също акции, но с ниски ликвидни финансови показатели. Третата група акции е за дружества със специална инвестиционна цел, този сегмент се различава само по предмета на дейност на емитента. Специализираните дружества са два вида - инвестиращи в недвижими имоти или инвестиращи във вземания. Нормативните различия между сегмента „Standard“ и сегмент „Специализирани дружества“ няма. Българската борса поддържа също отделен сегмент за облигации. В сегмента за борсово търгувани продукти се търгуват ETF фондове. Също допълнителен сегмент, който не оказва съществено значение за оборотите на българският пазар, е сегмент права. В него се включват специфични инструменти, даващи право за записване на инвестиции при увеличение в капитала на даден емитент. Правата дават възможност на

¹¹⁹ Iglesias, Emma. 2015. "Value at Risk and expected shortfall of firms in the main European Union stock market indexes: A detailed analysis by economic sectors and geographical situation, Economic Modelling, vol. 50, issue C, pages 1-8;

притежателя им да запише нови акции, стойността на правата не е обвързана със стойността на акцията. Правата се продават от емитента, в случай, когато действащите акционери не участват в увеличението на капитала, тяхната възможност за записване на нови акции се прехвърля към друг инвеститор.

Специфичен сегмент е този за компенсаторни инструменти. На него са допуснати за търговия компенсаторни записи, които граждани са получили в обезщетение от държавата по различни причини. Този сегмент също придава ниско ниво на търговския обем и не представлява финансов инструмент по смисъла на фондовата търговия.

Българската фондова борса поддържа и алтернативен сегмент, както е описан при гръцкия пазар, но при българския е разделен на сегмент акции и сегмент дружества със специална инвестиционна цел. В алтернативния сегмент са включени дружества, които са с влошени показатели или не спазващи конкретни законодателни разпоредби, като редовно публикуване на финансовите си отчети.

От 2020 г. в България е създаден и сегмент специално за развиващи се компании, към тях се прилагат облекчени нормативни изисквания с цел подготвянето им за израстване и преминаване към горен сегмент, който ще им осигури допълнително външно финансиране.

Румънският фондов пазар е с три основни пазара: „Официален“, „Алтернативен - (BaSE)“ и за „Малки или стартиращи предприятия – (MTS)“. На основния пазар има пет сегмента; акции, облигации, права, взаимни фондове и сегмент, еквивалентен на компенсаторни инструменти. Във всеки от сегментите се търгуват конкретни ценни книжа. Румънската фондова борса поддържа и алтернативен сегмент „AeRo“. На него могат да се търгуват акции, облигации и взаимни фондове, единствено емисии акции се листват на сегмента за развиващи дружества (MTS).

Сръбският капиталов пазар дава възможност за търговия само на акции и облигации. Пазарът е организиран в две разновидности: „Регулиран“ и „Многостранна система за търговия“. Регулираният пазар има три основни сегмента: Сегмент „Стандарт“ позволява търговия с акции, облигации и „малки предприятия“. На тези три сегмента емитентите отговарят на по-високи изисквания спрямо отворения пазар. На отворения пазар има възможност както за търговия с акции, така и с облигации; Вторият вид пазар е използван от новосформирани дружества, които планират развитие.

Фондовата борса на Северна Македония поддържа два основни пазара. В първия „Официален пазар“ се допускат акции, облигации и трети отделен сегмент „други финансови инструменти“, в който се включват права за увеличаване на капитала. Сегментът за акции се

разделя на три под сегмента: „Super Listing“, „Exchange Listing“ и „Mandatory Listing“. Вторият сегмент – облигации – има само един възможен подсегмент.

Първите два подсегмента са за емитенти със самостоятелно желание за публичност. Третият подсегмент е за дружества, които са задължени от местен закон да бъдат публични. Това са предприятия, участвали в приватизационни процеси и чиито акционери надвишават 5 000. Вторият вид пазар е Free Market – той е алтернативният пазар на Северномакедонската борса, на него се допускат емитенти, отговарящи на по-ниски изисквания за печалба, разкриване на информация и други.

Черногорската фондова борса също поддържа два отделни пазара. Официалният пазар включва „Prime market“, „Standard market“ и „Free market“.

В „Prime market“ се търгуват само акционерни емисии. Облигационните емисии се търгуват на сегмента „Standard market“ и „Free market“. На свободния пазарен сегмент се търгуват също и облигации. Вторият пазар е MTP – многостранна система за търговия, в който се допускат емитенти с по-ниски изисквания към тях или емитенти от официалния сегмент, които вече не отговарят на изискванията към горните сегменти. Черногорската платформа дава възможност за търговия и на развиващите се дружества чрез „MTP Grow“, в която се допускат само акции.

Словенската фондова борса също има два пазара, „Основен“ и „Алтернативен“. Основният пазар се разделя на три сегмента, всеки от които има подсегменти. Акциите се търгуват на основния пазар и имат два подсегмента – „Prime“ и „Standard“. Вторият сегмент дава възможност за търговия с облигации, също в два подсегмента. Третият сегмент е за структурни пазарни продукти и включва фондове за колективно инвестиране от отворен и затворен тип, права и др.

Алтернативният пазар или MTF на Словенската борса е специфично разделен отново на три сегмента. Първият Advance се използва за новосформирани компании. „Basic“ може да се определи като рекламен сегмент, на който борсата допуска участници само по своя инициатива и преценка. Най-високият сегмент на MTF пазара е Progress, в него се допускат дружества, които показват потенциал за допускане до основния пазар.

Хърватската фондова борса има два основни пазара. Първият е с три сегмента, като на два от тях („Prime“ и „Official“) се допускат само акции съгласно индивидуални изисквания. В третия сегмент Regular се допускат акции, облигации, фондове за колективно инвестиране и др. базови финансови инструменти.

Алтернативният пазар на Хърватската фондова борса е в колаборация със словенския пазар, използват структурата и търговската система на словенския алтернативен пазар.

Характерно е, че Сараевската фондова борса осъществява търговския си процес посредством два сегмента: „Official“ и „Free market“. На официалния пазар в отделни сегменти се търгуват акции, облигации, фондове за колективни инвестиции, има и сегмент за други ценни книжа. На официалния пазар имат достъп само емитентите, отговарящи на най-високите изисквания на борсата. По-ниските изисквания са имплементирани в свободния пазар, като в отделни сегменти са разделени акции, отговарящи на специални изисквания. В първият ST1 са най-ликвидните, с най-висок „free-float“. ST2 представлява сегмент, на който се листват ново допуснати елементи. В ST3 служебно от борсата се прехвърлят емисии, които не отговарят на борсовите изисквания.

Борсата в Баня Лука има два пазара – основен и свободен. На основния са създадени три сегмента за акции, като последният е входен за всички елементи на акции. Има два отделни сегмента за фондове, единият е от отворен тип фондове, другия е за фондове от затворен тип. Съществува отделен сегмент за облигации, отделен за ценни книжа, издадени от Европейски емитенти и последният е за други базисни финансови инструменти.

Свободният пазар има сегмент за акции, общ сегмент за фондове от отворен и затворен тип, сегмент облигации, сегмент за емитенти със забавени отчети и сегмент за емитенти в процедури по ликвидация.

Наличието на многото разнообразни сегменти позволяват на емитентите да бъдат по-видими за инвеститорите. Когато в даден сегмент има 10 - 15 дружества, лесно се забелязани тези с най-добри показатели, докато ако в даден сегмент има 50 – 100 дружества, първите 10 – 20 дружества получават основния инвеститорски интерес, а останалите емитенти остават по-слабо забелязани от непрофесионални инвеститори, които не наблюдават постоянно пазарния сегмент.

6.1. Разпределение на акциите в общия оборот

За характеризиране на основните финансови инструменти, които участват търговския оборот на фондовите пазарите, е извършен анализ на относителните тегла на финансовите инструменти за всяка от разглежданите фондови борси.

На фондовия пазар в Атина средно за целия изследван период акциите са доминантен финансов актив, те получават 97,85 % от общият пазарен дял (табл. 14). Облигациите отчитат

средно ниво от 0,40 %, а сборът на останалите използвани финансови инструменти като „Права“, „Опции“ и други е 1,75 %.

Таблица 14. Процентното съотношение за финансовите инструменти на Гръцкият фондов пазар

Видове финансови инструменти			
	Облигации Общо	Акции Общо	Други финансови инструменти Общо
Средно относително тегло %	0,40	97,85	1,75

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Наблюдава се, че между април 2013 г. и януари 2015 г. е реализиран спад в оборота на акции. През същия търговски период общият месечен оборот има положителен прираст, от което следва да се заключи, че спадът на интерес към акции се дължи изцяло в пренасочване на търговския потенциал към други финансови инструменти.

Акциите като доминантен финансов инструмент са разгледани и с оглед тяхното разпределение по сегменти. Резултатът от изследването, представен в табл. 15 показва, че „Main market“ е основният пазарен сегмент, реализиращ средно 99,19% от оборота, останалите три сегмента „Low Dispersion“, „Under Supervision“ и „Under Deletion“ реализират средно за периода резултати, които се характеризират с взаимна балансираност, съответно 0,63 %, 0,11 % и 0,07 %.

Таблица 15. Процентното съотношение за сегментите на Гръцкия фондов пазар.

Разпределение на акциите по пазарни сегменти				
	Main Market	Low Dispersion	Under Supervision	Under Deletion
Средно относително тегло %	99,19	0,63	0,11	0,07

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Разпределението по сегменти за борсата в България е представено в табл. 16. От него се наблюдава, че броят сделки е абсолютно преобладаващ на регулирания пазар, като 97,75% от сделките са осъществени на него. Основно на Българския фондов пазар се търгуват акции, като основния сегмент, чиито елементи са приоритет за инвеститорите е сегмент „Standard“, следван от „Premium“ и сегмент „Специализирани дружества“. Интересен факт е сегментът за първично предлагане, който има възможност за търговия с облигации.

Таблица 16. Процентното съотношение за сегментите на Българския фондов пазар.

		Акции Premium	Акции Standard	Сегмент за ДСИЦ	Облигации	Компенсаторни инструменти	Борсово търговани продукти	Права	Първично публично предлагане	Държавни ценни	Общо търговия на регулиран	Търговия извън регулиран пазар
СРЕДНИ НИВА	Брой сделки спрямо общо търговия на регулиран пазар	31,36	48,13	12,94	0,63	4,74	0,86	0,56	0,77	0,01		
	Брой сделки спрямо общо сделки	30,86	45,98	12,82	0,62	5,72	0,64	0,34	0,77	0	97,75	2,25
	Оборот спрямо общо търговия на регулиран пазар	17,21	49,69	11,75	15,28	3,11	0,4	0,17	0,77	1,62		
	оборот спрямо общо оборот на всички пазари	9,21	23,51	5,62	8,46	1,75	0,12	0,05	0,1	0,08	48,9	51,1

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

С отчитането на брой търговски сделки извън регулирания пазар отношението между сегментите се запазва. На извънборсовия пазар се сключват средно 83,56 броя сделки с акции, което представлява 2,25% средно месечно ниво на сделките.

При преглед на съотношението по оборот към регулирания пазар се наблюдават размествания на разпределението. Акции остават инструмент с най-голям обем. Изследването на оборота като отношение на официалния спрямо алтернативния пазар констатира, че 51,1% от оборота е извършен с финансови инструменти на алтернативен пазар, като нивото на сделките е едва 2,25%. Това означава, че стойността на една сделка на алтернативния пазар е с много висока цена. Негативната констатация е, че извън регулирания пазар се извършват сделки с инструменти, оценени ниско от фондовата борса. Високите търговски обеми на този пазар водят до хипотезата, че повече сделки се извършват с некачествени финансови инструменти, което е обратно на рационалния пазарен принцип на борсовата търговия. Връзката между брой сделки и оборот, извършен на алтернативния пазар, буди размишления за наличие на противопазарни зависимости.

Таблица 17. Средна аритметична стойност на относителните нива на сегментите от борсата в Букурещ.

Valori mobiliare / Securities	Equities of companies listed on the BSE	Equities of traded, but not-listed companies (Free market)	Bonds	Rights	Fund Units	Structured Products	Futures	IPO
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	81,00	0,24	0,14	0,12	0,46	16,45	0,71	0,82
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	82,29	0,03	5,34	0,12	0,09	3,67	0,38	7,91

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

В табл. 17 е представена средната аритметична на относителните стойности от сегментите на борсите в Букурещ за общ брой сделки и общ оборот. Над 80% от сделките и оборота са за акции, търгувани на регулирания пазар.

Вторият сегмент спрямо брой сделки е „Структурирани продукти”, на тях се дължат 16% от сделките, докато при общия оборот този сегмент заема трето място с 3,67%. Трето място по отношение на оборот е за оборота на облигациите – 5,34%, докато осъщественият брой сделки е 0,14%. За разлика от Българската борса, тук пазарният принцип е спазен. Пазарната цена на една облигация е обикновено около нейният номинал. Номиналът на облигациите най-често е 1 000 единици местна валута. Тази цена представлява съществена разлика с масовите цени на акции. Логично малкият брой сделки с облигации води закономерно до високо ниво на оборота в сегмента. Облигациите са предпочитан финансов инструмент поради сигурната доходност, която те имат¹²⁰.

Първичното предлагане на финансови инструменти като брой сделки представляват малък дял, но отчетеният оборот за сегмента е втори по големина. Тази характеристика показва високо ниво на ефективност на Букурещкия фондовия пазар като място за привличане на средства. Средно на месец 7,9% от оборота на борсата са инвестирани чрез IPO. В абсолютно изражение инвестираните чрез IPO средства са 4439,8 милиона или 18,7% от общия оборот, което представлява 33 милиона евро месечно, инвестирани в IPO.

Търговските обороти и брой сделки на свободния пазар са с много ниски относителни тегла. Наблюдението се обясни с това, че емитентите не изпълняват стриктно задълженията си към акционерите и закона. Този процес е теоретично обоснован и практически верен, като гарантира позитивното развитие на фондовата борса.

¹²⁰ Perego, Erica & Vermeulen, Wessel. 2016. “Macro-economic determinants of European stock and government bond correlations: A tale of two regions”, Journal of Empirical Finance, vol. 37, pages 214-232;

Сръбският фондов пазар публикува търговски данни само за част от сегментите, които поддържа. Вероятно сегментите, за които липсват данни, не функционират.

Таблица 18. Процентно съотношение за сегментите на Сръбския пазар.

	MTP Shares	Open Market Shares	Prime Listing Bonds	Prime Listing Shares	Standard Listing Shares
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	11,21	10,27	0,75	73,43	4,34
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	2,72	3,91	82,90	4,43	6,04

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Впечатление прави огромната разлика в съотношението на среден брой сделки и среден оборот. Процентното отношение се представя в табл. 18. Средно 0,75% от всички сделки на борсата реализират 82,90% оборот. Разликата в отчетените стойности има и при акциите от „Prime“ сегмент, който осъществява 73,43 % от средния брой сделки, равняващ се на едва 4,43% от средния оборот. Най-балансиран е сегментът Standard, при който 4,34% от сделките отговарят на 6,04% от оборота. Обратната зависимост в “Prime” сегмента е породена от характеристиката за цена на облигациите. Тя дава преимущество в абсолютно изражение поради стойност на сделка, близка до номинала. При облигациите традиционно има висока номинална стойност, докато при акциите масовата цена е в пъти по-ниска.

Таблица 19. Процентно съотношение за сегментите на Северномакедонския пазар.

	Regular Market	Official Market	Public Offering	Public Auctions
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	6,09	92,33	0,04	0,22
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	5,43	64,06	2,17	2,91

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

На табл. 19 е представено разпределението на оборота и брой сделки по сегментите, подържани от Северномакедонската борса. Най-съществена е наситеността със сделки и оборот на „Official market“. Същият пазарен сегмент приема и най-много търговски емисии, което предполага най-висок оборот. „Official market“ реализира 64,06% от оборота и 92,33% от сделките, докато Regular market реализира 5,43% от оборота и 6,09% от сделките. Останалите два сегмента отчитат високи нива на оборот, но ниски нива за брой сделки, което е атестат за висок търговски обем на брой сделка за финансовите инструменти, които се търгуват. Обратна е зависимостта при „Official market“, където доминиращата роля на сделките надвишава с около 30% отчетения среден оборот. Това показва нисък обем на извършените сделки.

В табл. 20 е представено разпределението на финансовите инструменти на Северномакедонската борса. Акциите и облигациите заемат 69% от общия оборот на Северномакедонската борса, като 54% са от оборота с акции и 16% е оборотът на облигации. Останалата част от оборота се разпределя между “права” и „взаимни фондове“.

Таблица 20. Процентно съотношение по финансови инструменти на Северномакедонския пазар.

	Shares Turnover (EUR)	Bonds Turnover (EUR)	all Turnover (EUR)
СРЕДНА СТОЙНОСТ	53,81	15,62	69,42

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

В табл. 21 са представени данните за Черногорската фондова борса, тя реализира 39,63% от броя сделки и 28,76% от оборота на официален пазар, докато цели 57,37% от броя сделки се реализират на свободния пазар, което представлява 68,21% оборот на този пазарен сегмент. До февруари 2019 г. двата пазара са изчерпателни за търговията на борсата. След февруари 2019 г. техният дял намалява до 86%, останалите 13% се дължат на многостранната система за търговия. Съотношението между брой сделки и оборот е балансирано при Черногорската борса.

Таблица 21. Процентно съотношение за сегментите на Черногорския пазар.

	Official market	Free market	Total	Total след 02.2019
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	39,63	57,37	97,00	85,94067
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	28,76	68,21	96,97	86,68128

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Резултатът на Словенската фондова борса е представен в табл. 22. На нея са представени относителните тегла на акции и облигации към общо брой сделки и общия оборот. Представени са също относителните тегла на пазарните сегменти спрямо общо изчислените стойности. Акциите на Словенската борса представляват 40% от броя сделки спрямо общия брой сделки на Словенската фондова борса или 23,11% от оборота. На свободния пазар се реализират 27,77% акциите на компании, което представлява 22,82 % от оборота. Облигациите на свободния пазар са 6,24% от общия брой сделки или 18,4% от оборота. Дяловете на останалите фондове представляват 12,2% от сделките или 9,14% от оборота. Сделките на многостранната система за търговия представляват 5,59% от сделките или 7,37% от оборота.

Таблица 22. Процентно съотношение за сегментите на Словенския пазар .

	Common shares	Companie`s common share	Bonds	IF`s common shares	Subsegment of free mark.
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	40,02	27,77	6,24	12,20	5,59
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	23,11	22,82	18,40	9,14	7,37

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

В табл. 23 се представят теглата на финансовите инструменти. Акциите представляват 88,55% от броя сделки, докато облигациите са едва 1,93%. Останалите 9% сделки са разпръснати към различни видове финансови инструменти, предлагани на Словенския пазар. Разпределението по оборот се запазва в полза на акциите, които получават 85,44% срещу 9,39% за облигациите. Тук също се наблюдава ефектът с покачване на процентното съотношение за оборота спрямо броя сделки.

Пазарните сегменти основно са „Prime market“, „Standard market“ и „Entry market“, представени са в табл. 23. Най-предпочитаният сегмент „Prime market“ осигурява 54,14% от сделките, а останалите два сегмента са почти балансирани спрямо броя сделки: съответно „Standard market“ осигурява 7,47%, а „Entry market“ 6,76%. Забелязва се спад в относителното тегло на „Standard market“, когато се разглежда оборота, той спада с около 50% спрямо броя сделки. Обратната тенденция се забелязва при Prime market, където пропорцията се обръща в полза на оборота. В „Standard market“ двата показателя заемат еквивалентни относителни тегла около 7,5%.

Таблица 23. Процентно съотношение за финансови инструменти на Словенския пазар.

	Shares	Bonds	Prime Market	Standard Market	Entry Market
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	88,55	1,93	54,14	7,47	6,76
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	85,44	9,39	69,90	7,53	3,76

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Данните за Хърватската фондова борса представят основните сегменти и основните финансови инструменти, резултатите са визуализирани в табл. 24. При борсата в Загреб се наблюдава балансирано ниво между „Official market“ и „Regulars markets“ и слаба търговия на „Prime market“.

Най-слабо представеният пазар е „Prime market“, той осигурява 12,76% от сделките и 17,61% от оборота на борсата. Интересен е балансът, който има между „Official market“ и „Regulars markets“, те получават съответно 44,74% и 42,28% от броя сделки. Балансирано е нивото между сегментите и при оборота с нива от 34,42% и 31,54%.

Таблица 24. Процентно съотношение за сегментите на Хърватския пазар.

	Prime Market	Official Market	Regular Market	Bonds	Stocks
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	12,76	44,74	42,28	0,22	99,78
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	17,61	34,42	31,54	67,42	8,88

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Също така теглата на акции и облигации са кръстосани, докато при брой сделки се наблюдава преимущество на акциите, то облигациите получават преимущество при отчитане на оборота. Акциите представляват 99% от сделките срещу 0,22% от сделките с облигации. Обратен е резултатът, разглеждащ нивото на оборот, което е в полза на облигациите с 67,42% към 8,88% за акциите.

Сараевската фондова борса представя тегловото си разпределение между двата основни пазара в табл. 25. Свободният пазарен сегмент е основният генериращ търговия на борсата. Той генерира 57,64% от броя сделки и 64,53% от оборота. Официалният пазар генерира половината спрямо свободния. Неговите показатели са 33,15% от броя сделки и 26,62% от оборота, преминал през борсата.

Таблица 25. Процентно съотношение за сегментите на Сараевския пазар.

	Prime (Official) Market	Free Market
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	33,15	57,64
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	26,26	64,53

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

В табл. 26 е представено и вътрешното разпределение на двата пазара. Инвестиционните фондове са най-популярният продукт от „Prime market“, като генерират 13,2% от сделките и 9,5% от оборота. Друг силен сегмент са облигациите, придаващи 12,2% от сделките и 11,3% от оборота. Акциите на компании представляват 7,7% от сделките и 5,4% от оборота.

Таблица 26. Разпределение на финансови инструменти за Баня Лука

	Shares	F Funds	Bonds	T-bills
БРОЙ СДЕЛКИ /СРЕДНО/	24,87	4,09	44,95	26,09
ОБОРОТ ЕВРО /СРЕДНО/	28,42	32,51	38,79	0,28

Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Баня Лука публикува данни само за видове финансови инструменти, без нива на отделните пазари. В табл. 26 се представят теглата, които получават отделните финансови инструменти. Най-предпочитаните са облигациите – те представляват 44,95% от общия оборот и 38,79% от всички сделки. Акциите заемат втора позиция с 24,87% от оборота и 28,42% от сделките. Интересно е, че държавните ценни книжа придават 26,09% от оборота и едва 0,28% от броя

сделки. Взаимните фондове придават търговски потенциал в обратната зависимост 4,09% от оборота към 32,51% от сделките.

Разпределението категорично определя акциите като основен финансов инструмент за фондовите пазари на Балканите, а облигациите се нареждат на втора позиция. Наблюдава се основно балансирана връзка между оборот и брой сделки. Не се наблюдават съществени отклонения от средните показатели за всички борси, което е позитив при обединение поради липса на сили, изкривяващи ефективността на основните борсови процеси.

Обобщение:

Пазарната капитализация за разглежданите фондови борси се квалифицира като зависима и допълваща се. Обединението в Единна Балканска фондова борса ще изгладя различията между отделните борсови оператори относно ново емитиране на финансови инструменти.

От анализа на оборота за всички разглеждани фондови борси следва да се заключи, че индивидуалните обороти на фондовите пазари са многоотличаващи и се характеризират със собствената специфика на пазара.

От анализа на оборотите с високо ниво на достоверност следва да се заключи, че при Единна Балканска фондова борса оборотът ще бъде увеличен за всички емитенти, поради задоволяване на настоящите ликвидни проблеми и наличие на висока конкуренция между възможностите за инвестиране. Също ще се отчете и положителен ефект от привличане на нови инвеститори от конкурентни пазари като полския.

От изследването на сделки следва да се заключи, че връзката е права. Колкото по-голяма е борсата, толкова повече сделки има, съответно оборотът се разделя на множество малки сделки, осигуряващи ликвидност. Същевременно малките борси извършват по-малък брой сделки на по-висока цена, което води до влияние върху цената, породено от единични големи по обем сделки. За инвеститорите това е рисков фактор, който е трудно оценим, влиянието му ще бъде ограничено при внедряване на Единна Балканска фондова борса, чрез която ще са налице повече насрещни страни, придаващи ликвидност.

От различните използвани методи за изследване на индексите се наблюдават различни тенденции на зависимост, което на свой ред се категоризира като непостоянни взаимовръзки. Релацията между индексите подкрепя хипотезата, че те са далеч от дългосрочното ниво на зависимост. Това е обяснимо поради разликите в икономическите процеси на отделните

държави. При осъществяване на Единна Балканска фондова борса разликите в тенденциите ще бъдат изгладени.

Разпределението по вид финансови инструменти, категорично определя акциите като основен финансов инструмент за фондовите пазари на Балканите, а облигациите се нареждат на втора позиция. Наблюдава се основно балансирана връзка между оборот и брой сделки. Не се наблюдават съществени отклонения от средните показатели за всички борси, което е позитив при обединение поради липса на сили, изкривяващи ефективността на основните борсови процеси.

При обединение Единната Балканска фондова борса ще формира пазарна капитализация, която ще бъде конкурентна на големите европейски пазари, която възможност към настоящия момент е непосилна за отделните фондови пазари. Обединената пазарна капитализация ще създаде възможност за привличане на по-големи институционални инвеститори. Привличането на нови инвестиции на Балканите ще се отрази основно и върху брутният вътрешен продукт на региона като съвкупност. При привличането на свежи инвестиции, пазарът ще придобие по-голяма популярност, което ще увеличи и ликвидността на ценните книжа, респективно ще повиши борсовите обороти, като изглади големите флукуации между отделните пазари и отделните отчетни периоди. Влиянието от повишената ликвидност ще окаже аналогичен ефект и върху броя сделки, отчетен на фондовите борси, като също окаже изглаждащ ефект спрямо настоящото състояние.

Също така големият процентен дял на първата обособена група фондови борси ще окаже негативно влияние върху останалите по-малки борсови оператори, тъй като действащата ликвидност не позволява публични компании от по-малките държави да получат необходимото доверие от инвеститори. Публичните компании от по-малките борси ще получат положителен ефект от обединението чрез привличане на част от инвеститорските средства, търгувани на гръцкия пазар.

Пример съгласно авторско допускане, изградено на база обобщени изследователски данни: ако атинският оборот спадне с 50%, то неговата средна месечна стойност ще бъде 1 милиард евро, разликата от 500 милиона евро би увеличила 3,5 пъти оборота на по-малките борси. По този начин ще се ограничи прегряването на гръцкия пазар и ще позволи на останалите балкански борси да задоволят борсовите си пазари чрез така необходимата им ликвидност. За пример дори само 100% увеличение за оборотите на балканските борси от 200 милиона евро средно месечен оборот на 400 милиона евро средно месечен оборот би намалил оборота на борсата в Атина с 13,3%. От гледна точка на индивидуалния търговски процес за борсата в Атина не е приемливо,

но ако се разгледа общият Балкански интерес, това е метод за балансиране и диверсифициране на риска, която хипотеза е основополагаща за борсовата търговия¹²¹. Този пример е без да се отчита мултиплицираният ефект, който допълнително да коригира повишения оборот. Колкото по-висок е борсовият оборот и ликвидността на финансовите инструменти, толкова повече инвеститорски потенциал би привлякъл, като чрез увеличаването на оборотите от малките борси ще се цели балансиране на пазара. От своя страна балансиран и добре функциониращ пазар е решението за привличане на инвеститори¹²², ползващи към настоящия момент Полски, Германски, Испански или други Европейски пазари.

От анализа индексите, се констатира че ефектите ще бъдат положителни поради изтеглянето на най-качествените компании в един общ балкански индекс, а местните национални борси ще бъдат със статут на представителни за отделните държави. Чрез участието на национални индекси в общата борса местните компании ще бъдат национално разпознаваеми и по-лесно ще бъдат откривани от нови инвеститори.

Като обобщение следва да се потвърди, че Единната Балканска фондова борса, включваща разглежданите борси, има качества да бъде ефективен и функционален вариант за икономическото развитие на националните икономики, емитентите и инвеститорите.

¹²¹ Pungulescu, Crina. 2013. "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States", *Emerging Markets Review*, Vol. 17, Pages 106-124;

¹²² Perego, Erica & Vermeulen, Wessel. 2016. "Macro-economic determinants of European stock and government bond correlations: A tale of two regions", *Journal of Empirical Finance*, vol. 37, pages 214-232;

Трета Глава: Приложение на Единната Балканска фондова борса

Настоящата глава е организирана чрез структурен дедуктивен модел за представяне на ефектите от Единна Балканска фондова борса както за Балканския полуостров, така и отделните разглеждани държави. Представени са методите за акумулиране и ефективно използване на инвестиционни средства. Разгледан е модел за финансиране на компании чрез банковия сектор и чрез фондовите пазари. Втората част на главата представя проблемите, които са характеризирани като основни при осъществяването на Единна Балканска фондова борса. В третата част е разгледана финансовата отчетност и как тя влияе върху оценката на публични дружества част от Единната Балканска фондова борса. Представен е метод, който ще оптимизира времето за анализи. Четвъртата част на главата представя препоръки за създаване на допълнителни инвестиционни продукти и услуги, чрез които ще се цели допълнителен ефект за инвеститорите и обществото. Следващата пета точка представя техническа и административна структура на надзорния, търговския и сетълмент процеси.

Общ потенциал и възможност за растеж се намира в опитите на отделните държави да развиват капиталовите си пазари. До момента никой от разглежданите пазари няма статут на развиващ се пазар. След “Brexit” и отделянето на “London Stock Exchange” като външен пазар в Европа се наблюдават множество финансови центрове, които не успяват да придобият доминиращо влияние, а действат разделящо за капиталите и съответно за инвеститорите. Обединение на няколко борси или борсови пазари, осъществяването на окрупняване и хармонизация е най-добрият път за развитие. Това е причината да се разгледа създаването на единен капиталов пазар, обединяващ борсовите оператори от балканските страни в един общ отворен пазар, преразпределящ финансови средства от целия свят и превръщащ района в център на финансовото инвестиране.

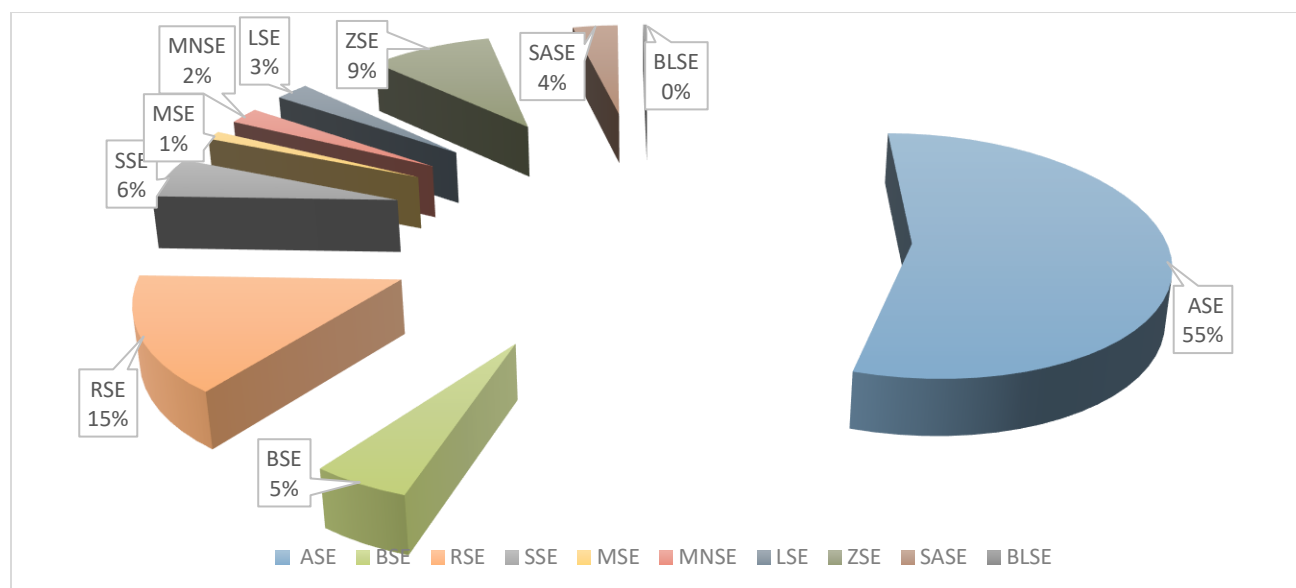
1. Развитие на Единна Балканска фондова борса

Развитието на единна търговска и инвеститорска точка преминава през обединението на няколко пазара. Само по себе си обединението на дружества, които се търгуват на малки пазари с инвеститори, които инвестират на малки пазари, ще доведе до окрупняването на търгуваните обеми от ценни книжа при равни други условия. Тази промяна, засягаща ликвидността на подобни по произход, характер, функционалност и ликвидност ценни книжа, ще повиши важен

показател, влияещ на мащабните и международни инвеститори¹²³. Това е степента на развитие на пазара, има се предвид не кредитния рейтинг на отделни компании, а цялостната концепция и оценка на пазара. От всички пазари, които се включват в разработката, само Гърция и Румъния се считат за формиращи се, а останалите за развиващи се¹²⁴. Обединението не е самоцел и не е стратегически правилно, ако не се цели и привличането на международни инвеститори и инвестиционни фондове.

От анализа на общата пазарна капитализация се установява, че тя възлиза на 148 млрд. евро към 2021 г., в 9 държави или 62% от капитализацията на Полската фондова борса. На фиг. 46 е представена пазарна капитализация, която добавя всяка борса.

Фигура 46. Дял на отделните капиталови пазари в Единна Балканска фондова борса за 2021г..



Източник: Собствени изчисления на база търговски данни от разглежданите фондови борси.

Рейтинговите компании оценяват дружествата, които се търгуват на борсата, а инвеститорите влагат капиталите на база рейтинговите оценки, които имат дружествата. Основен показател за компаниите, изготвящи анализи и публикуващи рейтинг е пазарът, на който търгува дружеството. При положение, че фондовата борса, на която е листнато дружеството, е неразвит или развиващ се пазар, е възможно компанията, колкото и голяма ликвидност и пазарен потенциал да има, да остане незабелязана и съответно неоченена от рейтинговите компании.

¹²³ Giofré, Maela. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment", Journal of Financial Stability, vol. 53, ISSN 1572-3089;

¹²⁴ Samitas, A., kenourgios, D. (2011). Equity Market Integration in Emerging Balkan Markets. Research in International Business and Finance, 25, 296-307.

Следователно, колкото е по-развит пазарът, на който се търгува дружеството, толкова повече международни и безпристрастни рейтингови агенции ще оценят компанията.

При равни други условия, след обединение, само поради увеличение на пазарната капитализация, компаниите, търгуващи на него ще повишат рейтинговото си съотношение. При равни други условия, ново сформиралата се борса ще привлече нови инвеститори за района. До момента инвеститори са пропускали балканските пазари поради ниски рейтингови нива, защото следват рейтингови изисквания при инвестирането на техните портфейли.

1.1. Макроикономическо развитие на Балканския полуостров чрез Единна Балканска фондова борса

В края на XX век и началото на XXI век макроикономическото сътрудничество и пазарната обвързаност на Балканите не е било възможно поради военните конфликти. Към днешна дата има политическо узряване и осъзнатост, че без да има здрави и сплотени връзки на първо място, както и единомислие и единност на второ, няма да има просперитет в района. Традиционният Български девиз „Съединението прави силата” е валиден и за Балканите. Когато държавите се развиват единно, ще са си взаимно полезни чрез взаимни търговски процеси.

Икономическата стабилност и просперитет на Северна Македония, Сърбия, Черна Гора, Босна и Херцеговина ще бъдат постигнати чрез осъществяване на поставените цели и последващото им приемане в Европейския съюз. Актуалността на темата за Западните Балкани дава голям потенциал за осъществяване на обединение между Балканските фондови борси. Като най-важно и изключително значимо е икономическото и социално развитие на Балканите, както и последващото обединение на политическо, икономическо, инфраструктурно ниво¹²⁵. Всички тези характеристики, ако бъдат реализирани, биха дали възможност на региона да достигне икономическите показатели на Централноевропейските страни.

България и Румъния са полезни на кандидат-членките за Европейския съюз с опита си в сферата на присъединителните процедури към Европейския съюз. Кандидат-членките ще бъдат полезни на Гърция, България, Румъния, Словения и Хърватия с допълнителни неразвити пазари, които предлагат възможност за разширяване на икономически и търговски взаимоотношения. Договорът за добросъседство очертава пътя, който трябва всички да извървят, за да има силна Балканска връзка и силна Балканска икономика. Макроикономическата свързаност ще увеличи

¹²⁵ Stojkovic, Dragan. 2012. “Stock exchanges integration processes in the former SFRY area and the Belgrade stock exchange regional cooperation”, Bankarstvo, Association of Serbian Banks, pages 34-51

икономическата активност, ще увеличи производствената възможност на страните, ще намали безработицата и ще оптимизира използването на ресурси в региона.

За Балканите позитив от обединение на фондовите пазари ще е в привличане на средства поради достигне до висока ликвидност на пазарите. Следващ позитив от създаване на ликвидност е привличане на типичните за Европейските пазари ”спекуланти”, чиято цел и фокус е търговия с информация и използване на колебанията в търговията. На свой ред „спекулантите“ ще стимулират допълнително ликвидността на пазара.

Основната цел на Единната Балканска фондова борса е ефективно използване на капиталите и реално влагане в рентабилно производство, което е главният липсващ елемент от конюнктурата на Балканските държави.

Окръпняването на малките пазари на Сърбия, Северна Македония, Черна Гора, Босна и Херцеговина, България, Словения и Хърватия с Румъния и Гърция ще създаде истинска пазарна възможност, от която се нуждаят малките фондови борси, които сами нямат потенциала за сериозна търговия и развитие поради малките обеми на предлагани ценни книжа, липсата на разнообразен пазар и наличието на различни законови разпоредби във всяка отделна страна.

Централизирането на фондовия пазар ще привлече капитали от Европейския, Азиатския и Американския региони. Осъществяването на тази стратегия ще породи възможността, която се разкрива пред новия пазар да предлага атрактивни лихвени и дивидентни условия от новосформираните емитенти. Това развитие на публичните дружества ще повлияе икономически на държавите.

Увеличението на привлечените капитали в страните, които участват в единната фондова борса, ще стимулира техните икономики. Инвестираните средства ще бъдат в повечето случаи чужди за района, което спрямо мултипликационния принцип на парите ще повиши покупателната способност на отделните държави в пъти. Допълнителен фактор, повлиян от привлечените средства, ще бъде намаляването на безработицата. Последващи промени се очакват в повишаване стойността на местната валута.

Различията в данъчното облагане се явяват сериозно ограничение пред ефективното разпределение на финансови ресурси в Европа. Продължават да съществуват и различия в облагането на доходите, реализирани в чужбина, спрямо местните дивидентни доходи, дори и при наличието на сключени споразумения за избягване двойното данъчно облагане. Данъчната политика на страните следва да се прилага по начин, водещ до хармонизиране данъчното третиране на приходите, реализирани на капиталовите пазари. Хармонизирането на данъците се корени в унифицирането им. Към настоящия момент данъчните приходи от капиталова печалба

и дивидентен данък не са от съществено значение за местните бюджети. При фиксиране за всички страни инвеститорите ще ограничат пренасочването и предпочитането на конкретни юрисдикции между участващите страни и Европейския съюз¹²⁶. Тази стъпка ще е решение за Единна Балканска фондова борса и ще бъде взаимосвързана с предложението на Европейската комисия за общата корпоративна данъчна основа¹²⁷. Стойностите би следвало да са в рамките на 5% и за двете отчисления, за да се стимулиран допълнително външния инвеститор. Таксите за търговия и сетълмент трябва да бъдат освободени от ДДС. Промените в разходите за спазване на данъчни задължения, причинени от хармонизирането на основния на корпоративния данък, биха имали значително положително въздействие върху Брутният вътрешен продукт.¹²⁸

Друг позитив за отделни държави, участващи в обединението, е повишаването на приходите в средно и дългосрочен план, което, макар косвено засяга фондовите пазари. Тоест данъците, които ще бъдат плащани от компании като следствие от увеличаването на производството (данък печалба, социални осигуровки на наети лица или данък върху потреблението), биха повлияли за повишаване на покупателната способност.

1.2. Създаване на нова точка за преразпределяне на капитали

През последните години основно поради ефекти от глобалната финансова криза от 2008 г., дълговата криза от 2012 г. и „Covid -19” пандемията от 2020 г. се наблюдава трайна тенденция към намаление на конвергенцията на балканските страни¹²⁹. Също се отчита намаление на инвестициите както в частния, така и в публичния сектор. Създаването на единната борса ще възроди икономическия и инвестиционния подем в региона. Според Манолис Ксантакис, президент на Гръцката Борса, „Трудно е да привлечем инвеститори самостоятелно, затова трябва да убедим съседите си да търгуваме заедно, за да привлечем инвеститори в района”.

В последните години, както в публичния, така и в частния сектор, за външни инвестиции се разчита основно на Европейски програми. Едновременно с това в глобален мащаб има наличие на огромни инвестиционни ресурси, които заобикалят Балканския полуостров без да бъдат използвани, такава беше възможната инвестиция на „Volkswagen“.

¹²⁶ Barrios, Salvador & d'Andria, Diego & Gesualdo, Maria, 2020. "Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonization in the European Union," Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Elsevier, vol. 41(C);

¹²⁷ European Commission JRC TECHNICAL REPORTS, Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonisation in the European Union; Available URL: <https://ec.europa.eu/jrc/sites/default/files/jrc116420.pdf>; [30.10.2020]

¹²⁸ Barrios, Salvador & d'Andria, Diego & Gesualdo, Maria, 2020. "Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonization in the European Union," Journal of International Accounting, Auditing and Taxation, Elsevier, vol. 41(C);

¹²⁹ Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. "The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union", Society and Economy Akadémiai Kiadó, Hungary, vol. 40(1), pages 105-124;

Огромен инвестиционен ресурс се акумулира в пенсионните фондове, застрахователните дружества и взаимните фондове, каквито финансови дружества има във всички изследвани държави. Поради ниската ликвидност и нормативните ограничения значителна част от този ресурс се инвестира извън региона. Важно за бъдещето на икономиките е развитието на капиталовия пазар и привличането на инвестиции през фондовата борса да се превърне във водещ приоритет и професионалните инвеститори да вложат основно в местните икономики..

Ефектите за държавите, участващи в обединения капиталов пазар, се изразяват в:

- Намаление на разходи за първично предлагане поради повишена конкуренция от инвестиционни посредници. При увеличаването на инвестиционните посредници заради вливането им от всички пазари, участващи в единната борса, ще бъде преодолян проблемът с малкия брой на посредниците. Същите ще целят стимулиране на пазара чрез търговия, а допълнителният ефект ще се поражда от увеличаването на конкуренцията и намаляването на таксите.

- Увеличено пласиране на ценни книжа, поради по-големия брой инвеститори, които инвестират в различно рискови активи, което ще благоприятства за наличието на разнообразни емитенти. Освен повече индивидуални инвеститори, ще бъдат концентрирани инвестиционни ресурси от пенсионни, застрахователни и взаимни фондове, те ще създадат разнородно рискови портфейли на същата територия, от която са набрани, което ще помогне на икономиките да използват спестявания ресурс¹³⁰.

- Намаляване на лихвените проценти по кредитите. До 2022 г. в банковия сектор се наблюдава спад по лихвите на спестовните продукти. В повечето банки лихвите от депозитни и влогови продукти са отрицателни, дори без да се имат предвид таксите и комисионните, както и инфлационните процеси. Тези отрицателни равнища естествено понижават нивото на лихвите по кредитните продукти, но те останаха с високи нива спрямо депозитите. Основен потърпевш от липсата на равновесие са фирмите, които са основните кредитополучатели, налага им се да плащат високите нива по кредитните лихви без да имат възможността да диверсифицират привлечените си средства между предлагане на акции, облигации и кредити.

Развиването на Единен Балкански капиталов пазар би увеличило използването му от компаниите, привличащи капитали, и ще намали използваните кредитни продукти от банковия сектор. Промяната в източника на капитали ще постави в нова позиция банковата сфера, която

¹³⁰ Pungulescu, Crina. 2013. "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States", *Emerging Markets Review*, Vol. 17, Pages 106-124;

ще има нуждата да се бори за клиенти чрез намаляване на лихвените си предложения по кредитните продукти към фирмите, а постепенно ще има промяна и към физическите лица.

- Увеличаване на инвеститорския интерес от физически и юридически лица. Първоначално фирмите с големи капитали под формата на свободен собствен капитал ще потърсят алтернатива в капиталовия пазар, като ще се насочат първоначално към ниско рисковите дружества, които предлагат сигурна, но ниска доходност. Тази краткосрочна инвестиция ще повиши ликвидността на пазара, в кратък период тази възможност ще се открие и пред по-малки инвеститори, постепенно достигайки до физическите лица. За гражданите биха били полезни разнообразни инвестиционни схеми, благодарение на които ще се обединят инвеститори с малко инвестиционни капитали в колективни инвестиционни дружества. Инвеститорите ще избират от разнообразни ниско, средно или високо рискови продукти.

1.3. Използване на инвестиционни ресурси за развитие на Балканския полуостров

Развитието на Единна Балканска фондова борса ще създаде предпоставки за по-лесно пласиране на държавните дружества на публичния пазар. Те ще заемат евтин ресурс както емитират облигации, с което ще решат ликвидните проблеми в държавни дружества. Пример е привличане на средства от държавно лечебно заведение чрез облигационна емисия. Средствата ще бъдат използвани както за текущи задължения, така и за дългосрочни инвестиции в скъпа апаратура¹³¹, която ще повиши конкурентоспособността и качеството на болницата. Подобрените пациентски условия на свой ред ще увеличат и пациентите, които я предпочитат.

Съпътстващ положителен ефект ще е подобрената прозрачност в управлението на държавни предприятия, допълнително ще се повиши ефективността на листваните държавни предприятия. Привличането на инвестиции неминуемо води до повишаване на БВП и подобряване на икономическата перспектива¹³², както и допълнителни данъчни приходи в бюджета.

Основно ще се цели привличане на значителен дългосрочен ресурс от външни инвеститори, с който да бъдат финансирани важни инфраструктурни проекти, за които не достигат или не се използват средства от Европейски програми. Основни варианти на дружествата са емитирането на емисии от акции и дългосрочни облигации, мобилизирайки дългосрочния ресурс, акумулиран в застрахователните дружества и пенсионните фондове. Институционалните инвеститори имат

¹³¹ Chupetlovska, V. (2022). Analysis of Financial Indicators Compared with Main Characteristics of Hospital Based Medical Care in Bulgaria. Finance, Accounting and Business Analysis – FABА (4). 108-117

¹³² Стефанова, Юлия. 2020. "Перспективи и предизвикателства пред граничните фондови пазари в Западните балкани:", Списание за финансови изследвания, брой. 2(84), страници 6-31;

дългосрочен инвестиционен хоризонт и инвестират в облигации при високи нива на ликвидност и да инвестират и в акции.

Слабата ликвидност на капиталовия пазар е основна бариера пред инвеститорите в момента. Повишаването ѝ допълнително ще ускори притока на инвестиции в публични компании. Наличието на свеж капитал ще спомогне за съществено увеличение на банковото кредитиране. За всяка единица собствен капитал банките отпускат дългово финансиране в размер до 2–3 пъти повече от собствения капитал.¹³³

Страните ще подобрят имиджа си като инвестиционни дестинации, допринасяйки за повишаване на кредитните си рейтинги до инвестиционни нива, чрез които държавите ще намалят цената на държавния си дълг.

Не на последно място отделните държави биха влезли на „международната инвестиционна карта“, което ще ги популяризира пред частни и институционални инвеститори. Навлизането на големи инвестиционни фондове ще окаже двупосочен ефект върху борсовия пазар:

Първоначалното инвестиране от големи инвестиционни компании на фондовия пазар е на база подробни и обстойни финансови анализи¹³⁴, изготвени стратегически критерии и стъпки. Анализаторите избират компания най-близо до вътрешната си рискова структура и изчисляват очаквана доходност от нейните ценни книжа¹³⁵. Преди заемане на инвестиционна позиция, инвестиционен фонд прави специализиран анализ, изготвя стратегия и накрая инвестира. „Qatar investment authority“ управлява 326 млрд. евро¹³⁶, 10 млн. евро са 0,003 % от портфейла му. Тази сума се определя като минимален инвестиционен пакет, който фондът инвестира. Съответно тези 10 млн. евро, инвестирани на борсата, моментално ще създават големи ценови сътресения в краткосрочен план; цената първоначално ще се покачи в пъти и ще създаде нереалистично ценово съотношение само заради мащабната сделка: Навлизайки с голяма сума в конкретен пазар, инвеститорът изкупува всички насрещни поръчки - “продава”, това действие покачва пазарната цена.

В последствие по-съществен е негативният ефект при излизане на инвестиционният фонда от заета позиция: При излизане от конкретен пазар, инвеститорът реализира всички насрещни поръчки, “купува”, започвайки от най-високата и стигайки до най-ниската, с който ход понижава пазарната цена. Негативният ефект ще е по-силен отколкото би бил положителният ефект при

¹³³ Hyunchul Lee; Lee, Hyunchul. 2021. “Time-varying comovement of stock and treasury bond markets in Europe: A quantile regression approach”, International Review of Economics & Finance, vol. 75, pages 1-20; ;

¹³⁴ Burkhanov, A. (2020). Econometric Analysis of World Investment Funds Net Assets. Archive of Scientific Research,

¹³⁵ Sahin, Cumhur. 2015. “Analyzing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets”, International Journal of Alanya Faculty of Business, vol. 7, No. 3, pages 199-209;

¹³⁶ Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets: Sovereign Wealth Fund Institute: Available URL: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> [15.12.2020]

покупката. Поведението на останалите инвеститори при повишаване на цената е и те да заемат позиции по съответната емисия, докато при спад в цената индивидуалните инвеститори ще игнорират емисията.

Ефектите биха се осъществили при равни други условия в краткосрочен план. В дългосрочен план, включването на международен фонд от световен мащаб ще породят интерес и в други инвестиционни фондове, които биха вложили подобно количество свеж ресурс. Първоначалното инвестиране на вторичния пазар от страна на международни фондове би довело до освобождаване на местния капитал и реинвестирането му към първичния пазар. Тези обстоятелства биха довели в средно и дългосрочен план увеличение на конкуренцията, което ще повиши интереса и осъществяването първични предлагания, както и до създаване на нови публични компании. При подобно развитие на пазара влизане и излизане на фонд с капитал минимум 10 млн. евро няма да доведе до разглежданите по-горе ефекти.

Привличане на големи инвеститори съществува към момента, но то се осъществява на ниво реални материални активи, примери са големите търговски обекти тип „МОЛ“ и бизнес сградите. Инвеститорите биха се увеличили в пъти при добри и положителни ефекти от развитие на капиталовия пазар и високите нива на ликвидност. Привличането на подобен инвеститорски потенциал не може да бъде стимулирано единствено от добре развиващите се публични компании, увеличената ликвидност или по-високата капитализация. Нужно е активно действие на политиците в региона. Нужно е да бъдат създадени отношения с държавни и частни мениджъри на международни фондове, които да бъдат стимулирани да инвестират на Единна Балканска фондова борса.

1.4. Разходи за публична емисия

В точката ще се разгледа разликата във финансирането на дружество чрез привличане на средства от фондовия пазар в България под формата на емисия акции и привличането на средства под формата на търговски заем от банковия пазар. За анализа ще бъдат използвани данни, представени от публично дружеството в проспекта си за публично предлагане. При изследване на варианта за банково финансиране ще се прибегне към изграждане на хипотетична концепция за търговски кредит, равен на сумата, която ще е вписана в проспекта.

1.4.1. В настоящия модел за привличане на инвестиции

За дейността на дружеството са необходими 5 347 798 лв. Вариантите за привличане на средствата са чрез увеличение на капитала или чрез използване на кредит. При положение, че дружеството няма история от поне 3 години и добри финансови показатели, възможността да се финансира с кредит намалява, а на свой ред се ограничава възможността за развитие на дружеството.

При вариант кредитно финансиране ще се прибегне към хипотетична концепция, че дружеството тегли кредит. Разглежда се хипотеза, при която срокът за покриване на задължението е 10 г. Сумата на лихвата при изчисление със сложно лихвен процент е 1 868 272, 20 лв. [a]. Процентът, с който е изчислена лихвата е (3.00%) на годишна база, спрямо статистиката на Българска народна банка за кредити на фирми в България¹³⁷, лихвата която би платило дружеството за година, е 186 827, 22[b]

$$[a] 5\,347\,798 \times ((1+0.0025)^{120} - 1) = 1\,868\,272, 20$$

$$[b] 1\,868\,272, 20 / 10 = 186\,827, 22$$

За сравнение е представено финансирането със собствен капитал: Сумата, необходима на дружеството за увеличение на капитал е 5 347 798 лева. Най-същественият разход, свързан с емитирането на ценни книжа, е изготвянето на проспект, останалите разходи са административни и са представени в табл. 27. В проспекта, който се подготвя от инвестиционния посредник, са описани подробно параметрите и целите за осъществяване на емисията, преди неговото публикуване се одобрява от регулаторния държавен орган. Одобреният проспект се депозира в централата на дружеството, както и при инвестиционния посредник, за да бъде достъпен за всички заинтересовани инвеститори. Инвестиционният посредник получава възнаграждението си, обикновено то е процент от сумата на публичната емисия.

Таблица 27. Видове разходи и тяхната стойност, свързани с публичното предлагане на акции от Северкооп-Гъмза Холдинг АД

Видове разходи, свързани с първоначалното предлагане	Еднократни (лева)	Процент на разходите
Такса към КФН за издаване на потвърждение проспект	5 000	11,72%
Регистрация на акциите за търговия на Българска фондова борса	1 500	3,52 %
Централен депозитар	6 146	14,41 %
Възнаграждение за изготвяне на проспекта и обслужване увеличението на капитала	30 000	70,35%
Общо	42 646	

Източник: Проспект за публично предлагане на ценни книжа от Северкооп-Гъмза Холдинг АД.

¹³⁷ По данни на Българска народна банка, Лихвена статистика - всички таблици, Available URL: <https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm> [20.09.2021]

Инвестиционният посредник има ангажимент за разпространение на предлаганите ценни книжа сред потенциалните инвеститори. В случаите, когато посредникът е банкова институция, тя пренася доверието, което имат към нея потенциалните инвеститори и върху емитираните ценни книжа. Инвеститорите приемат, че банката не би предложила на клиентите си емисии на съмнителни дружества. Допълнителен позитив за емитента е, ако посредникът е банка, тя би могла да е гарант по емисии, като поема ангажимента за изкупуване на не пласираната част от емисията или да изкупи цялата емисия от емитента и в последствие да я препродаде на вторичен пазар.

Инвестиционните посредници системно анализират и затова добре познават състоянието на капиталовите пазари. Това им позволява да предоставят съвети относно подготовката на емисията и формирането на нейните условия. Не на последно място остава и маркетинг при пласирането на емисията.

Средствата, необходими за осъществяване на публичната емисия, възлизат на 42 646 лв. за първата година, като трябва да се направи необходимото разяснение, че при емисия на акции има съществен разход в началния момент към Инвестиционен посредник и Комисия за финансов надзор, като при следващи отчетни периоди разходът драстично намалява и възлиза на 28 776 лв. за година. В тази сума са включени ежегодните разходи за стандартна поддръжка на емисията, които са описани в табл. 28.

Таблица 28. Ежегодни разходи, свързани с поддържане и администриране на публично дружество.

Видове разходи, свързани с ежегодното поддържане на публично дружество	Еднократни (лева)	Процент на разходите
Възнаграждение на новооткрити длъжности във връзка с публичността	20 000	69,26 %
Одитор / Одиторско предприятие	4 500	15,58 %
Централен депозитар	2 376	8,23 %
Българска фондова борса	1 500	5,19 %
Информационна агенция	500	1,73 %
Общо	28 876	

Източник: Собствено проучване.

Разходите за възнаграждение на новооткрити длъжности във връзка с публичността в компаниите са прекалено волатилни. Представяме минимални разходи за основните длъжности като: директор за връзка с инвеститорите – 9 000 лв. годишно; счетоводител – 11 000 лв. годишно; одиторска проверка и заверка 4 500 лв. годишно. Общо допълнителният годишен разход за персонал възлиза приблизително на 24 500 лв. Публичните дружества също имат ангажимент да заплащат годишни такси към институции, обслужващи търговските взаимоотношения в размер на 4 476 лв..

[c] $186\,827,22 - (42\,646 + 28\,876) = 115\,305,22$

[d] $186\,827,22 - 28\,776 = 158\,051,22$

[e] $(158\,051,22 \cdot 9) + 115\,305,22 = 1\,537\,766,2$

[f] $1\,537\,766,2 / 1\,868\,272,20 = 0,8230$ или **82,30 %**

При използване на резултата от изчисление на лихва за година по банков заем и изваждането на разходите за обслужване на публичното дружество достигаме до резултата за спестените средства, свързани с лихви за първата година – 115 305,22 лв. [c]. За втората година от годишния разход за лихви по кредит се изваждат разходите за административни нужди възлизащи на 28 776 лв., така се достига до 158 051, 22 лв. [d] спестени средства. При пресмятане за 9 години и сбор от остатъка през първата година, спестените от емитента, при равни други условия, средства от привличане на средства чрез борсата възлизат на 1 537 766,2 лв. [e], което, разделено на общата сума за лихва по кредит се равнява на 82,30 % спестени средства при привличане на собствен капитал. [f]

В разликата не се отчитат позитиви от данъчния щит и риска от фалит при невъзможност за покритие месечни задължения по покриване на кредит.

При равни други условия спестените средства от лихви биха увеличили дохода на инвеститорите, добре развитият пазар отчита всяко инвестиране на неразпределена печалба в основната дейност на дружеството.

Това представяне не цели съпоставяне с останалите фондови пазари, а пример за ефекта, който има дружеството при привличане на собствен капитал спрямо търговски кредит. Резултатът е подобен при съпоставяне на разходите за публичност в останалите разглеждани държави и категорично доказва позитивите за публичните компании и техните инвеститори да финансират дейността си чрез капиталовия пазар.

1.4.2. Ефекти при Единна Балканска фондова борса

При единна платформа от икономическа гледна точка би следвало най-същественият разход за дружествата отново да е заплащане на инвестиционния посредник за изготвяне, публикуване, администриране и допълнително обслужване на проспекта за публично предлагане. Разходите биха се намалили поради увеличена конкуренция, която ще се създаде от навлизане на чужди посредници на територията на дадена страната¹³⁸.

¹³⁸ Pungulescu, Crina. 2013. "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States", Emerging Markets Review, Vol. 17, Pages 106-124;

Разходите, които ще бъдат допълнителни, са свързани с преводи и легализация на проспекти и документи, свързани с публичната емисия. Те ще бъдат нови и нужни поради изискването за публикуване на международно използван език, например английски, целта е лесно разбиране от всички заинтересовани инвеститори. Средствата, заплащани от емитента за заплати на специализиран персонал, свързан с публичната емисия на ценни книжа ще намалят. Възможността за релокация на административното обслужване между участващите държави ще намали нивата на заплащането и в дългосрочен план възнаграждението ще зависи от качествата и допълнителната добавена стойност, която предлагат съответните счетоводители и одитори. Разходите относно институциите, които регулират и администратират процесите, няма да бъдат съществено променени, но те не са отчетени като съществен процент към общите за емисията.

От гледна точка на дохода, получаван от държавите, следва да се разчита не на по-висока стойност, получавана за одобрение на проспект, а да се цели повишаване на одобряваните проспекти. Тоест повече емисии с по-ниска цена за първоначално публично предлагане, вместо малък брой емисии с висока цена. Ще се компенсира спадът и ще се реализират високи нетни потоци за държавата, но допълващият ефект ще бъде повече публични емисии.

При обединена система изискваната рискова доходност от акциите на дружеството в краткосрочен план е средноаритметична за всички в региона. При средното изчисление на показателя високите рискови нива на Босна и Херцеговина, както и на Гърция увеличават риска за всички останали, които имат далеч по ниски рискови нива, но в перспектива се очаква и рисковите нива да намалят¹³⁹, основно поради осредняване на рисковите нива между участващите държави.

Данъчният щит от лихвите е по-малък за фирмите при положение, че отделните държави имат различия в данък печалба. Предложението е данък печалба за публични компании да бъде 10 %, за да се стимулира производството в макроикономически аспект. Чрез този данъчен стимул ефектът ще бъде двустранен. Първоначално ще се намали данъчният щит от дълговото кредитиране, което ще прехвърли търсенето на капитали към фондовия пазар. Вторият ефект е стимулиране на преминаването към публичност на компаниите с цел намаляване на данък печалба.

¹³⁹ Iglesias, Emma. 2015. "Value at Risk and expected shortfall of firms in the main European Union stock market indexes: A detailed analysis by economic sectors and geographical situation, *Economic Modelling*, vol. 50, issue C, pages 1-8;

2. Проблеми при създаването на Единна фондова борса

Процесът по обединяване и капитализиране на средствата преминава през политически, законодателни, административни, структурни и териториални проблеми. Въпреки тях проектът има положително значение за икономическото и социално бъдеще на отделните борси и региона.

2.1. Политическо намерение

Липсата на политическо намерение е проблем при развитието на Единна Балканска фондова борса. Наглед малката територия, разделена на близки по култура и ценности народи, в действителност има голяма отдалеченост в целите, степента на икономическо и социално развитие, което води до политически различия. Силната национална идентичност се противопоставя на желанието за икономическо развитие и просперитет.

Политическите различия са базирани основно на политико-исторически отминали събития. Различните народи са избрали управляващи спрямо лични възгледи, което в повечето случаи е гаранция за различия в нагласата за управление, била тя демократична или консервативна.

Всяка една от страните, разчитайки единствено на собствени средства и ресурси, е далеч от финансовата възможност, необходима за развитието на ефективен капиталов пазар. Главна роля и позитив за държавите членки на Европейския съюз е, че се ползват с приоритета на развиваща се икономика от европейското семейство и получават доверие от инвеститорите заради Европейската си принадлежност.

2.2. Законодателство и Институционална организация

При определяне на проблемите отражение намират и различията в институционално и законодателно отношение. Необходими са структурни реформи, за да се подпомогне притокът на чуждестранни инвестиции и последващото разширяване на хоризонталната вътрешно индустриална търговия¹⁴⁰.

Сред институционалните проблеми следва да се разгледа проблемът за управлението на икономическите процеси. При затворена икономика или при слаби външно търговски отношения паричната и икономическа политика могат по-лесно да бъдат управлявани. При все повече външно търговски взаимоотношения се достига до изтичане на ефекта за изпълняваните

¹⁴⁰ Velichkovski, Igor. 2013. "Assessing independent monetary policy in small, open and euroized countries: Evidence from Western Balkan", Empirical Economics, vol. 45, issue 1, pages 137-156;

политики. Въпреки наличието на такъв тип затруднение в управлението на икономическите процеси, по-голямото ниво на външно търговски сделки води след себе си многократно повече позитиви за икономиката като увеличено производство, намалена безработица, повишен търговски оборот, увеличени данъчни постъпления.

При обединяване паричните политики на участващите държави ще се ограничават за сметка на създадена общо икономическа и финансова политика. Чрез това трансформиране от местна към единна наднационална система за управление ще се достигне до развитие на икономически интереси между отделните държави.

Търговските взаимоотношения между държавите ограничават развитието на конфликти между тях¹⁴¹. Също ще се намаляват нивата на икономически, инфлационен, лихвен и монетарен риск. Всички те ще бъдат разпределени между участващите държави, като намаляват индивидуалните ефекти. Съществува риск и от пренасяне на негативни рискови ефекти от малките икономики към общата, но предвид че делът на индивидуалните икономики към общата е прекалено малък и рискът ще се възприема като несъществен.¹⁴²

Значим нормативен негатив е данъчното третиране. При сега действащите данъчни разпоредби всяка страна сама определя отчисленията спрямо вътрешните си правила. Този проблем влияе рестриктивно на развитието на Единна Балканска фондовата борса поради необходимост от познаване на данъчните модели за различни държави, което ограничава реалната печалба. Приемането на общо данъчно третиране ще даде категорично решение и облекчение за инвеститорите. Най-функционалният вариант е данъкът дивидент да бъде фиксиран на 10 процента, а данъкът върху капиталова печалба от търговия с финансови инструменти следва да бъде премахнат. Облекчението от липса на данък от капиталова печалба ще има ефект върху увеличена ликвидност на финансовите инструменти.

Важна нормативна промяна следва да бъде имплементирана за всички участващи борси. Дивидентът да бъде дължим на акционери, притежаващи акции към фиксирана дата, след деня на решение за разпределяне от компетентния орган. Вариант е Българският модел, който предвижда разпределяне на дивидент на акционери, притежаващи финансови инструменти на 14-тия ден след решение на компетентния орган. Повечето от разглежданите капиталови пазари дават възможност на емитента или акционерите, присъстващи на общото събрание, да определят

¹⁴¹ Kim, Suk Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2005. "Dynamic stock market integration driven by the European Monetary Union: An empirical analysis," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 29(10), pages 2475-2502;

¹⁴² Kim, Suk-Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2006. "Evolution of international stock and bond market integration: Influence of the European Monetary Union," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 30(5), pages 1507-1534;

към коя дата ще бъде определен акционерният състав, който да получи дивидент. Това условие създава объркване в инвеститорите и може да създаде нежелана волатилност в пазарната цена.

През годините пазарният дял на борсовите оператори намалява¹⁴³. Факторът за тази тенденция не е конкуренцията от борси в други райони, а основно от онлайн платформи за търговия, които привличат част от борсовите инвеститори. Те изпълняват вътрешни сделки със собствени активи между свои клиенти или предлагани квази активи като крипто валути, носещи високорискова доходност.

Електронните комуникационни мрежи ще създадат негативни предпоставки за осъществяване на проект за Единна Балканска фондова борса, те се явят конкурент с широко поле на предлагани продукти и по-лесен достъп на инвеститори. Това не може да бъде фактор, който оказва влияние върху решението за създаване на единна фондова борса, защото електронните системи за търговия нямат пълната функционалност на фондовия пазар. Контролът върху онлайн платформите не е достатъчно надежден, което може да породи рискови ситуации за инвеститорите, съхраняващи или търгуващи чрез електронни платформи, за разлика от действащите фондови борси, зад които стоят национални институции, гарантиращи сигурността и безпристрастността в изпълняваните сделки и сигурност и неприкосновеност към активите.

Като административна пречка следва да се разгледа и възможността от спиране на сливането поради осъществяване на монопол¹⁴⁴. Примери за институционални ограничения на сливания поради риск от обединение на много голям пазарен дял са „Deutsche Boerse“ с „NYSE Euronext“, и „London stock exchange“ с „Deutsche Boerse“. Този риск при сливане на балканските държави е неоснователен и е доказан със съпоставянето с мащаба на Полската фондова борса.

Административни и законодателни ограничения се наблюдават и в това, че отделните държави имат автономни и самостоятелни администрации, които обработват, контролират и одобряват публични дружества, както и сделките, които осъществяват. Законодателно отделните държави спазват различни норми, създадени еднолично от местния принципал. Решението е в налагане и спазване на общо нормативни изисквания, изградени съвместно от всички участващи държави.

Поради нивата на корупция в Балканските страни се забелязва създаване на допълнителни законови ограничения. Създаването им цели ограничаване на възможностите за незаконни действия като ”пране на пари“, данъчни измами, източване на капитали. Налагането на допълнителни законови ограничения цели защита на индивидуалните и

¹⁴³ Otchere, Isaac & Abukari, Kobana. 2020. “Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?”, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, vol. 64;

¹⁴⁴ Otchere, Isaac & Abukari, Kobana. 2020. “Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?”, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, vol. 64;

миноритарни акционери. Ефектът обаче е негативен поради достигане до свръхограничения и отблъскване на инвеститорски потенциал. Също се създават утежнения за самите компании, които не функционират ефективно и на база търговски принципи. Свръхрегулацията би довела до нови корупционни възможности заради необходимостта от повече разрешения на институции за изпълняване на дадена процедура. Силна възможност за обединение се намира в това, че Европейското законодателство е създадено на база най-добрите практики до момента и е одобрено от водещите и титулувани финансисти и юристи.

Внедряването на общоевропейско законодателство ще бъде прието с цел сближаване с работещите международни практики. Страните членове на Европейското семейство имат задължение да имплементират Европейските закони и разпоредби във вътрешния си законодателен апарат. Относно страните извън Европейското семейство, ако използват Европейските закони и ги внедрят в местното си законодателство, ще бъдат с една крачка по-близо до кандидатстването и бъдещото си присъединяване в Европейския съюз. По този начин ще покажат готовност и желание за присъединяване към Европейското семейство. Изграждането на силни и независими институции ще имат ефект върху растежа¹⁴⁵.

2.3. Историческа несигурност.

Сред проблемите при създаването на Единна Балканска фондова борса е негативният опит, натрупан от индивидуалния инвеститор. Пример за такъв тип отдръпване от пазара е масовата приватизация в България:

Политици и финансисти създават и популяризират приватизационните фондове, имащи за цел придобиване на държавни предприятия. Внедряват се нови и непознати за тогавашната политическа система “юридически лица” в комбинация с липса на адекватна реакция от страна на регулаторните институции. До 2000 г. процесът на търговия чрез фондова борса е нов за всички участници. Тази особеност води след себе си до възникване на корупционни практики и измамни процеси. Процесът на строго регулирания борсов пазар започва след 2004 г. и достига пика си през 2007 г., когато се имплементира и голяма част от Европейското законодателство.

До момента, в който се достига високо ниво на сигурност в публичните дружества и възможност на инвеститорите да имат ефективен контрол върху дружествата, се преминава през процес на публично раздържавяване или по-популярната в България „Масова приватизация”. Процесът се характеризира с получаване на възможност всяко пълнолетно физическо лице да

¹⁴⁵ Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. “Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries”, *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, issue 5, pages 933-952;

получи „Бонова книжка“. Тя представлява документ, удостоверяващ разполагаемата сума за инвестицията в акции от собствения капитал на публично дружество. След получаването на собственост под формата на бонове/акции, физическите лица трябва да защитават своите интереси и съответно своята собственост. Това се оказва проблем, защото хората не познават процесите и принципите на борсовата търговия и не знаят какво трябва да правят със собствеността си в публичните предприятия.

За разлика от обикновените граждани, управителите и директорите в държавните предприятия получават възможност за покупка на по-голям брой акции от управляваните от тях предприятия. Чрез този процес се получава първата концентрация на собственост. Това позволява при вземане на стратегически решения за дружеството те да имат решаваща роля поради повечето си акции или права на глас.

По време на Общо събрание на акционерите се вземат стратегически решения за развитие на компанията, вземат се рутинни решения, вземат и задължителни решения, заложи в нормативната уредба. Всички тези решения са специфични и разбирането им изисква базови икономически и юридически познания. Този проблем рефлектира чрез първоначалното дистанциране на населението поради неразбиране на процесите. Изпълнителните звена в дружествата използват липсата на компетентност в акционерите, за да извлекат икономическа полза за малък кръг от инвеститори, като извършват увеличение на капитала.

След осъществяване на увеличение в капитала се преминава към инвестиране на средства от собствениците на акции. Те трябва да вложат средства пропорционално на притежаваните си акции. Поради нежелание или невъзможност голяма част от физическите лица не влагат свежи средства, което оказва негативен ефект върху процентната собственост, притежавана от тях в дадено дружество. Законодателството дава право при увеличение на капитала, незаписаните нови акции да бъдат продадени на вътрешни и външни инвеститори, които да извършат увеличението на капитала. Те записват новите акции чрез влягане на парични средства, срещу които получават акции и респективно право на глас в Общо събрание на акционерите. По този начин при увеличаване със 100% на капитала и извършването на този процес от действащ или нов акционер, се получава мажоритарен пакет в Общо събрание на акционерите и получаване на пълен контрол върху дружеството. След консолидиране на пакет от акции контролът от миноритарните акционери е невъзможен. Предвид тази ситуация и многото законодателни регулации физическите лица престават да се интересуват от своята собственост с претекст, че процесите са неясни. Главният проблем се корени в липсата на познания и адекватни мерки от инвеститорите.

Масовата приватизация и сложната нормативна регулация действа дистанциращо на масовия гражданин, въпреки че неговото желание за допълнителен доход се запазва поради липсата на базови финансови познания. Създава се вакуумна среда за инвеститорски потенциал, който се акумулира от банките и имотите, които населението смята за най-сигурни.

2.4. Влияние на финансовото образование върху ефективно действащ капиталов пазар

Финансовата грамотност на обществото следва да се приема като важен аспект за стабилността на Макросредата¹⁴⁶. Чрез финансовата грамотност обществото следва финансова дисциплина, гарантираща финансова стабилност на кредитния пазар, а в последствие и на националния финансов пазар. От липсата на финансова грамотност на населението страда цялото общество чрез неефективното потребление на ограничени ресурси, а самият индивид от загуба на благосъстояние поради нерационални и неефективни решения за разходване на разполагаем ресурс.

Финансовата грамотност в България е 58 %, при средно Европейски нива от 60.5 % и максимални от 70.0% за Словения¹⁴⁷. Необходима е висока финансова грамотност, защото все по-голяма част от обществото прибегва към финансови услуги като разплащателни сметки, банкови карти, кредити, лизинги, застраховки, допълнителни пенсионни отчисления и прочие. В тази връзка, за да се създаде по-ефективен процес за всички заинтересовани страни е полезно нивото на финансова грамотност да бъде високо. Така финансовите компании ще имат по-ниски разходи за реклама, процесите за разяснение на услугите ще бъдат по-ефективни. Клиентите ще успяват да преценят истинските си потребности и да ограничават манипулационни стратегии от представители на финансови компании.

Финансовата грамотност се приема като антиинфлационен процес, както и като повишаващ качеството: антиинфлационен е поради възможността за правилна преценка на зависимостта цена - получен продукт. Когато обществото успява да прецени себестойността и дали маржът на печалба е в рамките на икономическата логика, това ще доведе до ограничаване на инфлационния процес. От гледна точка на множеството търговци по веригата, това ще бъде негативен ефект, защото ще бъде разкривана реалната цена на продукта или услугата. За качеството на продукцията също ще има мултиплициращ ефект. Финансово грамотният човек

146 Министерски съвет, 2020, Доклад за Националната стратегия за финансова грамотност на Република България

147 OECD/INFE, 2020, International Survey of Adult Financial Literacy

успява да прецени по-ниско качествения продукт, който се продава на по-висока от пазарната му цена.

Липсата на силно застъпено обучение и последващото разбиране на тема фондови пазари води след себе си липсата на интерес от страна на населението към него. На свой ред е предпоставка за ниски нива на ликвидност във фондовия пазар и закономерно ниската му ефективност. Противоположната сфера – банковото дело има свръх популярност и се оценява като високо престижна в обществото. Това на свой ред води след себе си до масовото му предпочитане както от инвеститорите, така и от гражданите вместо капиталовия пазар. Тази хипотеза е подкрепена от високите нива на свръх ликвидност в банките, които са от спестявания на населението, спрямо минималните търговски обороти и показатели за собственост на фондовия пазар.

В голямата си част учебните програми залагат за разглеждане теми като счетоводство, банково дело и застраховане. Теми като капиталови пазари или пенсионно и здравно осигуряване¹⁴⁸ остават слабо засегнати. Тези диспропорции оказват съществено влияние върху знанията, а следователно и до популярността на конкретните сфери. Банковото и застрахователно дело са най-популярните икономически отрасли след счетоводството. Решение се търси в силно застъпеното образование в сферата на капиталовите пазари. Те трябва да бъдат по-дълбоко имплементирани в образователната програма за изучаване процесите и принципите, за да могат икономистите от различни направления да използват и препоръчат фондовия пазар като ефективна алтернатива на банките. В основата на ефективно действащите пазарни механизми банковото дело и капиталовите пазари са конкурентни и взаимно допълващи се. Същото важи за застраховането и пенсионното осигуряване¹⁴⁹. За икономическия процес банките и фондовите пазари имат еквивалентна роля. За инвеститорите те са място за влагане на капитали, а за бенефициентите са място за осигуряване на ресурс за стартиране или развитие на търговски процеси, тоест тяхната роля е трансферираща, срещу което те получават възнаграждение. Както при банките, така и при фондовите пазари, инвеститорите получават доходност, а бенефициентите плащат за използвания ресурс.

Колкото е важно банковото дело, толкова и фондовият пазар. Най-ефективно за обществото и държавата е, ако те са в пряка конкуренция и няма доминираща сфера. Основната им роля е да преразпределят капитали. Необходимо е малките инвеститори да имат алтернативи

¹⁴⁸ Чупетловска, В. (2023). "Влияние на здравното осигуряване като фактор за устойчиво икономическо развитие." Икономика на бъдещето: Международна научна конференция. Висше училище по застраховане и финанси (ВУЗФ).372-381

¹⁴⁹ Pradhan, Rudra & Arvin, Mak & Nair, Mahendhiran & Bennett, Sara. 2020. "Unveiling the causal relationships among banking competition, stock and insurance market development, and economic growth in Europe", Structural Change and Economic Dynamics, Vol. 55, Pages 74-87;

на банковите влогове за запазване и увеличаване на стойността на спестяванията си¹⁵⁰.

При положение, че образованието за фондовия пазар бъде имплементирано по-силно в средното и висшето икономическо образование за сметка на банковото дело, следва да се достигне до баланс на двата сектора чрез баланс в инвеститорските намерения на обществото. Те ще бъдат базирани на обективен избор, извършен след правилна оценка на риска и възвръщаемостта от двата модела на инвестиции, изградени чрез познание за процесите.

3. Финансово отчитане и анализиране на емитенти

Логиката на разпространение на пазарна и финансова информация е възможност за оценяване на дружествените дялове, търгувани на фондовия пазар. В този контекст се налага мнението, че при публикуване на финансов отчет, в който дружеството реализира положителен финансов резултат, при равни други условия, цената на търгуваните му акции се увеличава. Компаниите с повече собствено финансиране разкриват по-малко информация¹⁵¹. Правилно, точно, вярно и разбираемо финансово отчитане е необходимо за ефективността в оценяването на компании на Единна Балканска фондова борса. На база осчетоводяването се формират данъчните отчисления и печалби, не на последно място се определя остатъчният ресурс за погасяване на задължения. Приемането на единни международните стандарти за финансово отчитане (МСФО), е ползотворно за единния капиталов пазар поради необходимостта да се направят финансовите пазари по-ефективни¹⁵². Финансовото отчитане е необходимо условие за анализиране и съпоставяне на икономическата дейност в публичните дружества. На база анализа на финансови отчети се прави избор дали инвеститорът е склонен да поеме риска, който предлага дружеството. Не на последно място е възможността за ефективно съпоставяне с конкурентни дружества, било то от управителния орган, потенциален инвеститор или кредитор. Целта на финансовото отчитане е приспадане на разходи, отчитането на активи и пасиви, както и изчисляването на печалбата да бъдат съпоставими за всички емитенти на единния капиталов пазар, да бъде лесно и ясно за четящия отчета какво се включва в дадената сметка и стойност.

Масовото разпространение на интернет през XX век и процесите на дигитализация след 2010 г. промениха модела за разкриване на информация от юридически лица¹⁵³. Най-голям ефект

¹⁵⁰ Асенова М, 2012, За статута и образованието на инвестиционните и борсовите посредници в България, Икономика и управление 1:41-47

¹⁵¹ Zaimović, Azra & Begic, Almasa & Zaimovic, Tarik. 2020. "Internet Financial Reporting Practices in Bosnia and Herzegovina, Serbia and Montenegro", International May Conference on Strategic Management – IMCSM20, Bor, Serbia, Vol. XVI, Issue 1, pages 285-298, ISSN 2620-0597;

¹⁵² Palea, Vera. 2018. "Financial reporting for sustainable development: Critical insights into IFRS implementation in the European Union", Accounting Forum, vol.42, pages 248-260;

¹⁵³ Zaimović, Azra & Begic, Almasa & Zaimovic, Tarik. 2020. "Internet Financial Reporting Practices in Bosnia and Herzegovina, Serbia and Montenegro", International May Conference on Strategic Management – IMCSM20, Bor, Serbia, Vol. XVI, Issue 1, pages 285-298, ISSN 2620-0597;

има върху представянето на финансови данни от публични компании поради изискванията за периодично представяне, което гарантира ефективен контрол от страна на акционерите върху дейността на компанията. Разпространяваната информация се използва от заинтересовани инвеститори, които извършват анализ върху финансовите активи, към които имат интерес. Публикуваната информация има множество потребители и е единствения механизъм, чрез който дружествата развиват своите постижения и се оценяват ефективно.

Развитието на интернет мрежата и масовото ѝ използване, съпътствано с ниски транзакционни разходи, води до масовото създаване на интернет сайтове¹⁵⁴. Те служат за разпространение на вътрешна информация, за търговски и маркетинг цели от страна на емитентите. Пример са сайтове, в които са показани изпълнени проекти на дъщерни за холдинга компании, с които емитентът цели привличане на внимание и инвеститори. Освен информацията, която доброволно дружеството разкрива, то има нормативно задължение за разкриване и на финансови данни. В случаите, когато сайтът се използва по много предназначения, той акумулира широк набор от информация, действайки объркващо на индивидуалния непрофесионален инвеститор. Поради тази причина потреблението на финансовата информация се превръща в неефективно.

Регулаторните органи предприемат действия по интегрирането на система, чрез която дружествата, след изготвяне на финансовите си отчети, имат задължение да форматират представената информация в нов модел – машинно четим формат¹⁵⁵. Той позволява лесно намиране и съпоставяне на разпространяваната информация. Европейският орган за ценни книжа и пазари (ESMA) посочва, че XBRL ще опрости процеса на отчитане на предприятията, както и ще улесни достъпа на потребителите до финансови отчети, техния анализ и съпоставимост¹⁵⁶.

Съществен проблем е историята на публичните данни и срокът, за който са на разположение на инвеститорите. Данните могат да бъдат премахвани две или три години след първоначалното им публикуване. Това условие би затруднило дългосрочното анализиране на публичните данни¹⁵⁷ или да създаде възможности за прикриване на конкретна важна информация. От гледна точка на професионалните инвеститори колкото повече време отделя

¹⁵⁴ Debreceny, R., & Gray, G., 2001. The production and use of semantically rich accounting reports on the Internet: XML and XBRL

¹⁵⁵ Committee of European auditing oversight bodies (CEAOB), 2019. CAOБ guidelines on the auditors' involvement on financial statements in European Single Electronic Format

¹⁵⁶ ESMA (2016a), Качествена, количествена и технологична оценка на пригодността на iXBRL технология за ЕСЕФ, отчитане на бизнеса.

¹⁵⁷ Debreceny, R., & Gray, G., 2001. The production and use of semantically rich accounting reports on the Internet:

даден анализатор в подбор на данни, толкова по-малко време отделя на самия анализ¹⁵⁸. Подборът на данни в мрежата се нарича „отриване на ресурс“¹⁵⁹.

¹⁵⁸ Debreceeny, R., & Gray, G., 2001. The production and use of semantically rich accounting reports on the Internet:

¹⁵⁹ Debreceeny, R., & Gray, G., 2001. The production and use of semantically rich accounting reports on the Internet:

3.1. Единен формат за финансово отчитане XBRL

Съгласно нововъведено изискване от 2021 г., годишните консолидирани финансови отчети за 2020 г. и следващи отчетни периоди на публичните дружества и други емитенти на ценни книжа трябва да се разкриват в iXBRL формат¹⁶⁰. Това изискване налага промяна в начина на отчитане на финансовите данни на публични компании. Стандартът за изготвяне на финансови отчети не се променя, промяната е в допълнителните отбелязвания, които е необходимо да се поставят след изготвянето на отчета. XBRL или „Extensible business reporting Language” представляват вграден разширяем език за отчитане на бизнес. XBRL спомага за лесно организиране и потребление на данните от страна на ползвателя им. В действителност неговото предимство се корени единствено в сравнението на голяма по количество информация.

Развитието на XBRL формата започва с налагането му от Комисията по ценни книжа на САЩ към публичните компании в САЩ¹⁶¹. Процесът в САЩ преминава през няколко етапа. Първият етап включва най-търгуваните компании да внедрят отчитане само на финансовите си показатели, през втория да маркират и бележките към финансовия отчет. През тригодишния период на задължително отчитане чрез XBRL, компаниите от три сегмента са включени постепенно в задължението за разкриване на информация в XBRL формат. След изтичане на тригодишния тестов период, американският регулатор на финансовите пазари преустановява изискването за маркиране чрез таксономия на отчетите.

Към настоящия момент изготвянето на отчета се извършва чрез препратки от първичните счетоводни данни към пояснителните бележки с цифра, отговаряща на поредния номер на описанието в семантичната част от отчета. По този начин, потребителят бива насочен към конкретното разшифроване на информацията за извършените разходи¹⁶². Тук XBRL форматът е неефективен, защото семантиката е изключително разнообразна и причините, доказателствата и ефектите създават изключително широк кръг от етикети, които биха затруднили процеса на ефективно отбелязване.

В дългосрочен период това би оказало негативен ефект. Той ще се изрази, като съставителят вместо да отбелязва дълго и сложно описателната част със съществуващата таксономия, която може и да не е точна или да не е създаден подходящ етикет. Съставителят ще

¹⁶⁰ Делегиран регламент (ЕС) 2018/815 на Комисията от 17 декември 2018 година за допълнение на Директива 2004/109/ЕО

¹⁶¹ Chowdhuri, R., Yoon, V., Redmond, R., & Etudo, U.O., 2014. Ontology based integration of XBRL filings for financial decision making

¹⁶² European Commission (2018ц). Request for technical advice on possible alternative accounting treatments to fair value measurements for long-term investment portfolios of equity and equity type instruments

изготвя отчета само чрез използване на лесни и кратки описания, с цел улеснение на последващото отбелязване. С преминаване към този модел на съставяне се рискува съставителят, умишлено или не, да предостави по-малко информация, която на свой ред е полезна за инвеститорите. По-малкото количество информация лесно се обяснява с факта, че литературният и разговорен език, които се използват при съставяне на семантичната част от отчета, са по-богати и не по-маловажно е, че те са по-лесни и разбираеми за масовия инвеститор. Докато, ако съставителят използва сложно изградени компютърно четими и обработваеми определения и описания, то самият процес е неефективен, тъй като се достига до необходимостта да се създават отчети, за да бъдат разбирани от компютър и в следствие компютърът да ги преформатира в четими за човека. Колкото и важен фактор да са компютрите в ежедневието на човечеството, тяхната роля е облекчаване на процеса, а не превръщането им в субект за развитието на конкретен отрасъл. Отрасълът не трябва да се развива, за да бъде лесен за разбиране от компютри, те са предмет в нашето ежедневие, а не обект, с който ние да се съобразяваме.

Видът файл XBRL, който се налага като модел за използване, не може да се използва свободно без необходима трансформираща програма. Поради това усложнение се налага развитие на варианта, в който форматът е четим и без специализиран софтуер.

3.2. iXBRL Формат за единно финансово отчитане

iXBRL – (inline Extensible business reporting Language)¹⁶³. Този формат файлове е модернизирания XBRL, който използва стандартни HTML файлове, върху които се извършва маркиране с XBRL маркери. Този вид файлове са неразличими за индивидуални инвеститори и позволяват безпроблемното четене на информацията. Допълнението е в това, че отбелязването с таксономия е лесно и се чете и от машина, което предоставя възможност за обработване на голяма по обем база данни. Чрез този модел на файлове се игнорират проблемите за масовия инвеститор и част от усложненията, които води със себе си стандартния XBRL формат. За компаниите, целящи да максимизират своята основна стойност и богатство на акционерите, е абсолютно необходимо да увеличат обхвата и качеството на предоставяната информация¹⁶⁴.

Реализираните положителни ефекти от въвеждането на iXBRL са само за потребителите на информация. Съставителите на информация изпитват трудности с въвеждането на програми за конвертиране поради високата им стойност и неефективността за изпълняването на техните

¹⁶³ Liu, C., Luo, X., Sia, C., O'Farrell, G., & Teo, H, 2014. The impact of XBRL adoption in PR China

¹⁶⁴ Zaimović, Azra & Begic, Almasa & Zaimovic, Tarik. 2020. "Internet Financial Reporting Practices in Bosnia and Herzegovina, Serbia and Montenegro", International May Conference on Strategic Management – IMCSM20, Bor, Serbia, Vol. XVI, Issue 1, pages 285-298, ISSN 2620-0597;

задължения. Негатив за iXBRL формат е възможността за съдържание, което не е визуализирано в HTML формат, но е налично за XBRL потребление. Друг проблем с iXBRL е маркирането на едни и същи данни на няколко места, пример за подобно двойно отбелязване има при отчитането на паричните потоци. В тези ситуации информацията ще се използва многократно, като това обстоятелство би довело до дублиране¹⁶⁵, което е нарушение на ръководството за съставителя.

iXBRL не аргументира ясно по какъв начин ще се поставят знаци за одиторски преглед и заверка на конкретен финансов отчет, поради тази причина достоверността на iXBRL остава непотвърдена пред институциите, които задължават публичните дружества да предоставят годишен одитиран финансов отчет или консолидиран годишен одитиран финансов отчет, когато такъв се изготвя.

Големият плюс от използването на XBRL е бързият и лесен превод на информация към международни инвеститори¹⁶⁶. Чрез този механизъм е възможно да се следи за регионалните малки пазари като българския, на който главно международните фирми изготвят двуезични отчети. По този начин пазарът би станал по-видим за международни инвеститори.

3.2.1. Стойност на софтуерния продукт

Цената за внедряване на софтуер за маркиране спрямо прогнозни данни на американски регулатори при внедряването на системата през 2009 г. е около 6 100 \$¹⁶⁷ за изготвяне на един отчет. Европейската комисия при издаването на Директива¹⁶⁸ към страните членки извършва проучване, с което установява, че средната цена за първия отчет, изготвен от самото публично дружество, възлиза на 13 000 евро¹⁶⁹, а ако се изготвя от външна фирма – 8 200 евро. Разходите, които Европейската комисия констатира за последващ отчет са 4 600 евро ако дружеството само изготви отчета и 2 400 евро ако отчетът се изготви от външна специализирана компания. Повишените разходи за дружеството, при сценарии за самостоятелно изготвяне, са тъй като Европейската комисия включва разход за заплата на специален служител, изготвящ този отчет и разходи за закупуване на софтуерен продукт за конвертиране във формат iXBRL.

Европейската комисия отчита и разходи за внедряване на система за контрол и потребление на информацията от националните регулатори. Проучването констатира разходи за

¹⁶⁵ Cohen, Eric E. & Debreceeny, Roger & Farewell, Stephanie & Roohani, Saeed, 2014. "Issues with the communication and integrity of audit reports when financial reporting shifts to an information-centric paradigm

¹⁶⁶ Henderson, Dave & Sheetz, Steven D. & Trinkle, Brad S., 2012. "The determinants of inter-organizational and internal in-house adoption of XBRL: A structural equation model

¹⁶⁷ SEC (2009), Interactive Data to Improve Financial Reporting, SEC Release No. 33-9002

¹⁶⁸ European Parliament, 2004. Directive 2004/109/EC

¹⁶⁹ ESMA (2016b), Анализ на разходите и ползите за регулаторния технически стандарт за единен европейския стандарт за електронно отчитане

внедряване на системата в границите между 70 000 и 2 200 000евро¹⁷⁰. Средните разходи за изпълнението включват поддръжка на софтуерния продукт и разходи за заплати и обучение на служителите на регулатора, общо около 800 000 евро за първата година, в последствие разходът спрямо прогнозните данни на Европейската комисия е за спад между 40 000 евро и 400 000евро. Европейската комисия е предвидила в своите прогнози 5 300 емитенти, които да публикуват годишните си консолидирани отчети за 2020 г. чрез iXBRL формат. Не се представят прогнозни данни колко би струвало на професионални инвеститори имплементирането на софтуер за подбор и анализ на данни, предоставени в изискуемият формат.

До момента на внедряването на системата фирмите, предлагащи iXBRL конвертируеми софтуери, биха се увеличили, съответно, за да привлекат дружества, на които да продадат своя продукт, те следва да предложат по-ниска цена. В тази връзка цената към 2021 г. следва да бъде по-ниска.

Сумите, цитирани от Европейската комисия, са средни за целия капиталов сектор в Европа. При по-големи предприятия с по-сложна и обемна база за отчитане сумите вероятно ще бъдат по-високи. Контрапункт са малките публични компании, които отчитат само собствените си финансови данни и не извършват консолидация. Възможно е разходът за тях да бъде под обявената прогнозна стойност, основно поради по-малката семантична част от финансовия отчет.

3.2.2. Алтернатива на iXBRL формат за отчитане

В България съществува изискване за представяне на счетоводна форма с изискуема информация, одобрена от заместник-председателя на българския регулатор. Формата се представя в MS EXCEL и може да бъде лесно съпоставим и обработван от потребителите. Тя е отделен файл от счетоводно изискуемите документи. Във файла съставителят има задължението за въвеждане на финансова информация, която да бъде лесно съпоставима. Този „excel“ файл или наречен „Форми на КФН“ се използва за да уеднакви информацията, която разпространяват различните публични дружества. Поради различните счетоводни стандарти за финансово отчитане, които отделните дружества използват¹⁷¹ и също поради възможността за промяната в счетоводната политика, която изпълнява дадено дружество, се налага внедряването на „Форми на КФН“, чрез които информацията от компаниите става лесно съпоставима за индивидуалния инвеститор.

¹⁷⁰ Katarzyna Klimeczak. "Koszty oraz uwarunkowania implementacji XBRL jako standardu raportowania finansowego na rynkach kapitałowych

¹⁷¹ Palea, Vera. 2018. "Financial reporting for sustainable development: Critical insights into IFRS implementation in the European Union", Accounting Forum, vol.42, pages 248-260;

При изискване финансовото отчитане да бъде чрез XBRL, то информацията би могла да бъде предоставена на регулатора и регулирания пазар в excel формат, а двете институции да преформатират информацията в XBRL или iXBRL преди публикуването ѝ на своите сайтове, като по този начин се намаляват разходите на публичните дружества. Финансирането на тази функционалност ще бъде за сметка на единично плащане от страна на публичните дружества към регулаторната институция. Чрез този модел разходът за създаване и внедряване ще бъдат равномерно разпределени между емитентите, съответно стойността му за един ползвател ще намалее драстично. Предпоставките и възможностите за въвеждането на този принцип са много и облагодетелстват всички заинтересовани страни, като изпълняват изискванията “За финансовите години, започващи на или след 1 януари 2020 г., всички годишни финансови отчети се изготвят в единен електронен формат за отчитане¹⁷²”.

Информацията, представена в частта на задължителните финансови данни, дава яснота каква е стойността и състоянието на определени показатели и позволява лесно съпоставяне с предишни периоди. За разлика от това останалата семантична част от финансовия отчет, която се дефинира като бележки или пояснения към отчета, е основополагаща за правилния анализ на дружеството. Това позволява проследяване на подробна разбивка на приходите на дружеството, което е задължение, вменено от стандарта за разкриване на информация. Освен подробно представяне на източниците, от които са постъпили приходи, дружеството разкрива в детайли разходите си, както и техните направления. Анализът от страна на инвеститора е важен, защото разкрива потенциала на дружеството за бъдещо израстване или спад в търговските отношения. Също част от бележките, в които се описват задълженията на дружеството по дългосрочни и краткосрочни взаимоотношения е значима информация за инвеститорите от гледна точка на ефективността в покритие или бъдещото привличане на дългов ресурс.

Формите в „MS Excel” изпълняват критерии за съпоставимост и четим машинен формат единствено на финансовите данни. При отбелязване на семантичната част „MS Excel” е невъзможен за използване. Само iXBRL позволява лесно и четимо използване на отбелязване както на счетоводната, така и на семантичната част от финансовия отчет.

При имплементиране на таксономията за бележките като задължителна функционалност, съществува вариант за изграждане на единен формат финансови бележки с една и съща поредност на публикуваната информация от съставителя, по този начин би се създавала

¹⁷² Член 4, параграф 7 Директива 2004/109 / ЕО /

възможност за използване на модел, разработен централно и функциониращ към всички емитенти, като той не би следвало да бъде задължителен.

Дружества, имащи желание и капацитет да публикуват самостоятелно изготвен отчет във формат iXBRL, следва да имат такава възможност. При този вариант ще се предоставят варианти за избор на оптимално ефективен начин на работа за емитентите.

При вярното, разбираемо и стандартизирано финансово отчитане инвеститорите ще извършват точен анализ на емитентите. Това е предпоставка за повишаване на доверието, предсказуемостта и ликвидността на финансовите инструменти, допуснати до търговия на Единна Балканска фондова борса.

4. Мерки и иновации, подпомагащи развитието на Единна Балканска фондова борса

В точката ще бъдат разгледани доказани и иновативни подходи, целящи популяризиране на Единна Балканска фондова борса. Изискванията към иновативните допълващи проекти са да създават перспектива за развитие, да осигуряват доверието на инвеститорите и да се внедряват в кратки срокове.

Европейският съюз демонстрира желание да осъществи разширение със страните от Западните Балкани, за целта приемането на единна валута и интеграцията на пазарите, в това число и капиталовите пазари, ще се отрази позитивно на процеса. Интеграцията следва да бъде завършена чрез отпадане на административни бариери между отделните държави, основно чрез обединение между фондовите борси.

Когато отпаднат различията с валутния и страновия риск, активите ще се оценяват само по техните вътрешни рискови стойности. В този случай ще се преразпределят финансовите и макроикономическите шокове между всички членове на Единна Балканска фондова борса. По този начин рисковете от локални икономически кризи ще бъдат регулирани и съответно ограничени.

4.1. Популяризиране сред обществото.

Първият механизъм за развитие е повишаване на интереса в инвеститорите чрез финансово насочените предавания в телевизиите. В САЩ чрез телевизионни предаванията се коментират ежедневни движения на акции, облигации, дялове, фондове и котировки. Вариант за

популяризиране е да се предоставят финансови насоки и съвети, а дружествата да използват телевизията за реклама и интервюта с представители на компаниите.

Управителите на публични дружества и фондове се стремят да създадат инвеститорски интерес, като популяризират фонда си, за да повишат търсенето и от там респективно и самата цена на търгуваните акции. Това е най-важното и същественото за самите дружества поради възможността за привличане на все по-евтин капитал и последващото му инвестиране в рентабилни и печеливши проекти.

От телевизионния ефир ще се създаде потребителски интерес както в настоящите собственици на акции, така и в нови и потенциални инвеститори, които биха инвестирали за пръв път поради наличието на свободни капитали.

Телевизията ще бъде използвана за предавания, целящи повишаване познанията на обществото във финансовата сфера чрез разкриване на детайлите и функционалните възможности на фондовите пазари, устройството и целта на инвестиционните посредници, сетълментът дружествата, регулаторните институции и популяризирането на гаранционните фондове, които ще гарантират сигурност на инвеститорите.

Освен чрез телевизиите, популяризиране на емитентите следва да бъде осъществявано и от самата борса. Същността на тази характеристика е в разпространяването на информация за предстоящи първични публични предлагания през сайта на фондовата борса. Тази възможност не би коствала разход за борсата, а ефектът за емитента, привличащ ресурс, ще бъде огромен. Сайтът на борсата се посещава ежедневно от институционални и индивидуални инвеститори, от медии, отразяващи конкретни събития, от изследователи, емитенти и конкуренти. В тази връзка, ако се публикуват циркулационни съобщения под формата на реклама, но без да бъде заплащано, ще има лесен достъп до повече потребители на информация и ще има ефект на допълнително популяризиране за емитентите.

Представянето ще се извършва и в местни клонове на Единната Балканска фондова борса, като се разпространява информацията за първичното предлагане към институционални или частни инвеститори с голям инвеститорски потенциал. Емитентът ще предоставя проспект, който да бъде изложен в офисите на борсите. Този проспект ще бъде представян на инвеститори, посещаващи борсовите офиси в различните държави.

При обединяване на потенциала на участващите борси неминуемо ще се повиши и инвеститорският интерес, но допълнителното рекламиране и привличане на инвеститори трябва да залегне като постоянна дейност на единната фондовата борса, за да се цели дългосрочно проспериране, положителни финансови и търговски резултати.

4.2. Листване на малки и средни предприятия

Малките и средни предприятия са важен икономически субект за развитието на капиталовите пазари поради потенциала за развитие и възможността за реализиране на печалба от високите нива на промяната в цената. Тези възможности са породени от риска за влягане на капитал в нови дружества и се приема като добър показател от инвеститори, желаещи максимизиране на печалбите си чрез рисково инвестиране. Управителните органи на единната борсата следва да въведат възможност за финансиране на малки и средни предприятия чрез публично предлагане, вместо кредитиране от страна на банки.

Облекчението за малки и средни предприятие е в това, че Европейският фонд за развитие подпомага малки и средни икономически субекти в стремежа им да станат публични чрез финансирането на проспекта и всички първоначални разходи¹⁷³. Това е голямо облекчение и идеален старт за компаниите поради усложнението, че първичното предлагане и в частност – изготвянето на проспект е най-големият разход за листване на фирми.

Създаването на възможност за набиране на капитали от малки и средни предприятия чрез капиталовия пазар несъмнено ще повиши ликвидността и пазарната капитализация на фондовия пазар. Също позитив ще имат и самите компании, които ще успеят да привлекат необходимите средства без да се обвързват с кредитни продукти, които биха увеличили първоначалните им фиксирани разходи.

Идеята за първично публично предлагане и последващата търговия с акции на малки и средни предприятия ще бъде регулирана и отделена в специален пазарен сегмент на фондовата борса. В този сегмент дружествата ще имат по-ниски изисквания за размер на капитала, отчетните периоди ще бъдат по-дълги и няма да се изиска тримесечно оповестяване на счетоводни и управленски данни. Също като облекчение за дружествата в този сегмент ще се изготвят преференциални условия от държавни административни органи относно заплащането по месечни и годишни абонаменти за обслужване. Критерии, които ще бъдат стимул, но и рестрикция към фирмите е срокът, през който те ще бъдат търгувани в този сегмент. Целта е дружествата да се стимулират и да растат чрез допълнителни увеличения на собствените си капитали. Веднъж доказали идеята си за бизнес, доказали на пазара, че са предвидими и сигурни партньори, ще успеят да се изкачат към горния сегмент на зрели публични дружества, към които да действат стандартните разпоредби за публични дружества.

¹⁷³ По данни на ИАНМСП: „Ваучерна схема за предоставяне на услуги за емитиране на ценни книжа на капиталовите пазари“: Available URL: https://www.sme.government.bg/?page_id=43074

4.3. Допълнителни търговски сегменти

Към настоящия момент само борсите в Атина и Букурещ осъществяват търговия с деривативни инструменти. Дериватите са основополагащ финансов инструмент, предлаган от големите борси, целящи привличането на институционални инвеститори с голям мащаб. Чрез него инвеститорите успяват да хеджират бъдещите си постъпления или да запазят стойността на портфейлите¹⁷⁴, които контролират. Осъществяването на сделки с деривати е от съществено значение за осъществяване на проекта за Единна Балканска фондова борса. Благодарение на дериватите, единната фондова борса ще повиши капитализацията, оборотите, сигурността и предвидимостта на предлаганите финансови инструменти. Чрез внедряване на деривативни сделки неминуемо борсите ще привлекат повече и по-големи инвеститори, които избягват малките пазари поради липса на ефективно хеджиране.

Освен дериватите положителен за търговските обеми е възможно да бъде и пазар за обмяна на валута. Често са налице инвеститори, използващи валута, различна от евро, чести са ситуациите, в които е необходимо осъществяване на сделки с валута, различна от разполагаемата. В тази връзка пазар за обмяна на валута би стимулирал допълнително инвеститорите, като им предостави още една услуга, от която те да се възползват за осъществяване на търговските си дейности.

В търговията с валута ще бъдат допуснати всички официални разменни валути на ниски спредове по котировки, за да бъдат привличани и търговци, единствено целящи единична обмяна на валута. При разширяване на клиентската база ще се достигне до допълнително популяризиране на пазара и последващото му използване от все повече клиенти. Това би довело до увеличаване на конкуренцията и до все по-ниски нива в спреда на обменяна валута.

4.4. Дружества със специална инвестиционна цел

Дружество със специална инвестиционна цел (ДСИЦ) е вид компания, която се основава на модела на взаимните фондове, но инвестира в имоти, вместо в ценни книжа. В САЩ този тип компании съществуват от 1960 г. и са познати като „Real Estate Investment Trust“ или REIT, делят се на няколко вида: инвестиращи в недвижими имоти като апартаменти, офиси, хотели, търговски центрове, медицински центрове, гори и др.; инвестиращи в ипотeki или инструменти, свързани с ипотeki; и хибридни, които инвестират едновременно в двата вида¹⁷⁵.

¹⁷⁴ Sahin, Cumhur. 2015. "Analyzing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets", International Journal of Alanya Faculty of Bioness, vol. 7, No. 3, pages 199-209;

¹⁷⁵ Abuzayed, Bana & Al-Fayoumi, Nedal & Bouri, Elie. 2020. "Co-movement across european stock and real estate markets", International Review of Economics and Finance, vol. 69, pages 189-208;

Инвестицията в REIT дава възможност да се притежава част от портфолио от имоти, без да трябва да се влага в управлението му. Тези компании са задължени да изплащат поне 90% от реализираната печалба като дивидент и осигуряват висока ликвидност поради това, че ликвидността е в пряка и двустранна зависимост с риска и доходността на инвестиционните инструменти¹⁷⁶.

Към момента малко държави са въвели различни варианти на REIT дружества, като една от тях е България. Местният еквивалент е акционерно дружество със специална инвестиционна цел или АДСИЦ.

В законодателството на България от 2003 г. е възможно създаването на специализирани дружества, някои от важните им характеристики са:

- поне 75% от общите активи да са в недвижими имоти и парични средства
- над 75% от брутните приходи да се реализират от наеми на недвижими имоти или лихви по ипотечи
- по-малко от 50% от компанията да се държи от пет или по-малко на брой акционери
- не плащат данък върху печалбата
- задължение да изплащат поне 90% от печалбата като дивидент.

Специализираните дружества имат възможност да инвестират и във вземания „Факторинг“. Характеристиката на дружествата, инвестиращи във вземания е, че освобождават свежи средства за банки и търговски дружества, които очакват дългосрочни вземания¹⁷⁷, но при влошаване на търговските обороти тези вземания стават жизнено важни за получателя им в текущ момент. Чрез продажбата на вземане или така наречения „Договор за Цесия“, вземането се продава с отбив, който представлява печалбата на специализираното дружество за това, че изкупува вземане и предоставя свежи средства.

Основният плюс е в това, че свежите средства от продажбата на вземането се вливат в оборния капитал на продавача, тази възможност е изключително важна и полезна в ситуации на кризи. Дружествата, изкупуващи вземания, често сключват сделки и с банки, от които изкупуват кредити, срещу които банката получава ликвиден ресурс, с които тя разширява кръга на кредитополучатели. Специализираните дружества подпомагат кредитирането, като получават доходността и сигурността на банките, които са извършили оценка на кредитополучателите. Те също имат характеристика на хеджиращ актив, който ще бъде използван в допълнение с други

¹⁷⁶ Симеонов С., Тодоров Т. 2018. „Формиране на инвестиционен портфейл за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода Август 2016-Декември 2017“, Икономика 21, Издание 1, стр. 85-116;

¹⁷⁷ Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2010). Factoring Information into Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 293-309. doi:10.1017/S0022109010000074

видове акции поради същността си на акционерно дружество, реализиращо умерена корелация с останалите акции на фондовата борса¹⁷⁸.

Инвеститорите в специализирани дружества на свой ред получават пълната печалба от кредитните експозиции на банките без извършваните административни разходи, които намаляват чистия финансов резултат. Инвеститорите получават по-висока доходност, ако придобият акции от специализирано дружество, инвестиращо във вземания, изкупени от банки, отколкото ако инвестират директно в акции на търговска банка. Положителният ефект е заради липсата на административни разходи и заради разпределянето на необложена печалба.

Единна Балканска фондова борса ще получи повишен оборот и сигурност на активите при допускане на ДСИЦ до търговия на единната платформа. Също и ще намали потенциално фалиралите компании по време на кризисни икономически цикли.

Безспорните качества на ДСИЦ са доказани и внедряването на пазарен сегмент, в който да се търгуват само специализирани дружества, е ключова характеристика за реализирането на Единната Балканска фондова борса.

4.5. Концепция за иновативни дружества със специална инвестиционна цел

Единната Балканска фондова борса, за да направи стратегическа крачка пред утвърдените конкуренти, трябва да създаде креативна инвестиционна възможност за бъдещите си инвеститори. Създаването на инвестиционен обект, цел на който е развитие не само на дружеството, но и на обществото, е новост за инвеститорите. Финансирането на подобни компании е възможно да бъде от частни инвеститори през капиталовите пазари, а целта им ще бъде финансиране на проекти в полза на обществото и държавния бюджет. Дружествата се предвижда да се ползват с облекчения като липса на данък печалба и да имат задължения за изплащане като дивидент на 90% от реализираните си печалби. Ще използваме термина „Иновативни дружества със специална инвестиционна цел“ ИДСИЦ, примери са следните иновативни възможности:

- Зелени компании, чиято основна дейност е създаване на електрическа енергия от възобновяеми източници като Водно електрическа централа, Помпено-акумулаторна водно електрическа централа, соларни паркове и други. Европейската комисия декларира, че значителна част от средствата за осъществяване на проекти, свързани със създаване на електричество от възобновяеми източници, трябва да бъде осъществявано от частни

¹⁷⁸ Abuzayed, Bana & Al-Fayoumi, Nedal & Bouri, Elie. 2020. "Co-movement across european stock and real estate markets", International Review of Economics and Finance, vol. 69, pages 189-208;

инвеститори¹⁷⁹. Това е предпоставка Единна Балканска фондова борса да акумулира външни инвестиционни възможности, които да служат за осъществяване на модернизацията в производството на електроенергия.

- Транспортните услуги също са отрасъл с потенциал за района предвид географското му разположение и множеството транспортни коридори, които преминават през Балканите. Не е нужно да се концентрира инвестиционният поток и интерес към конкретен транспорт поради факта, че Балканите са входна точка на Европа за суровини, за преработени и за непреработени материали, храни и горива, превозвани по всички възможни начини.

- Като инвестиционни цели на публично частните партньорства е възможно да бъдат „Интермодални терминали“, които лесно и бързо да прехвърлят товарите между различни видове транспорт. Общественият принос е намаляване на пътния трафик и намаляване на въглеродните емисии, за инвеститорите приносът е реализиране на иновативни и изгодни проекти.

- Иновативен подход е и да се разреши на дружества с достатъчно голям инвестиционен публичен капитал да създават инфраструктурни проекти, даващи възможност за облекчаване и съкращаване на транспортирането: например мостове, тунели или алтернативни пътни коридори, като след създаването на инфраструктурата инвеститорът да има възможност за определен период от време да събира такси за използването на трасето. Създаването на публични дружества с основна дейност изпълнени социално значими проекти могат да подлежат на допълнителни облекчения или да имат за пряк партньор държавата. Това е вид социален модел, който не е известен никъде до момента. Пример е взаимен фонд от физически лица, който да инвестира 50% от държавен проект за изграждане на детски площадки. Чрез тази инвестиция се намалява общият разход по осъществяване на проекта от страна на държавата. Положителните ефекти за участниците във фонда са намаляване или напълно освобождаване от данъци за определен период от време, чрез тази инвестиция гражданите успяват да максимизират дохода си чрез намаляване на подоходното облагане от страна на държавата, също така реално и бързо ще видят ефекта от капитализираните си средства в осъществения проект. От една страна това има социален ефект, от друга се осъществява увеличаване на пазарна капитализация на борсата¹⁸⁰. Не на последно място остава възможността за пряк контрол от страна на физическите лица към

¹⁷⁹ Palea, Vera. 2018. "Financial reporting for sustainable development: Critical insights into IFRS implementation in the European Union", Accounting Forum, vol.42, pages 248-260;

¹⁸⁰ Чупетловска. В. (2022) Управление на публични средства в сектора на здравеопазването по време на криза: възможности за оптимизация и контрол. „Икономическо развитие и политики: Реалности и перспективи“. Българска академия на науките, Институт За Икономически Изследвания. 92 - 100

управлението на фонда, а бордът на директорите на фонда би могъл активно да контролира мениджърите на проектите и степента на ефективност, която имат вложените средства.

Създаването на иновативни инвестиционни обекти, използвайки позитивите от международните пазари, е възможност, целяща развитие не само на организацията и идея като цяло, а на различен и иновативен продукт, новост за инвеститорите. При внедряване на иновативни инвестиционни възможности, единната фондова борса ще привлече допълнителни инвеститори, от които се нуждае, за да направи крачка пред утвърдилите се конкуренти. Ползите ще бъдат многопластови, икономическите ще са за инвеститорите и единната фондова борса, а социалните ще подобрят средата на живот за обществото.

5. Очакван ефект от Единна Балканска фондова борса

Капиталовите пазари улавят зараждаща се икономическа криза, отчитайки бързо, точно и обективно икономическите фактори на публичните дружества и да характеризират посоката, в която се движи икономиката.

Капиталовите пазари са индиректно свързани и пренасят икономическите проблеми помежду си без да имат установена директна връзка. В модела на отворена икономика преустановяването на тази зависимост е невъзможно, но следва да се цели ограничаване на силата ѝ чрез развитието на обединения в отделни икономически райони. Това може да бъде постигнато със създаване на Единна Балканска фондова борса. Гърция, България, Румъния, Сърбия, Северна Македония, Черна гора, Хърватия, Словения, Босна и Херцеговина имат свои борсови оператори, които по мащаб, ефективност, модернизация и печалба са неразвити¹⁸¹. Никоя от гореописаните държави сама няма възможност да се конкурира със средно-големите Европейски борсови оператори като Полша и Италия. Единната Балканска фондова борса позволява чрез обединяване на професионален кадрови потенциал, обща пазарна капитализация и оборот да намалят разходите и да увеличат приходите. Повишената ефективност и конкурентоспособност на пазара ще привлича все по мащабни инвеститорски възможности, заедно с възможността за увеличаване на доходностите. Съответно малките местни предприемачи, увеличавайки мащаба, могат да се превърнат в международни икономически субекти, а в дългосрочен план и лидери.

При обединението на пазарите ще има облекчен и ускорен процес по сключване на сделки поради единната търговска платформа. Вариант е подържаната от Германската „Дойче Бьорзе“ платформа „Xetra“. Платформата се използва от България, Хърватия, Словения и голям брой

¹⁸¹ Stojkovic, Dragan. 2012. "Stock exchanges integration processes in the former SFRY area and the Belgrade stock exchange regional cooperation", Bankarstvo, Association of Serbian Banks, pages 34-51;

Европейски страни. Тя е модерна система с възможност за осъществяване на сделки в реално време и напълно би покрила нуждите на единния пазар. Другата алтернатива е да се използва платформа, създадена от местните борсови оператори като например Гръцката “OASIS” или Румънската „Arena XT”. Това е по-евтиният вариант. Позитив при използването на платформа, разработена от местна борса е, че върху нейното поддържане и модернизиране ще работят специалисти от всички участващи страни, което ще повиши нейните качества. При бъдещо модернизиране и популяризиране може да бъде предоставена и на други борсови оператори, с което ще се повишат реализираните приходи.

Единната платформа е основополагаща за по-висока ефективност и достъпност от всички борсови членове в отделните държави. Тяхната удовлетвореност от търговската система е най-важна поради това, че те са основният потребител.

Търговските часове на изследваните фондови борси са представени в табл. 29. Представени са часовете на отваряне, търговският цикъл и затварянето на отделните фондови борси. Става ясно, че борсите, в които се извършва пълен търговски ден, са Гърция, България, Румъния, Словения и Хърватия. Останалите страни поддържат борсова търговия през четири часа от деня. Борсите, поддържащи половин работен ден, не се отличават с високи търговски обеми. Тази зависимост би могла да бъде преодоляна лесно с удължаване на търговския ден. Вероятността за пропорционално увеличение на сделките и оборотите спрямо часовете търговия е слаба, но подобно увеличение в работния ден ще позволи по-висока сигурност в инвеститорите. Те ще имат възможност да реагират в по-голям времеви интервал на информация, която ще повлияе на цената на финансовия инструмент. Чрез повишената сигурност на инвеститорите ще се даде възможност на борсовите членове за покачване на търговските обеми и ликвидност на отделните борси. На свой ред унифицирането в работното време ще позволи ефективен търговски процес при Единна Балканска фондова борса.

Таблица 29. Представяне на часове за търговия.

	ASE	BSE	RSE	SSE	MSE	MNSE	LSE	ZSE	SASE	BASE
Pre-Open	10:15 - 10:29	• 09:30 - 10:00	09:45 - 10:00	09:00 – 09:30	• 09:00 - 10:00	08:30	8.00 - 8.15 ч.	09:00-09:15	09:00 – 11:0x 11:05 – 13:0x	8:30 - 09:30
Откриване на търга	*	• 10:00 - 10:10	10:00	09:25 – 09:30	фаза с произволна продължителност 9:55 + 1 до 300 секунди)	08:30 - 09:30	8.15 - 9.15 ч.	• 11:00 – 13:00 Режим на търга	*	*
Непрекъсната търговия	10:30 - 17:00	• 10:10 - 16:55	10:00 - 17:45	09:30 – 14:00	• 10:00 - 13:00	09:30 - 14:00	9.15 - 15.15 ч.	09:15 – 16:30	11:00 -13:00	09:30 - 13:00
Закриване на търга	17:00 - 17:09	16:55 - 17:00	17:45 - 17:50	14:00	13:00	14:00	15.15-15.30	16:30	13:30	13:00
След търгуване	17:10 - 17:20	• 17:00 - 17:30 ч.	17:50 - 18:00	*	*	14:02	15.30 - 16.00		*	*
	(UTC+0 2: 00)	(UTC+02:00)	(UTC+02:00)	(GMT+01: 00)	(GMT+01:00)	(GMT+0 1:00)	(GMT+01:00)	(GMT+01:00)	(GMT+01:00)	(GMT +1)

Източник: Собствено изследване на база данни от разглежданите фондови борси.

Технически приравняването на работното време не е проблем поради регулирането на този процес от самата борса. Удължаването на търговския ден не се обвързва с допълнителни пазарни цикли в лицето на аукцион, а единствено разширяване на часовия диапазон на софтуерните продукти, приемащи търговски поръчки.

Проблем би се наблюдавал при часовата разлика на страните в ситуация на обединение. Тогава борсите в Гърция, България и Румъния е редно да възприемат (UTC+1) поради преимуществото в броя на борси използващи тази часова зона.

Създадената и поддържана от “Централен депозитар” АД техническа инфраструктура за приключването на сключените от инвеститорите сделки позволява изпълнението на основни услуги съгласно раздел А и Б от Регламент (ЕС) No 909/2014. “Централен депозитар” АД има статут на спомагателна система в Трансевропейската автоматизирана система за брутен сетълмент на експресни преводи в реално време (TARGET2), което му позволява приключването на сделки и в паричната единица на еврозоната евро. Действащите в Република България системи за клиринг и сетълмент позволяват разрастването им до мащаби, с които да се покрият всички емитенти, участващи в Единна Балканска фондова борса.

За да бъде възможно облекчението на търговските взаимоотношения между отделните борсови оператори, обединената борса се нуждае и от една валута, която да бъде използвана от всички участници в търговските процеси¹⁸². Всяка от страните, която участва в настоящото проучване, използва своя собствена валута, което се явява пречка за лесното и бързо прехвърляне на финансови инструменти срещу парични средства. При използването на различни валутни единици за отделните участници ще е необходимо ежедневно следене на валутните курсове между отделните валутни единици и освен такси за самата търговска сделка, ще трябва да бъдат предвиждани и отделни такси във връзка с превалутирането. За да се облекчи процесът най-ефективният вариант за използвана валута е еврото.

Проблемите пред единния капиталов пазар са основно в законодателството и данъчното третиране на приходите от финансови инструменти. Отделните страни имат индивидуални нормативни уредби и нямат много допирни точки, но въпреки това единната фондова борса създава положителни предпоставки за страните поради изискването общият проект да има Европейска регулация. Политиките на институционалната реформа на наблюдаваните държави

¹⁸² Pungulescu, Crina. 2013. “Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States”, Emerging Markets Review, Vol. 17, Pages 106-124;

се засилват по отношение на хармонизирането с политиките на ЕС след получаване на статут на кандидат за ЕС¹⁸³.

Гърция, Словения, България, Румъния и Хърватия са пълноправни членки на Европейския съюз. Те като членове на съюза са задължени да прилагат Европейски регулации в единия пазар като спазване на Регламент 596, Регламент 1799, Регламент 809 и други. Нормативните изисквания, заложи от ЕС, са идеален вариант да бъдат свързващо звено във взаимоотношенията между ЕС и страните от Западните Балкани. При постигане на съгласие за приемане на общоевропейски норми и регламенти ще се постигне по-високо доверие, модерен и институционален облик и високо ниво на сигурност в единната фондова борса. Допълващият ефект ще бъде за страните, целящи присъединяване към ЕС. При приемане на единни стандарти и Европейски норми, страните кандидатки ще покажат готовност за приемане и на останалите изисквани от тях реформи.

Капиталовите пазари са един от най-силно регулираните икономически субекти и е редно да бъде така, за да няма възможност за злоупотреби и доверието на инвеститорите да бъде безрезервно. При наличие на добра регулация Единна Балканска фондова борса има големи шансове да се превърне във водещ борсов оператор¹⁸⁴. Имайки предвид регулациите, трябва да бъдат създадени единни стандарти за разпространение на информация, която ефективно и лесно да бъде съпоставяна. Това условие е основно в полза на непрофесионалните инвеститори, но ще бъде в облекчение и на професионалните. При единни стандарти за разпространяване на информацията ще се създаде и облекчение към дружествата, имащи конкретна форма за попълване и публикуване. Ще намалеят разходите за професионални услуги по обслужването на дружеството, свързани с месечните отчитания на финансовите си показатели.

Защитата и сигурността на инвеститорите е продукт на международно приети счетоводни стандарти, които спомагат за развитието на капиталовия пазар. Заедно със стандартите за отчитане е необходимо да има ясно и точно определяне и класифициране на дружествата: класификация по отрасъл, големина на дружеството, риск, платежоспособност и ефективност. Това класифициране трябва да се извършва професионално от местни новосформирани рейтингови агенции или да се привличат доказани международни агенции. Рейтинговите агенции ще имат за цел да създадат категории, към които ще бъдат разпределяни дружествата по техния

¹⁸³ Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. "Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries", *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, issue 5, pages 933-952

¹⁸⁴ Hasan, I., Schmiedel, H., Song, L., 2012. Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges? *Financ. Rev.* 47, 469–499.

мащаб, рискова структура и специфика. Тази дейност може да бъде вменена и на самия оператор. До голяма степен към настоящия момент борсите извършват подобна сегментация.

Хърватската фондова борса има функционален метод за разграничаване на дружествата, които се търгуват на нейния пазар, което е показано в табл. 30. Финансовите анализатори на борсата самостоятелно изготвят анализи за компаниите, които ще осъществят своето първоначално предлагане или за първи път ще бъдат търгувани на вторичния пазар. Анализ на дружествата се изготвя периодично и е възможно при негативно развитие на емитента да бъде преместен във втората категория (Категория Б). Съществува и положителен вариант, в който компанията подобрява показателите си и прехвърля дружеството в Категория А. Съответно това разделение спомага главно на външните инвеститори да подберат по-лесно риска, който да поемат, без да им е нужно да опознават в детайли същността на емитента и пазара по специално¹⁸⁵. В таблицата са визуализирани по вертикала критериите, по които се оценяват дружествата. По хоризонтала са резистентните стойности съответно за група А и група Б.

Таблица 30. Критерии за разпределение на дружествата.

	Категория < А >	Категория < Б >
Операции	<i>Дружеството е било на печалба през 2 от последните 3 години</i>	<i>Дружеството е било на печалба през 2 от последните 4 години</i>
Прилагане на кодекса	<i>Пълно прилагане на принципите на прозрачност в бизнес дейностите, определени със закон</i>	<i>Пълно прилагане на принципите на прозрачност в бизнес дейностите, определени със закон</i>
Капитал в свободна търговия (Free float)	<i>Минималният размер на капитала в свободна търговия е 15% от общата номинална стойност на капитала на емитента</i>	<i>Минималният размер на капитала в свободна търговия е 10% от общата номинална стойност на капитала на емитента</i>
Брой дни за търговия	<i>Ценните книги на дружеството да са били търгувани най – малко 50% от общия брой дни за търговия на фондовите борси през изминалата година</i>	<i>Няма такова ограничение за емитентите в тази група</i>

Източник: Публичен сайт на Хърватска фондова борса.

На база сегментация инвеститорът ще може по-бързо, с по-малко разходи и време да избере познат за него отрасъл и конкретно дружество, а съответно от рейтинга ще се ориентира за рисковата структура на портфейла си.

¹⁸⁵ Giofré, Maela. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment", Journal of Financial Stability, vol. 53, ISSN 1572-3089;

Поради необходимостта от създаване на единни стандарти за публичните дружества като разкриване на финансова информация и единни нормативни изисквания, възможността за по лесно ориентиране на непрофесионалните инвеститори ще им даде по-голям шанс за ефективни инвестиции. При влизането в дългосрочна позиция от страна на непрофесионалните инвеститорите могат да предприемат стратегии, които да им носят сигурна доходност в дългосрочен план, както и да бъдат допълваща част от пенсионните им доходи. Тази активна позиция на непрофесионалните инвеститори би могла да бъде разтоварващ ефект към очакванията за изплащани средства от пенсионните дружества, както и да са част от увеличената ликвидност за Единна Балканска фондова борса. Единният пазар ще има и друг положителен ефект за физическите лица, наблюдаващ се в получаване доходност от борсово търгувани инструменти вместо банковите депозити, които към настоящия момент са с номинално положителни, но ефективно отрицателни лихвени проценти.

Целта за развитие на единна борса е облекчаването на достъпа до капитали, набрани чрез публични емисии. Същността на този проблем се корени в многото на брой, но малки по обем борси, които не успяват да създадат достатъчно ликвидност вътре в своите държави. За големите световни борси пазарната ликвидност се приема за даденост, но се очертава като основен проблем за развиващите се капиталови пазари, към които се отнасят фондовите борси на новите пазарни икономики от балканските страни¹⁸⁶. Ликвидността е сред основните причини за дистанцирането на външни инвеститори.

Единната Балканска фондова борса ще обедини големите борси от държави като Гърция и Румъния с по-малки, като България, Северна Македония, Сърбия, Хърватия, Словения, Босна и Херцеговина. Използването на опита от по-големите¹⁸⁷ и административните иновации на по-малките са отлична основа за обединяването им в един голям стабилен и институционално модерен пазар, какъвто липсва в Източна Европа. Благодарение на този пазар компаниите ще успяват да набавят дългов капитал по-лесно и на по-ниска цена¹⁸⁸ през фондовата борса. Също така той ще се използва за набирането на собствен капитал, но най-важното е вторичният пазар и увеличаването на ликвидността.

¹⁸⁶ Симеонов С., Тодоров Т. 2018. „Формиране на инвестиционен портфейл за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода Август 2016-Декември 2017“, Икономика 21, Издание 1, стр. 85-116; 3

¹⁸⁷ Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. “The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union”, Society and Economy Akadémiai Kiadó, Hungary, vol. 40(1), pages 105-124;

¹⁸⁸ Giofré, Maella. 2021. “Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment”, Journal of Financial Stability, vol. 53, ISSN 1572-3089;

Заклучение:

Малкият гъсто населен район от Европа, с множество трудно достъпни места и много военни конфликти, е създал у местното население чувство за индивидуализъм. Чрез надграждането в общество, самостоятелността на индивидите ги прави подозрителни и дистанцирани от съседните им народи. Множеството конфликти в региона, плод на дългогодишни незадоволени териториални претенции, създават отчуждаване между съседните народи. Напрежението между социалните групи преминава в икономическа несигурност. Тя на свой ред ограничава възможностите за икономически растеж, главно заради липсата на инвестиции.

През годините Европейският съюз работи силно за интеграция на страните от Западните Балкани. Интеграцията има за цел икономически, социални, законодателни промени, които да привлекат необходимите инвестиции, позволявайки на страните от Западните Балкани да се доближат до обкръжаващите ги държави.

Икономическото развитие на националната икономика се определя като пряко свързано и с ефективното действие на капиталовия пазар. Към настоящия момент Балканските борси не изпълняват функцията си ефективно да преразпределят инвестиционен ресурс като предоставят капитали на местните компании. Фондовите борсите към момента действат самостоятелно и каквато и иновация да бъде въведена, няма да има възможност за увеличаване в мащаба. Малък пазар е невъзможно да привлече големи инвестиции, които да създадат ликвидност и свежи инвестиционни капитали.

Стопанските субекти от Западните Балкани разчитат основно на банково финансиране за икономическото си съществуване. Докато при ефективно действащ фондов пазар същите средства могат да бъдат привлечени както като дългов, така и като собствен капитал. От гледна точка на икономическата целесъобразност, дружествата ще се финансират през фондовия пазар поради по-ниския риск.

Икономическото сътрудничество оказва положителен макроикономически ефект за всички държави, то е осъществимо чрез обединение на местните капиталови пазари в Единна Балканска фондова борса. За да бъде възможно обединяването на Балканите и привличането на инвестиционни капитали е нужно единомислие и единни цели в посока създаване на единна точка за преразпределяне на капитали.

Единният капиталов пазар ще има централна икономическа роля за целия Балкански полуостров, като акумулира инвеститорски средства и ги преразпределя чрез ефективно действащата си структура към отделните държави. По този начин държавите ще се възползват от привлечени външни за района средства чрез публичните си компании, през които инвестициите ще се преразпределят в самата икономика, чрез затварянето им в икономически цикли и оборот на националните икономики. В последствие инвестиционният потенциал на фондовите пазарите трябва да бъде насочен приоритетно към производствени компании, които реализират продукцията с висока добавена стойност. Висококачествените продукти с висока добавена стойност получават по-високата цена и ефектът от производството им се увеличава, а това води до развитие на националните икономики.

Пазарната капитализация за разглежданите фондови борси се квалифицира като зависима и допълваща се. Обединението в Единна Балканска фондова борса ще изглади различията между отделните държави относно ново емитиране на финансови инструменти. Това ще позволи на повече компании да набират средства чрез капиталовия пазар поради разширената популяризация на процеса и достъпност на условията.

Единната Балканска фондова борса ще изглади флукуациите в оборота. Към момента разликата в търговските обеми е основана на новини, а при липса на информация инвеститорите запазват дистанция или използват други пазари. След обединяването тенденцията ще бъде към постоянна и балансирана търговия, основаваща се на по-голям брой ценни книжа и по-високи нива на ликвидност. Също ще се отчете и положителен ефект от привличане на нови инвеститори от конкурентни пазари като Полския, което към настоящия момент не е възможно поради разликата в мащаба и ликвидността между Полската фондова борса и всички останали разглеждани фондови пазари, участващи в изследването.

От съпоставянето на оборот и сделки следва да се заключи, че съществува права връзка: Колкото по-голяма е борсата, толкова повече сделки има, съответно оборотът се разделя на множество сделки с ниски единични цени, докато малките борси извършват малък брой сделки на по-висока цена. За инвеститорите това е рисков фактор, който е трудно оценим, влиянието му ще бъде ограничено при внедряване на единен капиталов пазар, чрез който да са налице повече участници придавайки ликвидност.

Високите нива на отклонение от средните стойности на борсови сделки доказват непостоянството в нивото на извършени борсови сделки. На свой ред това доказва слабата и непостоянна ликвидност на пазарите. При Единна Балканска фондова борса броят сделки ще се мултиплицира поради увеличената ликвидност и няма да има съществени разлики спрямо

средните стойности. Тази промяна ще бъде от полза за инвеститорите, ще позволи повече средства да бъдат вложени заради възможността във всеки един момент да бъдат разменени срещу пари.

Релацията между борсовите индекси подкрепя хипотезата, че пазарите са далеч от дългосрочното ниво на зависимост. От различните използвани методи за сравнение се наблюдават различни зависимости, което на свой ред се категоризира като непостоянни взаимовръзки. Това е обяснимо поради разликите в икономическите нива на отделните държави. При осъществяване на Единна Балканска фондова борса разликите в тенденциите ще бъдат изгладени.

Разпределението по вид финансови инструменти категорично определя акциите като основен финансов инструмент, а облигациите се нареждат на втора позиция за фондовите пазари на Балканите.

Единната Балканска фондова борса е проект, насочен към частните предприятия, но влиянието ѝ ще окаже ефект върху макроикономически характеристики като на отделните държави, така и на Балканския регион. Единната Балканска фондова борса увеличава възможността за развитие и просперитет на отделните икономики и на Балканския регион като съвкупност, създаването ѝ би позволило на района да акумулира инвестиции, непостижими за нито една от страните, действащи самостоятелно. Чрез обединения пазар ще се преразпределят финансовите и макроикономическите шокове между всички членове. По този начин сътресенията от локални икономически кризи ще бъдат смекчавани.

Единната платформа би позволила бърза смяна на политическата и икономическата обстановка. Инвеститорите без допълнителни разходи ще сменят държавата, в която инвестират, като изберат съседен пазар с по-нисък политически или икономически риск. Държавите от региона имат индивидуални характеристики, които биха подпомогнали инвеститорите при избора на пазар и реализирането на портфейл спрямо техния рисков профил.

След внедряване на иновативни инвестиционни възможности, Единна Балканска фондова борса ще привлече допълнителни инвеститори, които са нужни, за да направи крачка пред утвърдилите се конкуренти. Ползите са многопластови, икономическите са за инвеститорите и Единната фондова борса, а социалните за обществото чрез подобряване на средата за живот. Освен повече индивидуални инвеститори, ще бъдат концентрирани и инвестиционни ресурси от пенсионни, застрахователни и взаимни фондове, които да създадат разнородно рисковите портфейли на същата територия, от която са набрани, което ще помогне на икономиките да използват акумулирания ресурс.

Обединяването на фондовите пазари ще бъде технически реализирано чрез създаване единна платформа за приключване на сделките. Сетълментът на финансовите инструменти ще се извършва между местните централни депозитари, които следва да се обединят в единна система за сетълмент и клиринг на финансови инструменти. Регулацията ще бъде съблюдавана от местни регулатори, които ще използват европейските регламенти за борсова търговия като действащи законодателни рамки.

Ще бъдат създадени разнообразни сегменти за търговия, в тях ще бъдат разпределени съществуващите емитенти от всички държави. Безспорните качества на дружествата със специална инвестиционна цел са доказани и внедряването на пазарен сегмент, в който да се търгуват само специализирани дружества, е ключова характеристика за просперирането на Единна Балканска фондова борса. Първичното публично предлагане и последващата търговия с акции на малки и средни предприятия ще бъде регулирана и отделена също в специален пазарен сегмент на фондовата борса. В този сегмент дружествата ще имат по-ниски изисквания за размер на капитала, отчетните периоди ще бъдат по-дълги и няма да се изиска тримесечно оповестяване на счетоводни и управленски данни. Обособяването на единен пазар ще позволи набиране на средства и за мащабни инфраструктурни проекти, изискващи капитали, непостижими за отделните борси.

Данъчната политика на страните следва да се прилага по начин, водещ до хармонизиране на данъчното третиране на приходите, реализирани на капиталовите пазари. Хармонизирането на данъците се корени в унифицирането им чрез фиксиране на данък печалба за публични компании на 10%. Ниският общ данък ще стимулира производството в макроикономическа перспектива. Ефектът от данъчно облекчение ще бъде двупластов. Първоначално ще се намали данъчният щит от дълговото кредитиране, което ще увеличи привличането на капитали от фондовия пазар. Вторият ефект е стимулиране на преминаването към публичност на компаниите с цел намаляване на данък печалба. Ефектът от намаляването на процента в данък печалба ще бъде приспаднал от другите данъци, които ще бъдат плащани от компании като последващи от увеличението в производството, като социални осигуровки на допълнително наети лица и данък върху потреблението, повлияни от повишената покупателна способност;

Сложната нормативна регулация действа дистанциращо за индивидуалния инвеститор, но неговото желание за допълнителен доход се запазва. Създава се вакуумна среда от инвеститорски потенциал, който се акумулира от банките и имотите. При положение, че образованието за фондовия пазар бъде имплементирано по-силно в средното и висшето икономическо образование за сметка на банковото дело, развитието на капиталовия пазар ще постави в нова позиция

банковата сфера, която ще има нуждата да привлича клиенти чрез намаляване на лихвените си предложения по кредитните продукти към фирмите, а постепенно промяната ще се прехвърли и към физическите лица. Най-добрият вариант е да се постигне баланс на двата сектора чрез диверсификация в инвеститорските намерения на обществото. Те ще бъдат базирани на обективен избор, извършен след оценка на риска и възвръщаемостта от двата модела на инвестиции, изградени чрез познание за процесите.

Финансовата грамотност е критерий за просперитет на социума, изграден на рационален избор, който задоволява потребностите на обществото чрез балансирано използване на ресурси. Увеличението в процента на финансово грамотни хора ще реализира връзка с ликвидност и капитализация на фондовия пазар. Към момента фондовият пазар функционира под рационалния си мащаб и ограничава икономическото развитие и просперитет на националната икономика.

Компаниите, целящи да максимизират своята основна стойност и богатство на акционерите, е абсолютно необходимо да увеличат обхвата и качеството на предоставяната информация. При вярното разбираемо и стандартизирано финансово отчитане инвеститорите ще извършват точен анализ на емитентите. Това е предпоставка за повишаване на доверието, предсказуемостта и ликвидността на финансовите инструменти, допуснати до търговия на Единна Балканска фондова борса.

Собствениците на инвестиционния капитал са заинтересовани от правилна оценка на дружествата, в които те желаят да инвестират. Оценката се извършва на база счетоводна информация, която трябва да бъде представяна периодично. Когато финансовата информация е представена в единен и лесно разбираем формат, нейното съпоставяне е облекчено и се съкращава инвестиционния процес, което ще увеличи неговата продуктивност и ще намали риска от неправилен анализ. Разпространяването на вярна и точна информация, изготвянето ѝ в достъпен и разбираем формат премахва бариерите между международни инвеститори и местни емитенти.

Единната Балканска фондова борса ще увеличи ликвидността на ценните книжа от целия регион. Ликвидността ще увеличи търговските обороти, а те на свой ред събуждат интереса за инвестиране и печалба. Инвестирането е възможно в различни варианти на дружества, инвестиционни схеми или фондове. Ликвиден, добре развит и печеливш пазар, ще увеличи икономическия и производствен потенциал на всяка отделна държава. С развитието на икономиката се стимулират търговските и производствени възможности на страните, водещи до намаляване на безработицата и ефективно използване на потенциалите на страните.

Икономическият и финансов растеж, подпомогнати от развитието на единна борса, ще осъществят добри политически и икономически взаимоотношения в региона, които да доведат до обединени цели и единна стратегия за развитие.

Процесите на развитие на икономическото, финансово, политическо и социално естество ще уеднаквяват различията в степента на просперитет на Балканите, което е предпоставка за приемането на Сърбия, Босна и Херцеговина и Северна Македония в Европейското семейство и така ще отпаднат границите и търговските ограничения на останалите пазари. Единната Балканска фондова борса ще обедини участващите икономики и ще мултиплицира Макроикономическото развитие Балканския регион.

Изводи:

1. Осъществяването на проекта е зависимо основно от политическа решителност.
2. От приложените методи за анализиране на борсовите данни следва да се заключи с висока степен на достоверност, че при обединение ще се постигне мултиплициране на ликвидността и капитализацията, което ще привлече нови инвеститори.
3. След обединението ще се реализира възможността за привличане на повече капитали чрез повече първични предлагания или увеличения на собствения капитал
4. След обединението ще се намалят разходите за привличане на средства от публични компании.
5. Добре развитият капиталов пазар увеличава икономическото развитие и просперитет на националните икономики.
6. Макроикономически показатели като БВП, инвестиции, данъчни постъпления ще се повишат от създаване на единен балкански капиталов пазар.
7. Единен капиталов пазар е решение на ликвидните проблеми на разглежданите фондови борси.

Препоръки:

Препоръка към Европейска комисия: Осъществяване на кръгла маса с пълноценно участие на представители на разглежданите борси и депозитари, участници от местни и европейски регулаторни финансови органи, представители на институционални инвеститори както от Балканския регион, така и от цяла Европа.

Препоръка към финансовите Министерства: Възлагане на изследователски колективи от местните икономически университети да извършват икономически анализ върху широките ефекти за националните икономики от обединение в Единен Балкански капиталов пазар.

Препоръка към Регулаторните институции: Корекция на нормативни регулации, целяща създаване на нормативна основа за осъществяване и финализиране на сделки между различни фондови борси и депозитари;

Корекция и допълване на законови и подзаконови нормативни актове, разрешаващи създаване на иновативни дружества със специална инвестиционна цел.

Препоръка към Административно-технически органи: Осъществяване на техническата свързаност между отделните борсови и сетълмент системи.

Осъществяване на широко популяризиране на проекта чрез личните сайтове на участващите министерства, регулатори, фондови борси, депозитари и медии разпространяващи финансови новини от разглежданите държави.

Препоръка към икономически училища и университети в България: Фондовите пазари да бъдат по-широко застъпени във всички икономическите специалности с цел ефективно използване от широк кръг лица като място за преразпределение на инвестиции.

Финансовото образование да бъде застъпено по детайлно във всички средни и висши учебни заведения.

Приноси:

- Обобщаване и проучване на съществуващата литература по темата за фондовите пазари и интегрирането им;
- Извършване на статистически анализ на данните за капиталовите пазари на страните от Балканския полуостров и извеждане на основни зависимости и изводи;
- Предложение за организация на Единна фондов борса в Балканския регион, която да допринесе за повишаването на ликвидността, капитализацията и търгуваните обеми на фондовата борса, намаляване на разходите и увеличаването на приходите, но и за привличането на допълнителни международни инвеститори и инвестиционни фондове, спомагащи и за икономическото развитие на тези страни;
- Изграждане на концепция за развитите на иновативни дружества със специална инвестиционна цел.

Използвани източници:

Литература на Български език

1. Асенова М, 2012, За статута и образованието на инвестиционните и борсовите посредници в България, Икономика и управление 1:41-47
2. Вартоник, Р., Христов, Л., & Панайотова, Т., 2016, Бяла книга на финансовата грамотност в България
3. Витнџова Р., 2021, Финансова грамотност и финансово образование - условие за постигане на индивидуално и обществено благополучие, KNOWLEDGE, 45, 239-244
4. Гоев, В., Бошнаков, В., Тошева, Е., Харалампиев, К. & Бозев, В. (2019). Статистически анализ в социологически, икономически и бизнес изследвания. София: Издателски комплекс – УНСС.
5. Димитракиев Д, Жечев В., 2010, Висшите училища в България и обществото на знанието, Научни трудове на русенския университет, 49, 212-218
6. Димитров А., 2021, Висше образование в България – инструмент за ограничаване на „изтичането на мозъци от страната, Научни трудове на УНСС, 1:385-400
7. Закон за ратифициране на Договора за приятелство, добросъседство и сътрудничество между Република България и Република Северна Македония. Държавен вестник на Република България, бр.9 от 26 Януари 2018г
8. Договора за функционирането на Европейския съюз Available URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/PDF/?uri=CELEX:12012E/TXT&from=BG>
9. Жан-Франсоа Теодор (22 септември 2000 г.). „Раждането на Еuronext: Реч от Жан-Франсоа Теодор, председател и главен изпълнителен директор на Еuronext“. Париж.
10. Желев И., Христова С., 2020, Стратегии на образователната и научната политика, Национално издателство за образование и наука, 28, 223-236
11. Закон за публичното предлагане на ценни книжа
12. Карастоянов, С., 2011, Регионална политическа география на балканските страни, Университетско издателство „Св. Климент Охридски“;
13. Кънева А., 2021, Анализ на изменението на brutните кредити и аванси и привлечените средства от банките в България, Народноstopански архив, 1:66-86; <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=981023>
14. Манчев, К., 2012, История на балканските народи. Том 1, Парадигма;
15. Министерски съвет, 2020, Доклад за Националната стратегия за финансова грамотност на Република България
16. Министерство на финансите, 2021, План за действие
17. Народно събрание, 2020, Стратегия за развитие на висшето образование в България 2021-2030
18. Павлова, В., Чипева, С., Статистика., изд. „Нова Звезда“, 2012
19. Пенкова Е., Вълков А., 2018, Емпирични доказателства към ефективността на училищното образование в България, Икономически и социални алтернативи, 3, 19-32

20. Петков П., 2013, Иконометричен анализ на инвестиционната функция за България с отчитане влиянието на структурните шокове, Икономика 21 2-BG:50-75
21. Петрова, С., 2020, Могат ли българските деветокласници да управляват парите си?, Институт за изследване на образованието.
22. По данни на Българска народна банка , Лихвена статистика - всички таблици, Available URL: <https://www.bnb.bg/Statistics/StMonetaryInterestRate/StInterestRate/StIRInterestRate/index.htm> [20.09.2021]
23. По данни на Euronext; Acquisition of the Borsa Italiana Group : Available URL: <https://www.euronext.com/en/investor-relations/financial-calendar/acquisition-borsa-italiana--group>
24. По данни на Изпълнителна агенция за насърчаване на малките и средните предприятия ИАНМСП: Обща информация за „Ваучерна схема за предоставяне на услуги за емитиране на ценни книжа на капиталовите пазари“: Available URL: https://www.sme.government.bg/?page_id=43074
25. Симеонов С., Тодоров Т. 2018. „Формиране на инвестиционен портфейл за акции, търгувани на Българската фондова борса за периода Август 2016-Декември 2017“, Икономика 21, Издание 1, стр. 85-116;
26. Симеонов С. 2017. „Методика за анализ на тренда в борсовата активност, базирана на индикаторните сигнали и честотната променливост“, Икономика 21, Издание 1, стр. 24-44;
27. Славева К, 2021, Изграждане на ефективна връзка "образование – наука – бизнес" – стратегическа цел и средство за повишаване на ефективността на разходите за висше образование, Бизнес управление, ISSN 0861-6604, 5-22
28. Стефанова, Юлия. 2020. “Перспективи и предизвикателства пред граничните фондови пазари в Западните балкани?”, Списание за финансови изследвания, брой. 2(84), страници 6-31;
29. Филипова Ф, 2019, Отново за връзката: „счетоводно образование – професионална правоспособност – нуждите на практиката в България, счетоводство, одит и финанси в променящия се свят, 72-91
30. Чупетловска. В. (2022) Управление на публични средства в сектора на здравеопазването по време на криза: възможности за оптимизация и контрол. „Икономическо развитие и политики: Реалности и перспективи“. Българска академия на науките, Институт За Икономически Изследвания. 92 – 100
31. Чупетловска, В. (2023). "Влияние на здравното осигуряване като фактор за устойчиво икономическо развитие." Икономика на бъдещето: Международна научна конференция. Висше училище по застраховане и финанси (ВУЗФ).372-381

Литература на чужд език

1. Abuzayed, Bana & Al-Fayoumi, Nedal & Bouri, Elie. 2020. “Co-movement across european stock and real estate markets”, International Review of Economics and Finance, vol. 69, pages 189-208;
2. Alkhatib, Esra'a & Ojala, Hannu & Collis, Jill, 2019. "Determinants of the voluntary adoption of digital reporting by small private companies to Companies House: Evidence from the UK," International Journal of Accounting Information Systems, Elsevier, vol. 34(C)

3. Anselmi, Giulio & Petrella, Giovanni. 2021. "Regulation and stock market quality: The impact of MiFID II provision on research unbundling", *International Review of Financial Analysis*, Elsevier, vol. 76(C);
4. Arnold, Vicky & Bedard, Jean C. & Phillips, Jillian R. & Sutton, Steve G., 2012. "The impact of tagging qualitative financial information on investor decision making: Implications for XBRL," *International Journal of Accounting Information Systems*, Elsevier, vol. 13(1), pages 2-20
5. Barrios, Salvador & d'Andria, Diego & Gesualdo, Maria, 2020. "Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonization in the European Union," *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Elsevier, vol. 41(C);
6. Birau, F.R. & Trivedi, J. (2013). Analyzing Cointegration and International Linkage Between Bucharest Stock Exchange and European Developed Stock Markets. *International Journal of Economics and Statistics*, 4(1), 237-246.
7. Borsi, M. T. & Norbert, M. (2015): The Evolution of Economic Convergence in the European Union. *Empirical Economics* 48(2): 657–681.
8. Burkhanov, A. (2020). Econometric Analysis of World Investment Funds Net Assets. *Archive of Scientific Research*,
9. Chowdhuri, R., Yoon, V., Redmond, R., & Etudo, U.O., 2014. Ontology based integration of XBRL filings for financial decision making
10. Claire G. Gilmore & Brian Lucey & Marian Boscia. 2008. "An ever closer union? Examining the evolution of the integration of European equity markets via minimum spanning trees", *Physica A*, vol. 387, pages 6319-6329;
11. Cohen, Eric E. & Debreceeny, Roger & Farewell, Stephanie & Roohani, Saeed, 2014. "Issues with the communication and integrity of audit reports when financial reporting shifts to an information-centric paradigm
12. Committee of European auditing oversight bodies (CEAOB), 2019. CAOAB guidelines on the auditors' involvement on financial statements in European Single Electronic Format
13. Communication from the commission to the European Parliament. A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan. European Commission, 2020. COM (2020) 590, Available URL: (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_2&format=PDF)
14. Chupetlovska. V. (2022). Analysis of Financial Indicators Compared with Main Characteristics of Hospital Based Medical Care in Bulgaria. *Finance, Accounting and Business Analysis – FAB*A (4). 108-117
15. Debreceeny, R., & Gray, G., 2001. The production and use of semantically rich accounting reports on the Internet:
16. Debreceeny, R., & Gray, G., 2001. The production and use of semantically rich accounting reports on the Internet: XML and XBRL
17. Dorodnykh, E. (Ed.), 2014. *Stock Market Integration: An International Perspective*. Palgrave Macmillan UK, London.
18. Duan, K., Ivanov, P. and Werner, R. (2024) The rise of the red dragon: the non-binary political economy of decentralised public banks, *Post-Communist Economies* 36 (4), 464-481

19. Duan, K., Ivanov, P., and Werner, R. (2025) Deciphering the Chinese Economic Miracle: The Resolution of an Age-Old Economists' Debate—and its Central Role in Rapid Economic Development, *Review of Political Economy* 37 (1), 202-226.
20. Easley, D., Hvidkjaer, S., & O'Hara, M. (2010). Factoring Information into Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(2), 293-309. doi:10.1017/S0022109010000074
21. El Ouardighi, J. – Somun-Kapetanovic, R. (2009): Convergence and Inequality of Income: The Case of Western Balkan Countries. *The European Journal of Comparative Economics* 6(2): 207.
22. ESMA (2016a), Качествена, количествена и технологична оценка на пригодността на iXBRL технология за ЕСЕФ, отчитане на бизнеса.
23. European Commission (2018). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable development
24. European Commission JRC TECHICAL REPORTS, Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonisation in the European Union; Available URL: <https://ec.europa.eu/jrc/sites/default/files/jrc116420.pdf>; [30.10.2020]
25. Ferreira, Paulo. (2018). "Long-range dependencies of Eastern European stock markets: A dynamic detrended analysis", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 505, pages 454–470;
26. Forgó, B. & Jevčák, A. (2015): Economic Convergence of Central and Eastern European EU Member States over the Last Decade (2004-2014). Brussels: European Commission.
27. Giofré, M., 2013a. International diversification: households versus institutional investors. *N. Am. J. Econ. Finance* 26, 145–176.
28. Giofré, Maela. 2021. "Stock exchange consolidation and cross-border investment: An empirical assessment", *Journal of Financial Stability*, vol. 53, ISSN 1572-3089;
29. Gradojević, N. & Dobardžić, E. (2013). Causality between Regional Stock Markets: A Frequency Domain Approach. *Panoeconomicus*, 5, 633–647
30. Gradojević, N. & Dobardžić, E. (2013). Causality between Regional Stock Markets: The Case of Acceding and Candidate Countries", *Eu. In. Online Paper*, 10(7), 1–16.
31. Graham Smith (2012) The changing and relative efficiency of European emerging stock markets, *The European Journal of Finance*, 18:8, 689-708, DOI: 10.1080/1351847X.2011.628682
32. Guedes, Everaldo & Ferreira, Paulo & Dionisio, Andreia & Zebende, Gilney. 2019. "An econophysics approach to study the effect of brexit referendum on European Union stock markets", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 523, pages 1175-1182;
33. Hasan, I. & Schmiedel, H. & Song, L., 2012. Growth strategies and value creation: what works best for stock exchanges? *Financ. Rev.* 47, 469–499.
34. Henderson, Dave & Sheetz, Steven D. & Trinkle, Brad S., 2012. "The determinants of inter-organizational and internal in-house adoption of XBRL: A structural equation model
35. Horvath, R. & Petrovski, D. (2013). International Stock Market Integration: Central and South Eastern Europe Compared. William Davidson Institute Working Paper Number 1028 February 2012
36. Huang, Li-Ping & Qiu, Tian & Chen, Guang & Zhong, Li-Xin. 2019. "European union effect on financial correlation dynamics", *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, vol. 528;
37. Hyunchul Lee; Lee, Hyunchul. 2021. "Time-varying comovement of stock and treasury bond markets in Europe: A quantile regression approach", *International Review of Economics & Finance*, vol. 75, pages 1-20;

38. Iglesias, Emma. 2015. "Value at Risk and expected shortfall of firms in the main European Union stock market indexes: A detailed analysis by economic sectors and geographical situation, *Economic Modelling*, vol. 50, issue C, pages 1-8;
39. Ivanov, P. and Werner, R. (2022) The monetary Reform debate as the continuation of the Long-standing currency vs Banking school debate and the Identification of Its Long-Overdue Resolution, *The Review of Business and Economic Studies*, 10 (1): 6 – 13.
40. Katarzyna Klimczak. "Koszty oraz uwarunkowania implementacji XBRL jako standardu raportowania finansowego na rynkach kapitałowych
41. Katarzyna Klimczak. 2019. " The benefits of using XBRL for reporting on capital markets in the light of the situation of market supervisors and scientific meetings ". *Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica* 340:57-72.
42. Katarzyna Klimczak. 2020 " Costs and conditions for the implementation of XBRL as a financial reporting standard on capital markets ". *Accounting Theoretical Notebooks* 98:107-122.
43. Khan, Walayet & Vieito, João Paulo, 2012. "Stock exchange mergers and weak form of market efficiency: The case of Euronext Lisbon," *International Review of Economics & Finance*, Elsevier, vol. 22(1), pages 173-189
44. Kim, Suk Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2005. "Dynamic stock market integration driven by the European Monetary Union: An empirical analysis," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 29(10), pages 2475-2502;
45. Kim, Suk-Joong & Moshirian, Fariborz & Wu, Eliza. 2006. "Evolution of international stock and bond market integration: Influence of the European Monetary Union," *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 30(5), pages 1507-1534;
46. Li, Hong. 2020. "Volatility spillovers across European stock markets under the uncertainty of Brexit," *Economic Modelling*, Elsevier, vol. 84(C), pages 1-12
47. Liu, C., Luo, X., Sia, C., O'Farrell, G., & Teo, H, 2014. The impact of XBRL adoption in PR China
48. Nedić, Vladimir & Despotović, Danijela & Cvetanović, Slobodan & Djukić, Tadija & Petrovi, Dragan. 2020. "Institutional reforms for economic growth in the Western Balkan countries", *Journal of Policy Modeling*, vol. 42, issue 5, pages 933-952;
49. Nielsson, U., 2009. Stock exchange merger and liquidity: the case of euronext. *J.Financ. Mark.* 12, 229–267.
50. Nițoi, Mihai & Pochea, Maria Miruna. 2019. "What drives European Union stock market co-movements?", *Journal of International Money and Finance*, Elsevier, vol. 97(C), pages 57-69;
51. Otchere, Isaac & Abukari, Kobana. 2020. "Are super stock exchange mergers motivated by efficiency or market power gains?", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, vol. 64;
52. Palea, Vera. 2018. "Financial reporting for sustainable development: Critical insights into IFRS implementation in the European Union", *Accounting Forum*, vol. 42, pages 248-260;
53. Paunal, Grace; Maria Valcheva; Xue Wang (2013). Creation and Segmentation of the Euronext Stock Exchange and Listed Firms' Liquidity and Accounting Quality: Empirical Evidence
54. Perego, Erica & Vermeulen, Wessel. 2016. "Macro-economic determinants of European stock and government bond correlations: A tale of two regions", *Journal of Empirical Finance*, vol. 37, pages 214-232;

55. Pradhan, Rudra & Arvin, Mak & Nair, Mahendhiran & Bennett, Sara. 2020. "Unveiling the causal relationships among banking competition, stock and insurance market development, and economic growth in Europe", *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 55, Pages 74-87;
56. Pungulescu, Crina. 2013. "Measuring financial market integration in the European Union: EU15 vs. New Member States", *Emerging Markets Review*, Vol. 17, Pages 106-124;
57. Sahin, Cumhur. 2015. "Analyzing the Relationships between Borsa Istanbul and The Balkan Stock Markets by Using The Method of Var: Evidence From Selected Stock Markets", *International Journal of Alanya Faculty of Bisoiness*, vol. 7, No. 3, pages 199-209;
58. Sahin, Cumhur. 2015. „Co-integration Analysis between the Turkish Stock Market and its Balkan Hinterland Equivalents: Proof From the 2010-2015 Period“, *Journal of Economic and Social Studies*, vol.6, No. 1, pages 105-124;
59. Samitas, A., kenourgios, D. (2011). Equity Market Integration in Emerging Balkan Markets. *Research in International Business and Finance*, 25, 296- 307.
60. Schmiedel, H. & Schönenberger, A., 2006. Integration, regulation, and policy of securities market infrastructures in the euro area. *J. Financ. Regul. Compliance* 14, 328–347.
61. Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. "The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union", *Society and Economy Akadémiai Kiadó, Hungary*, vol. 40(1), pages 105-124;
62. Stoica, O. & Diaconășu, D.E. (2011). Analysis of Interdependencies between Austrian and CEE Stock Markets. 616–627
63. Stojkovic, Dragan. 2012. "Stock exchanges integration processes in the former SFRY area and the Belgrade stock exchange regional cooperation", *Bankarstvo, Association of Serbian Banks*, pages 34-51;
64. Tahir Akhtar; Akhtar, Tahir, Akhtar. 2020. "Market multiples and stock returns among emerging and developed financial markets", *Borsa Istanbul Review*, vol. 21, pages 44-56;
65. Tesar, L. & Werner, I., 1995. Home bias and high turnover. *J. Int. Money Finance* 14, 467–492.
66. Thomas J. Chemmanur, Paolo Fulghieri; Competition and cooperation among exchanges: A theory of cross-listing and endogenous listing standards; *Journal of Financial Economics*, Volume 82, Issue 2; 2006
67. Top 100 Largest Sovereign Wealth Fund Rankings by Total Assets: Sovereign Wealth Fund Institute: Available URL: <https://www.swfinstitute.org/fund-rankings/sovereign-wealth-fund> [15.12.2020]
68. Tudor, C. (2011). Changes in Stock Markets Interdependencies as a Result of the Global Financial Crisis: Empirical Investigation on the CEE Region. *Panoeconomicus*, 4, 525-543.
69. Velichkovski, Igor. 2013. "Assessing independent monetary policy in small, open and euroized countries: Evidence from Western Balkan", *Empirical Economics*, vol. 45, issue 1, pages 137-156;
70. Zaimović, Azra & Begić, Almasa & Zaimović, Tarik. 2020. "Internet Financial Reporting Practices in Bosnia and Herzegovina, Serbia and Montenegro", *International May Conference on Strategic Management – IMCSM20, Bor, Serbia*, Vol. XVI, Issue 1, pages 285-298, ISSN 2620-0597;
71. Zamroni, Muhammad. & Y. A. Aryani, 2018. "Initial Effects of Mandatory XBRL Adoption Across the Indonesia Stock Exchange's Financial Information Environment." *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, vol. 22, no. 2, 181-197

72. Zana Grigaliuniene a, Dmitrij Celov b, Christopher A. Hartwell; Grigaliuniene, Zana & Celov, Dmitrij & Hartwell, Christopher. 2020. „The more the Merrier? The reaction of euro area stock markets to new members“, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, vol. 66;
73. Siljak, Dzenita & Nagy, Sándor. 2018. “The effects of the crisis on the convergence process of the Western Balkan countries towards the European Union”, Society and Economy Akadémiai Kiadó, Hungary, vol. 40(1), pages 105-124;

Нормативни документи

1. Закон за публичното предлагане на ценни книжа
2. Наредба 2, 17.09.2003 г. За проспектите при публично предлагане и допускане до търговия на регулиран пазар на ценни книжа и за разкриването на информация
3. Европейски орган за ценни книжа и пазари (ESMA). 2016, Насоки във връзка с Регламента относно пазарната злоупотреба
4. Европейския парламент, 2013. Директива 2013/50 / ЕС на Европейския парламент и на Съвета от 22 октомври 2013 г. за изменение на директивата 2004/109 / ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно хармонизирането на изискванията за прозрачност на информацията за емитентите, чиито ценни книжа са допуснати до търговия относно регулиран пазар, Директива 2003/71 / ЕО на Европейския парламент и на Съвета относно проспекта емисия, публикувана във връзка с публично предлагане или допускане до търговия с ценни книжа стойности и Директива 2007/14 / ЕО на Комисията за определяне на подробни правила за прилагане някои разпоредби на Директива 2004/109 / ЕО.
5. Европейски парламент, 2018. Делегиран регламент (ЕС) 2018/815 на Комисията от 17 декември 2018 година за допълнение на Директива 2004/109/ЕО
6. Committee of European auditing oversight bodies (CEAOB), 2019. CAOБ guidelines on the auditors' involvement on financial statements in European Single Electronic Format, 2019-039
7. Communication from the commission to the European Parliament. A Capital Markets Union for people and businesses - new action plan. European Commission, 2020. COM (2020) 590, Available URL : (https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:61042990-fe46-11ea-b44f-01aa75ed71a1.0001.02/DOC_2&format=PDF) [30.03.2021]
8. Communication from the commission to the European Parliament. A credible enlargement perspective for and enhanced EU engagement with the Western Balkans. European Commission, 2018. COM(2018)65. Available URL: (https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/annex-communication-credible-enlargement-perspective-western-balkans_en.pdf) [30.03.2021]
9. Declaration of the European Union and Western Balkans partners, 2018. Sofia, Available URL: (https://www.consilium.europa.eu/media/34776/sofia-declaration_en.pdf) [30.03.2021]
10. Declaration of the European Union and Western Balkans partners, 2020. Zagreb Available URL: <https://www.consilium.europa.eu/media/43776/zagreb-declaration-en-06052020.pdf> [30.03.2021]
11. European Central Bank, ECB reference exchange rate, Croatian kuna/Euro. Available URL: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=120.EXR.M.HRK.EUR.SP00.A [30.03.2021]
12. European Commission, ERM II – the EU's Exchange Rate Mechanism. Available URL: (https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/introducing-euro/adoption-fixed-euro-conversion-rate/erm-ii-eus-exchange-rate-mechanism_en) [30.03.2021]
13. European Commission JRC TECHICAL REPORTS, Reducing tax compliance costs through corporate tax base harmonisation in the European Union; Available URL: <https://ec.europa.eu/jrc/sites/default/files/jrc116420.pdf>; [30.10.2020]
14. European Commission (2018a). Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the establishment of a framework to facilitate sustainable development. Final. Available

atCOM353. <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/EN/COM-2018-353-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>. development. Final. Available atCOM353. <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/EN/COM-2018-353-F1-EN-MAIN-PART-1.PDF>.

15. European Commission (2018a). Request for technical advice on possible alternative accounting treatments to fair value measurements for long-term investment portfolios of equity and equity type instruments. June 2018. FISMA B3/EVDP/fv/Ares (2018)3110211. Available at <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FMeeting%20Documents%2F1809111259128025%2F04-02%20-%20EFRAG%20Advice%20to%20EC%20on%20Alternative%20Accounting%20Approaches%20for%20Equity%20Instruments%20-%20TEG%2019-06-26.pdf&AspxAutoDetectCookieSupport=1>
16. European Commission (2018b). The European commission action plan: Financing sustainable growth. Version 2, published July 2018. Available at <https://www.unpri.org/download?ac=5173>.
17. European Council, Council of the European Union, 2020. EU enlargement, Available URL: (<https://www.consilium.europa.eu/en/policies/enlargement/>) [30.03.2021]
18. European Parliament, 2004. Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market and amending Directive 2001/34/EC
19. European Parliament, REGULATION (EU) No 596/2014. Official Journal of the European Union. Available URL: (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/bg/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0596>) [30.03.2021]
20. European Parliament, REGULATION (EU) No 809/2014. Official Journal of the European Union. Available URL: (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/BG/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0809>) [30.03.2021]
21. European Parliament, REGULATION (EU) 2017/1799. Official Journal of the European Union. Available URL: (https://eur-lex.europa.eu/eli/reg_del/2017/1799/oj/bul) [30.03.2021]
22. European Securities and Markets Authority, 2016. Feedback Statement. ESMA/2016/1668. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1668_esma_feedback_statement_on_the_rts_on_esef_0.pdf.
23. European Securities and Markets Authority, 2017. Final Report on the RTS on the European Single Electronic Format. ESMA32-60-204 https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma32-60-204_final_report_on_rts_on_esef.pdf

Онлайн източници

1. Официален сайт на Alui: <https://www.alui.com/esef-postponement-status-by-eu-country/>
2. Официален сайт на Агенция за пазара на ценни книжа (Словения) <http://www.a-tvp.si/Eng/>
3. Официален сайт на Адмирал Маркет: <https://admiralmarkets.com/bg>
4. Официален сайт на Бенчмарк Финанс: <https://www.benchmark.bg/>
5. Официален сайт на Българска фондова борса www.bse-sofia.bg

6. Официален сайт на Гръцка комисия на капиталовия пазар http://www.hcmc.gr/en_US/web/portal/home
7. Официален сайт на Гръцка фондова борса <https://www.athexgroup.gr/web/guest/home>
8. Официален сайт на Доверие обединен холдинг АД: / www.doverie.bg/
9. Официален сайт на Карол: <https://karollbroker.bg/bg/>
10. Официален сайт на Комисия за пазар на капитал (Черна гора) <https://www.scmn.me/>
11. Официален сайт на Комисия за финансов надзор(България) <http://www.fsc.bg/en/>
12. Официален сайт на Комисия по ценни книжа (Босна и Херцеговина) www.komvp.gov.ba/site/index.php/en/
13. Официален сайт на Комисия по ценни книжа (Република Сръбска) <http://www.secrs.gov.ba/>
14. Официален сайт на Комисия по ценни книжа (Сърбия) <http://www.sec.gov.rs/index.php/en/>
15. Официален сайт на Косовска фондова борса www.sase.ba/v1/en-us/
16. Официален сайт на Национална комисия по ценни книжа и борси (Северна Македония) <http://www.sec.gov.mk/>
17. Официален сайт на Орган за финансов надзор (Румъния) <https://asfromania.ro/>
18. Официален сайт на Румънска фондова борса <https://www.bvb.ro/>
19. Официален сайт на Северномакедонска фондова борса <http://www.mse.mk/mk/>
20. Официален сайт на Словенска фондова борса <http://www.ljse.si/>
21. Официален сайт на Сръбска фондова борса <http://www.belex.rs/eng/>
22. Официален сайт на Фондова борса Баня Лука <http://www.blberza.com/>
23. Официален сайт на Хърватска фондова борса <http://zse.hr/>
24. Официален сайт на Хърватската агенция за надзор на финансовите услуги <https://www.hanfa.hr/about-us/>
25. Официален сайт на Хърватския Централен Депозитар <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:400:9048635272639:>
26. Официален сайт на Централен депозитар (България) <http://www.csd-bg.bg/>
27. Официален сайт на Централен депозитар и Клирингова къща (Сърбия) <http://www.crhov.rs/>
28. Официален сайт на Централен депозитар (Румъния) <https://www.rocLEAR.ro/>
29. Официален сайт на Централен депозитар (Северна Македония) <http://www.cdHV.mk/>
30. Официален сайт на Централен регистър на ценни книжа (Република Сръбска) <http://www.crhovrs.org>
31. Официален сайт на Централна клирингова корпорация на ценни книжа (Словения) <https://www-en.kdd.si/>
32. Официален сайт на Централно депозитарно и клирингово дружество (Черна гора) <http://www.cda.me/>
33. Официален сайт на Черногорска фондова борса <https://www.mnse.me/>

34. Press release by Euronext, "Euronext – P&L Impact of IFRS 16 application in 2019", 16.04.2019 [<https://www.globenewswire.com/news-release/2019/04/18/1806210/0/en/Euronext-P-L-Impact-of-IFRS-16-application-in-2019.html>]
35. Euronext, James Chen, 30.05.2019 [<https://www.investopedia.com/terms/e/euronext.asp>]
36. Rule Book I Harmonised Rulebook, 03.06.2019
37. [<https://www.euronext.com/en/regulation/harmonised-rules>]
38. Registration document, 03.06.2019 [<https://www.euronext.com/en/investors/regulated-information/annual-financial-reports>]
39. Irish Stock Exchange Trading Hours, [<https://www.stockmarketclock.com/exchanges/ise/trading-hours>]
40. Euronext Amsterdam Stock Exchange Trading Hours, [<https://www.stockmarketclock.com/exchanges/euronext/trading-hours>]
41. Euronext Lisbon Trading Hours, [<https://www.stockmarketclock.com/exchanges/euronext-lisbon/trading-hours>]
42. Euronext Paris Exchange Trading Hours, [<https://www.stockmarketclock.com/exchanges/euronext-paris/trading-hours>]
43. Euronext Brussels Trading Hours, [<https://www.stockmarketclock.com/exchanges/euronext-brussels/trading-hours>]
44. London Stock Exchange Trading Hours, [<https://www.stockmarketclock.com/exchanges/lse/trading-hours>]
45. Trading Hours, 06.06.2019 [<https://www.euronext.com/fr/bonds/trading/trading-hours>]
46. Trading Rules and Methods, 06.06.2019 [<https://www.euronext.com/fr/bonds/trading/trading-rules-methods>]
47. Euronext Growth Markets Rules, 08.06.2019 [<https://www.euronext.com/regulation/euronext-growth>]
48. Organizational memo Euronext Expert Market, [<https://www.euronext.com/en/regulation/euronext-expert-market>]
49. Regulation, 09.06.2019 [<https://www.euronext.com/en/regulation/market-rules>]
50. Trading Facility Rule Book, 09.06.2019 [<https://www.euronext.com/en/regulation/trading-facility>]
51. Euronext Block London – Euronext Block Rulebook v4-March 2019, [<https://www.euronext.com/regulation/euronext-block>]
52. Trading Products, 11.06.2019 [<https://www.euronext.com/en/trading-products>]
53. Frequently Asked Questions - Transaction structure, [<https://www.euronext.com/listings/frequently-asked-questions/transaction-structure>]
54. Euro STOXX 50 Index, James Chen, [<https://www.investopedia.com/terms/d/dowjoneseurostoxx50.asp>]
55. Euro STOXX 50, 14.06.2019 [<https://www.investing.com/indices/eu-stoxx50>]