# ПАЗАРНАТА ЛИКВИДНОСТ НА БОРСОВИТЕ ДРУЖЕСТВА – ПОКАЗАТЕЛ ЗА РИСКА И СТЕПЕНТА НА РАЗВИТИЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ

## Доц. д-р Стефан Симеонов, Стопанска академия "Д. А. Ценов"

# MARKET LIQUIDITY OF THE EXCHANGE COMPANIES – MEASURER FOR THE RISK AND THE EXTENT OF CAPITAL MARKETS DEVELOPMENT

## Assoc. Prof. Stefan Simeonov, Ph.D., Dimitar A. Tsenov Academy of Economics

**Резюме:** *Пазарната ликвидност на борсовотъргуваните акции се оказва основен проблем за фондовите борси от новата периферия на ЕС. Въпреки това пазарната ликвидност обичайно остава извън изследо­вателския фокус при инвестиционния анализ. Пазарната ликвидност на макропазарно и на микрониво следва да се изследва в пряка и двустранна обвързаност с риска на борсово търгуваните акции и като иманентна част от техния инвестиционния профил. Пазарната ликвидност на дружествата се явява ясен показател за нивото на развитие на капиталовите пазари и степента на тяхната конвергенция. В настоящото изследване систематизираме аналитичната стойност на индикаторите и показателите за микропазарна ликвидност, като извеждаме и някои нови измерители с приоритетна значи­мост. За обективна оценка при сравнителен анализ на повече дружества въвеждаме и прилагаме модел за комплексна оценка на пазарната ликвидност на дружествата.*

**Ключови понятия**: *пазарна ликвидност; инвестиционна активност; борсов обем; борсов оборот; коефициент на търговските дни; коефициент на борсовия обем*.

JEL: G11; G12; G14; G17.

**Summary:** *The Market liquidity of exchange traded shares turns out a major problem for stock exchanges on the EU's new periphery. However, the market liquidity typically remains outside the research focus of investment analysis. Macro-market and micro-market market liquidity should be investigated in a direct and bilateral relationship with the risk of exchange-traded shares and as an immanent part of their investment profile. The market liquidity appears as a clear indicator of the level of development of the capital markets and the degree of their convergence. In the present study, we systematize the analytical value of the indicators and the analytical indices for micro-market liquidity, and we also bring some new measures of priority significance. For objective assessment in a comparative analysis of more companies, we introduce and apply a model for a complex assessment of the market liquidity of the companies*.

**Key words:** *market liquidity; investment activity; exchange volume; exchange turnover; traded days ratio; exchange volume ratio*.

JEL: G11; G12; G14; G17.

*Ако приемем, че номиналът на монетата изразява доходността при акциите, а гербът – риска, то конвертируемостта на валутата е аналог на пазарната ликвидност за акциите.*

### Въведение

Пазарната ликвидност обичайно остава извън изследователския фокус при инвестиционния анализ на борсовите инструменти, докато вниманието е съсредоточено върху доходността и оценяването на риска. Недостатъчната пазарна ликвидност на новоформиращите се капиталови пазари и в частност на Българска Фондова Борса се оказва сериозен проблем, който продължава в различните фази на дългосрочния тренд и се иденти­фицира като доминиращ фактор и специфично проявление на кризата при по-младите фондови борси от Източна Европа. Въпросът за пазарната ликвидност откриваме в различни изслед­вания през последните години. Sony Sayari и Abdelwahed Omri разглеждат връзката между управлението на приходите, капиталовите натрупвания и ликвидността на акциите.[[1]](#footnote-1) Жан-Филип Бушо и Жюлию Бонар акцентират върху значението на ликвидността (изразена с "плътността" на сделките и борсовия обем) за пазарното равновесие.[[2]](#footnote-2) Канг, В и Х. Жанг изследват ликвидността ма развиващите се пазари.[[3]](#footnote-3) Найденова, К. разглежда измерителите на пазарна ликвидност главно на макрониво в проучване на българския фондов пазар.[[4]](#footnote-4)

С настоящото изследване имаме за **цел** формирането на модел за комплексна оценка на микропазарната ликвидност, позволяваща обективна съпоставка между повече дружества с различни показатели. Прилагаме подробна систематика на индикаторите и аналитичните показатели за пазарна ликвидност на дружествата,[[5]](#footnote-5) както и някои измерители, които въвеждаме за първи път. Основен акцент поставяме върху аналитичната значимост на отделните измерители.

### 1. Обосновка на избраните инвестиционни инструменти и ползваните данни

За целите на настоящото изследване разглеждаме дружествата от основния пазар на БФБ, за които се прилага метода "непрекъсната търговия".[[6]](#footnote-6) Подборът тук включва по две дружества от всеки един от четирите индекса на БФБ, съответно тези с най-голяма и тези с най-малка борсова стойности (пазарна капита­лизация), както следва:

Таблица 1. Селектирани дружества от четирите индекса на БФБ

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Борсов  индекс | Дружество  с най-голяма борсова стойност | Дружество  с най-малка борсова стойност |
| SOFIX | Софарма АД – София | Доверие Обединен Холдинг АД – София |
| BGBX40 | Софарма АД – София | Спарки Елтос АД – Ловеч |
| BGTR30 | ТБ Първа Инвестиционна Банка АД – София | Елана Агрокредит АД – София |
| BGRATE | Булленд инвестмънтс АДСИЦ – София | Болкан енд Сий Пропъртис АДСИЦ – Варна |

Таблица 2. Пазарна капитализация към последния търговски ден

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Дружество | Последен търговски ден | Борсова цена | Пазарна капита­лизация |
| Софарма | 22.12.17 | 4,283 | 577.339.401 |
| Доверие Обединен Холдинг | 22.12.17 | 2,081 | 38.989.822 |
| Спарки Елтос | 12.12.17 | 0,270 | 4.518.536 |
| Първа Инвести­­ци­онна Банка | 22.12.17 | 5,45 | 599.500.000 |
| Елана Агрокредит | 22.12.17 | 1,33 | 25.140.195 |
| Булленд Инвестмънтс | 22.12.17 | 0,890 | 11.585.921 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | 21.12.17 | 14,500 | 9.425.000 |

Източник: Официален сайт на Българска Фондова Борса [[7]](#footnote-7)

Предвид обхвата на извадките на SOFIX и BGBX40, а именно това, че 15-те дружества от SOFIX участват изцяло и в състава BGBX40, то разбираемо Софарма АД-София е лидер по пазарна капитализация и за двата индекса. За избягване на излишно повторение в изследването по отделните показатели за BGBX40 ще отразяваме само дружеството с най-малка борсова стойност Спарки Елтос АД – Ловеч.

За анализа на пазарната ликвидност за всяко от дружествата са ползвани ежедневни котировки, с цени на затваряне за 16 месеца – в периода от 22 август 2016 г. до 22 декември 2017 г. Последният търговски ден за някои от дружествата е на по-ранна дата (Табл. 2.).

При изследването на пазарната ликвидност на избраните дружества тук спазваме водещата логична последователност в категоризирането на измерителите – на първични индикатори и аналитични показатели, като за поредността на съответните измерители във всяка от тези групи сме водени от стремежа за оценяване на тяхната информационна и аналитична значимост.

### 2. Първични индикатори за пазарна ликвидност на дружествата

В практиката наличната информация и нормативните изисквания поставят акцент главно върху пазарната капитализация и фрий-флоута. Приемаме това за оправдано при нормално – т.е. активно работещи борси, което е характерно за развитите икономики. За пазари с малък мащаб и проблемна ликвидност като тази на БФБ, поставяме необходимостта от отчитане на допълнителни индикатори и показатели с по-голяма значимост в следната по-обширна последо­вателност: Брой акции; Брой акционери; Free-Float в %; Free-Float в бр. акции; Free-Float в паз. Кап.; Паз. Капитализация.

Заедно с подредбата на първичните микро индикатори според тяхната информационна значимостта, тук поставяме и две категории за тяхната същност – базови и търговски. Към ***базовите микро индикатори*** отнасяме главно: *броя акции и фрий-флоута,* като за тях е характерно това, че зависят от решенията на мажоритарните собственици и корпоративния мениджмънт. Предвид това, те имат много по-статичен характер и са изразител предимно на потенциала за пазарна ликвидност и инвестиционна атрак­тивност. Към ***търговските*** ***микро индикатори*** отнасяме: *броя търговски дни, броя сделки, търговския обем и борсовия оборот –* те са резултат от фактическата инвести­ционна активност и като такива те са много по-динамичен измерител. Според това категоризиране пазарната капитализация има междинно значение, тъй като тя е функция на базовия индикатор брой акции и борсовата цена.

**2.1. Базови индикатори за пазарна ликвидност на дружествата**

За различните първични индикатори като лидери се редуват *Софарма, Първа Инвести­­ци­онна Банка*, *Елана Агрокредит* и *Доверие Обединен Холдинг* (Таблици 3 и 4). С доста по-ниски стойности на базовите индикатори са *Болкан енд Сий Пропъртис* и *Спарки Елтос.*

Таблица 3. Базови индикатори за пазарна ликвидност на дружествата

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **Дружество** | Брой акции | Free-Float, в % | Free-Float, в бр. акции |
| Софарма | 134.797.899 | 31,87 | 42.960.090 |
| Доверие Обединен Холдинг | 18.736.099 | 66,12 | 12.388.309 |
| Спарки Елтос | 39.985.608 | 12,78 | 5.110.161 |
| Първа Инвести­­ци­онна Банка | 110.000.000 | 15,00 | 16.500.000 |
| Елана Агрокредит | 18.902.402 | 56,05 | 10.594.796 |
| Булленд Инвестмънтс | 15.008.125 | 62,15 | 9.327.550 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | 6.925.156 | 36,85 | 2.551.920 |

Таблица 4. Пазарна капитализация на Фрий-флоута

|  |  |
| --- | --- |
| **Дружество** | **Free-Float в пазарна капитализация** |
| Софарма | 183.998.067,10 |
| Доверие Обединен Холдинг | 25.780.070,31 |
| Спарки Елтос | 577.468,90 |
| Първа Инвести­­ци­онна Банка | 89.925.000,00 |
| Елана Агрокредит | 14.091.079,30 |
| Булленд Инвестмънтс | 7.200.649,90 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | 3.473.112,50 |

Източник: сайт на Българска Фондова Борса и собствени изчисления [[8]](#footnote-8)

**2.2. Търговски индикатори за пазарна ликвидност на дружествата**

Според приоритета на първичните инди­катори, който поста­вихме по-горе, броят акционери е сред първите с водещо значение. Следва да отбележим, че въпреки нормалното му възприемане като пазарен индикатор, той притежава една съществена характеристика на базовите индикатори. Визираме възмож­ността корпоративният мениджмънт и мажоритарните акционери да влияят на броя на останалите акционери, макар и индиректно, чрез фрий-флоута. Допълнителни, макар и пазарни, мерки са обратното изкупуване на акции, роенето на акции и др. През последните месеци на 2017 някои дружества, като Софарма, провеждаха доста активна политика по обратно изкупуване на акции.

Таблица 5. Брой акционери

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Борсов индекс | Дружество | Брой акционери |
| SOFIX | Софарма | 5.987 |
| Доверие Обединен Холдинг | 147.403 |
| BGBX40 | Спарки Елтос | 5.557 |
| BGTR30 | Първа Инвестиционна Банка | 1.934 |
| Елана Агрокредит | 385 |
| BGREIT | Булленд Инвестмънтс | 178 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | 47 |

Данните са предоставени специално от Българска Фондова Борса

Таблица 6. Търговски индикатори за пазарна ликвидност на дружествата

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **Дружество** | Брой търговски дни | Брой сделки | Борсов обем[[9]](#footnote-9) | Борсов оборот |
| Софарма | 326 | 4.873 | 27.892.418 | 107.948.113,00 |
| Доверие Обе­динен  Холдинг | 289 | 4.334 | 9.267.688 | 15.466.907,40 |
| Спарки Елтос | 112 | 357 | 286.002 | 139.973,11 |
| Първа Инвест. Банка | 305 | 3.719 | 3.770.932 | 14.554.180,31 |
| Елана  Агрокредит | 207 | 862 | 2.053.304 | 2.832.208,21 |
| Булленд инвестмънтс | 114 | 327 | 634.061 | 575.953,54 |
| Болкан енд  Сий Пропъртис | 40 | 91 | 1.525.912 | 21.872.619,99 |

Според всеки от четирите търговски индикатори за пазарна ликвидност *Софарма АД* има абсолютно лидерство. С незначителна разлика по три от водещите търговски индикатори второто място се заема от *Доверие Обединен Холдинг* (Табл. 6.)*.* С най-ниски стойности на търговските дни и броя сделки е *Болкан енд Сий Пропъртис,* а с най-нисък борсов обем и оборот е *Спарки Елтос.*

**2.3. Среднодневни стойности на търговските индикатори за пазарна ликвидност**

Като база за изчисляване на среднодневните стойности на инди­каторите поставяме общия брой борсови дни за изследвания период, (26.08.2016 – 22.12.2017), които според търговския календар на БФБ[[10]](#footnote-10) са 332 (триста тридесет и два).

Таблица 7. Търговски индикатори за пазарна ликвидност, среднодневни стойности

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Дружество | Средно­дневен  брой сделки | Средно­дневен търгуван обем (брой акции) | Средно­дневен борсов  оборот (лв.) |
| Софарма | 14,68 | 84.013,31 | 325.144,92 |
| Доверие Обеди­нен Холд. | 13,05 | 27.914,72 | 46.587,07 |
| Спарки Елтос | 1,08 | 861,45 | 421,61 |
| Първа Инвест.Банка | 11,20 | 11.358,23 | 43.837,89 |
| Елана Агрокредит | 2,60 | 6.184,65 | 8.530,75 |
| Булленд инвестмънтс | 0,99 | 1.910,00 | 1.735,00 |
| Болкан енд Сий Проп. | 0,27 | 4.596,12 | 65.881,39 |

Независимо от категоричността на първичните индикатори, формирането на обективен инвестиционен профил, не следва да се ограничава само до тях. Техните стойностите трябва да бъдат съпоставени с тези на аналитичните показатели.

### 3. Показатели за пазарна ликвидност на дружествата

Към показателите за пазарна ликвидност на дружествата също прилагаме няколко нови коефициента, които поставят една по-пълна и обективна характеристика на пазарната ликвидност. На първо място сред аналитичните показатели за пазарна ликвидност извеждаме един елементарен измерител, който не се среща в учебните издания по инвестиции[[11]](#footnote-11), нито в професионалните анализи за борсовия пазар. Броят на търгуваните дни, представен като коефициент спрямо общия брой борсови дни за изследвания период е изключително важен показател. Това се потвърждава веднага след събирането на данни за дружествата на БФБ. Следва да отбележим и това, че този показател може лесно да бъде манипулиран, при негово евентуално включване към официалните изисквания за ликвидност.

**3.1. Коефициент на търговските дни**

С коефициента на търговските дни изразяваме съотношението на броя дни, в които са сключени сделки с акции на дружество към общия брой борсови дни за периода *(Trad.D/Exch.D)*. За удобството в практическото разчитане на показателя представяме неговите стойности в процент. Според посочените по-горе 332 борсови дни за изследвания период, изчислените стойности на коефициента за изследваните дружества представяме в табл. 8.

Таблица 8. Коефициент на търговските дни и относително тегло на пазарната капитализация

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Дружество | ***DТ / DЕ*** | Тегло на пазарната капита­лизация |
| Софарма | 98,19 | 2,444 |
| Доверие Обединен Холдинг | 87,05 | 0,165 |
| Спарки Елтос | 33,73 | 0,019 |
| Първа Инвестиционна Банка | 91,87 | 2,538 |
| Елана Агрокредит | 62,35 | 0,106 |
| Булленд инвестмънтс | 34,34 | 0,049 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | 12,05 | 0,040 |

**3.2. Коефициент на Търгувания обем *–*** реализираният търговски обем (бр. акции) за съответния период, представен в процент от броя акции в емисията на съответното дружество, което може да се разбира и като коефициент на обращаемост – т.е. търгуемост на емисията.

**3.3. Коефициент на Среднодневния търгуван обем**

**3.4. Коефициент на Търгувания обем от Фрии-флоута** *(Vol.Т/FfSN) –* изразява съотношението на търгувания обем акции за избран период към Фрий-флоута в брой акции.

**3.5. Коефициент на Средно дневния обем от Фрии-флоута** *(****Vol.AD / FfSN****) –* среднодневен търгуван обем за периода към Фрий-флоута в брой акции.

**3.6. Коефициент на Оборота от Фрии-флоута***(****ТоT / FfМС****) –* борсов оборот за период-Т към Пазарната капитализация на Фрий-флоута за последния ден от периода.

**3.7. Коефициент на Среднодневния оборот от Фрии-флоута *(ТоT (AD) / FfМС )***

Таблица 9. Показатели за пазарна ликвидност на дружествата

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Дружество | ***Vol.Т / FfSN***  *(%)* | ***ТоT / FfМС***  *(%)* | ***Vol.Т (AD)* / *FfSN*** *(%)* | ***ТоT (AD) /FfМС*** *(%)* |
| Софарма | 64,93 | 58,7 | 0,196 | 0,177 |
| Доверие Обединен Холд. | 74,81 | 59,9 | 0,225 | 0,181 |
| Спарки Елтос | 5,60 | 24,2 | 0,017 | 0,073 |
| Първа Инв. Банка | 22,85 | 16,2 | 0,069 | 0,005 |
| Елана Агрокредит | 19,38 | 20,1 | 0,058 | 0,061 |
| Булленд инвестмънтс | 6,80 | 8,0 | 0,020 | 0,024 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | 59,79 | 629,8 | 0,180 | 1,897 |

**3.8. Относително тегло на пазарната капитализация**

Пазарна капитализация (борсовата стойност) на съответното дружество в процент от агрегираната пазарна капитализация за цялата борса или съответния пазарен сегмент *(MC****X /*** *MCAgr)\*100.* В последната търговска сесия за декември 2017 г. за целия пазар на акции на БФБ (двата сегмента "основен пазар" и "алтернативен пазар") пазарната капитализация е 23.620.968.144 или приблизително 23,621 милиарда лева.[[12]](#footnote-12) (табл.8)

### 4. Модел за комплексна оценка на пазарната ликвидност на дружествата

Големият брой индикатори и показатели на пазарната ликвидност поставя необходимостта от обективен критерий за съпоставка при анализ на повече дружества. За целта поставяме комплексна формула за оценяване на пазарната ликвидност, логиката на чиято процедура включва три главни стъпки: а) Селектиране на необходимите и достатъчни индикатори и показатели; b) Преобразуване на натуралните индикатори и показатели в стойностно съпоставими коефициенти и c) Поставяне на относителни тегла за отделните индикатори и показатели.

От една страна, данните за отделните индикатори имат различен мащаб и същевременно стойностите на изчислените показатели имат различна математическа форма (абсолютни стойности, коефициенти или проценти). За целите на обобщената оценка е необходимо те да бъдат представени в стойностно съпоставими коефициенти. Абсолютните стойности като пазарна капитализация, брой акции, брой акционери и т.н. преобразуваме в коефициент, като за единица приемаме стойността на дружество с най-висока такава, за съответния индикатор или показател. По този начин стойността на всеки показател за останалите дружества се изразява като процент от показателя с най-висока стойност. Коефи­циентът на търговските дни и коефи­циентът на търгувания обем остават в своя натурален формат, а процентът на фрий-флота представяме в коефициент.

|  |  |
| --- | --- |
| Коефициент на търговските дни | *TD(K)* |
| Среднодневен брой сделки (Коефициент) | *Tract.N****DA****(K)* |
| Среднодневен търгуван обем (Коефициент) | *TV****DA****(K)* |
| Коефициент на търгувания обем | *TV(K)* |
| Фрий-флоут в брой акции (Коефициент) | *Ff****NS****(K)* |
| Фрий-флоут в процент | *Ff****(%)*** |
| Пазарна капитализация относително тегло в агрегираната | *MC****RW*** |
| Брой акции в цялата емисия (Коефициент) | *S****NI****(K)* |
| Брой акционери | *SH****N****(K)* |

Таблица 10. Индикатори и показатели в коефициент

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| Дружество | *TD(K)* | *TNDA(K)* | *TVDA(K)* | *TV(K)* |
| Софарма | **0,9819** | **1,0000** | **1,0000** | 0,2069 |
| Доверие Об. Холдинг | 0,8705 | 0,8890 | 0,3323 | **0,4946** |
| Спарки Елтос | 0,3373 | 0,0736 | ***0,0103*** | 0,0715 |
| Първа Инвест. Банка | 0,9187 | 0,7629 | 0,1352 | 0,3428 |
| Елана Агрокредит | 0,6235 | 0,1771 | 0,0736 | 0,1086 |
| Булленд Инвестмънтс | 0,3434 | 0,0674 | 0,0227 | 0,4225 |
| Болкан енд Сий Пропъртис | ***0,1205*** | ***0,0184*** | 0,0547 | 0,2203 |

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Дружество | *FfNS(K)* | *Ff****(%)*** | *MC****RW*** | *SN(K)* | *SHN(K)* |
| Софарма | **1,0000** | 0,3187 | 0,9630 | **1,0000** | 0,0406 |
| Доверие | 0,2884 | **0,6612** | 0,0650 | 0,1390 | **1,0000** |
| Спарки Е. | 0,1190 | ***0,1278*** | ***0,0075*** | 0,2966 | 0,0377 |
| ПИБ | 0,3841 | 0,1500 | **1,0000** | 0,8160 | 0,0131 |
| Елана Агр. | 0,2466 | 0,5605 | 0,0418 | 0,1402 | 0,0026 |
| Булленд Инв. | 0,2171 | 0,6215 | 0,0193 | 0,1113 | 0,0012 |
| Болкан & Сий | ***0,0594*** | 0,3685 | 0,0158 | ***0,0514*** | ***0,0003*** |

За целите на комплексната оценка на пазарната ликвидност поставяме **тегла** на селекти­раните показатели. Теглата в комплексната формула следва да отразяват обективно както относителната значимост на всеки отделен индикатор и показател, така и сумарната значимост на допълващите се и сходни по значение индикатори (като: коефициент на търгувания обем и среднодневен търгуван обем; фрий-флоут в процент и фрий-флоут в брой акции; брой акции във фрий-флоута и брой акции в цялата емисия). Така дефинираме **Коефициент на комплексна пазарна ликвидност** *CML(K)* със следния израз:

***CML(K) = TD****(K)***\* *0,26 + TNDA****(K)* ***\** *0,24+ TVDA* \* *0,11 + TV(K)* \* *0,11 +***

***FfNS* \*** ***0,08 + Ff****(****%****)***\*** ***0,08 +*** *MC****RW* \* *0,04 +*** *SN(K)***\* *0,04 +*** *SHN(K)* **\* *0,04***

Следва да подчертаем, че настоящият модел определя и прецизира относителната пазарна ликвидност на дружествата. Той изпълнява поставените тук цели за обективна съпоставимост, но не определя абсолютни стойности на пазарната ликвидност при разглеждане на едно отделно взето дружество. Преценка за последното се поставя на базата на разгледаните индикатори и показатели. След заместване във формулата за комплексната пазарна ликвид­ност на дружествата получаваме резултатите, представени в Табл. 11.

Таблица 11. Поредност на дружествата според Коефициента на комплексната пазарна ликвидност

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Кла­си­ране | Дружество | Борсов индекс | CML(K) |
| 1 | Софарма | SOFIX | 0,814 |
| 2 | Доверие Обединен Холдинг | SOFIX | 0,655 |
| 3 | Първа Инвест. Банка | BGTR30 | 0,590 |
| 4 | Елана Агрокредит | BGTR30 | 0,297 |
| 5 | Булленд Инвестмънтс | BGRATE | 0,227 |
| 6 | Спарки Елтос | BGBX40 | 0,148 |
| 7 | Болкан енд Сий Пропъртис | BGRATE | 0,103 |

*Софарма* се отличава с най-добри стойности по пет от деветте показателя на формулата за комплексна пазарна ликвидност и коефициент 0,814. На второ място се подрежда *Доверие Обединен Холдинг*, с коефициент на комплексната пазарна ликвидност 0,655 и лидерство в два от индикаторите – брой акционери и коефициент на търгувания обем. На трето място с коефициент на комплексната пазарна ликвидност 0,590 е *Първа Инвести­­ци­онна Банка*, която има първенство в показателя относително тегло на пазарната капитализация. *Елана Агрокредит* заема четвъртото място в комплексната пазарна ликвидност с коефициент 0,297. *Булленд Инвестмънтс* е на пето място от седемте изследвани дружества с коефициент на комплексната пазарна ликвидност 0,227. *Спарки Елтос* е на шесто – предпоследно място с коефициент на комплексната пазарна ликвидност 0,148. На последно място от седемте изследвани дружества с коефициент на комплексната пазарна ликвидност 0,103 е *Болкан енд Сий Пропъртис*.

Класирането на дружествата според комплексната им пазарна ликвидност позволява аналогичен извод и за съответните борсови индекси, в които те участват, в следната поредност: SOFIX; BGTR30; BGBX40 и BGRATE. Макар и с извадка от само две дружества (тези с най-голямата и с най-малката борсова стойност) се потвърждава очакването за SOFIX като индекс с най-ликвидните дружества. BGTR30 заема убедително второ място според пазарната ликвидност на дружествата. Широкият BGBX40 показва разбираемо разсейване и в този инвести­ционен параметър. Секторният BGRATE остава на четвърто място по пазарна ликвидност на акциите (дружествата). Причините за така установения инвестиционен интерес (и съответно ликвидност) в секторния индекс могат да се търсят в малкия брой дружества, тяхната специализация и др. Последните разглеждаме не толкова като обективни фактори, а по-скоро като израз на инвеститорския интерес.

На основата на цялостния анализ в този пункт можем да поставим следните **обобщени оценки за пазарната ликвидност на изследваните дружества**: *Софарма* – много добра; *Доверие Обединен Холдинг* и *Първа Инвести­­ци­онна Банка* – добра; *Елана Агрокредит* и *Булленд Инвестмънтс –* слаба; *Спарки Елтос* и *Болкан енд Сий Пропъртис –* незадоволителна.

Към установеното състояние на пазарната ликвидност на дружествата следва да отбележим и някои системни фактори. Такъв характер имат практическата липса на маркет-мейкъри (ММ) на българския капиталов пазар, въпреки благоприятните нормативни регулации за тяхната дейност, включително и възможността ИП да оперират като ММ само за отделно дружество. Друго фактическо обстоятелство с допълващо ниската ликвидност е липсата на функциониращ дериватен пазар или поне срочен сегмент. Практическата им липса затваря кръга на инвестиционните параметри, при което високият риск и ниската пазарна ликвидност се допълват и индуцират взаимно.

### Заключение

Пазарната ликвидност е често пренебрегван инвестиционен параметър в научните и практически изследвания. Същевременно тя остава съществен проблем за повечето дружества от новоформиращите се капиталови пазари и като цяло за фондовите борси от новата периферия на ЕС. Намираме, че общото състояние на пазарната ликвидност на дружествата може да се прилага като показател за степента на развитие на капиталовите пазари. Можем да заключим, че пазарната ликвидност на микрониво се явява съществен фактор и измерител за риска на борсовите дружества и възлов компонент в инвестиционния анализ.

Към показа­телите за пазарна ликвидност на дружествата добавяме и извеждаме като по-съществени следните измерители: Коефициент на търговските дни; Коефициент на търгувания обем; Коефициент на търгувания обем от фрий-флоута и др. Предложеният тук модел за комплексно оценяване на пазарната ликвидност на дружествата предоставя обективна възможност за съпоставка между голям брой дружества, включително и такива, търгувани на различни фонови борси.

Установяваме недобра пазарна ликвидност за повечето дружества от основния пазар на БФБ. Потвърждава се разбирането, че не класическото съотношение доходност риск, а пазарната ликвидност на дружествата е инвестиционният параметър, по който се отличават съществено дружествата от централноевропейските фондови борси спрямо тези от новата периферия на ЕС.

### Библиография

* + - 1. Василева, В. анализaтор в Investor.bg

[https://www.investor.bg/sofix-novini /362/](https://www.investor.bg/sofix-novini%20/362/)a/dve-treti-ot-kompaniite-v-sofix-izprashtat-2017-g-s-po-malko-akcioneri-253070/

Найденова, К. Прило­жи­ми показатели за измерване на ликвидността на българския фондов пазар. // Известия, Ико­номически Университет Варна, 2014, к. 4-та, <http://journal.ue-varna.bg/uploads/20150401104953_>117361656 8551bcd515d18c.pdf

Bouchaud, J-Ph., J. Bonart, J. Donier and M. Gould. TRADES, QUOTES AND PRICES – Financial markets under the microscope. 2018. Cambridge University press.

* + - 1. [Brunnermeier](javascript:;), M. K. Market Liquidity and Funding Liquidity, The Review of Financial Studies, Volume 22, Issue 6, 1 June 2009, Pages 2201-2238, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>
      2. Kang, W. and H. Zhang, "Measuring Liquidity in Emerging Markets", Social Science Research Network, December. 2010, <http://papers.ssrn.com/sol3/papers>. cfm? abstract\_id=2326380.
      3. Manuela, S. An application of extreme value theory in estimating liquidity risk, 2017.
      4. Sayari, S. and Omri, A. Earnings Management, Accruals and Stock Liquidity. Journal of Finance and Bank Management, June 2017.
      5. <http://download.bse-sofia.bg/others/Calendar_BSE_BG_2017.pdf>;
      6. <http://www.investor.bg/novini-i-analizi/339/a/kolko-sa-akcionerite-v-kompaniite-na-bfb-239220/>

1. Sayari, S. and Omri, A. Earnings Management, Accruals and Stock Liquidity. JFBM, June 2017, Vol. 5, No. 1, pp. 17-28. http://jfbmnet.com/journals/jfbm/Vol\_5\_No\_1\_June\_2017/2.pdf [↑](#footnote-ref-1)
2. Bouchaud, J-Ph, J. Bonart, J. Donier and M. Gould. TRADES, QUOTES AND PRICES – Financial markets under the microscope. 2018. *Cambridge University press.* [↑](#footnote-ref-2)
3. Kang, W. and H. Zhang, "Measuring Liquidity in Emerging Markets", Social Science Research Network, December. 2010, http://papers .ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\_id=2326380 [↑](#footnote-ref-3)
4. Найденова, К. Прило­жи­ми показатели за измерване на ликвидността на българския фондов пазар.   
   //Известия, Ико­номически Университет Варна, 2014, к. 4-та, <http://journal.ue-varna>.bg/uploads/20150401104953\_ 1173616568551bcd515d18c.pdf [↑](#footnote-ref-4)
5. Основните индикатори и показател, приложени тук са систематизирани в монография Симеонов, Ст. "Измерители на борсовата активност – изследване на индикаторите и анализ на пазарния тренд", Библиотека "Стопански свят", бр. 131, 2016 г., Академично издател­ство "Ценов" – Свищов. Стр. 13 – 48. [↑](#footnote-ref-5)
6. Останалите – ниско ликвидни дружества, от сегмент "алтернативен пазар" се търгуват на аукцион и за тях са неприложими част от съществените аналитични показатели. [↑](#footnote-ref-6)
7. http://www.bse-sofia.bg/?page=QuarterlyBulletin [↑](#footnote-ref-7)
8. http://www.bse-sofia.bg/?page=QuarterlyBulletin [↑](#footnote-ref-8)
9. Индикаторът Борсов обем не рядко се бърка с борсовия оборот, но за разлика от него изразява броя изтъргувани акции за съответния период. [↑](#footnote-ref-9)
10. Данните са селектирани от търговския календар на БФБ, за 2017 г. [http://download.bse-sofia.bg/ others/Calendar\_BSE\_BG\_2017.pdf](http://download.bse-sofia.bg/others/Calendar_BSE_BG_2017.pdf); и 2016 г. <http://download.bse-sofia.bg/others/Calendar_BSE_BG_2016.pdf> [↑](#footnote-ref-10)
11. Обективните причини за това са разбираеми и могат да се обяснят с обстоятелството, че световните изследователи и най-вече авторите на научна и методична литература са съсредоточени предимно върху развитите капиталови пазари, за които не стоят такива проблеми, както отбелязахме в началото на изследването. [↑](#footnote-ref-11)
12. По данни от пазарната статика на БФБ, http://www.bse-sofia.bg/?page=AnnualStatistics [↑](#footnote-ref-12)