

Какво затруднява капиталовия пазар в Литва

*Андрюс Богдановичюс**

Въпреки че пазарът на ценни книжа в Литва съществува вече 7 години, литовските компании не желаят да финансират дейностите си чрез публично предлагане на ценни книжа и инвеститорите са ограничени във възможния избор на ценни книжа.

Ограничен избор

Прозрачната фискална политика е една от предпоставките за съществуването на капиталов пазар в Литва. Ако данъчната политика е прозрачна и данъчното и дълговото бреме е малко, тогава пазарът, не само капиталовият, става атрактивен за инвеститорите и за компаниите.

Фискалната политика на Литва е основана на зле дефинирана роля на държавата, погрешни принципи на формиране на държавния бюджет. Това подкопава прозрачността на фискалната политика на Литва, увеличава потребността от финансиране на държавата и води до повишаване на данъците, което от своя страна спира икономическото развитие, намалява нормата на възвръщаемост на капиталовия пазар и повишава рисковете при инвестиране. Силният пазар на държавните ценни книжа, който дават относително добра норма на възвръщаемост, привлича малките инвестиции, като по този начин ограничава инвестициите в ценни книжа на частни компании.

За да се създадат условия за икономически растеж, а следователно и развитие на капиталовия пазар, е необходимо да се ревизират икономическите функции на държавата.

Пазарът на ценни книжа е слаб, поради приватизационната политика на литовското правителството. Засега възможностите пред потенциалните инвеститори за участие в приватизацията на най-големите и атрактивни компании в Литва е ограничен. Като правило, само отделни големи инвеститори купуват акции.

Инвестиционни разходи

Инвестициите в ценни книжа зависи от разходите на време и пари. Заради различни формални ограничения, налагани от правителството, данъчното облагане и инвестиционните разходи в Литва са високи. Например, взаимоотношенията между инвестиционните посредници и техните клиенти са подложени на значителна регулация, която се състои в изисквания за стриктно водене на детайлна документация за всяка стъпка при транзакциите на пазара на ценни книжа. Тази форма на регулация увеличава инвестиционните разходи и ограничава свободата на инвестиционните посредници и техните клиенти да участват на пазара.

Взаимоотношенията между инвестиционните посредници и техните клиенти трябва да са и са основани на взаимното доверие. За защита на интересите на инвеститорите би било достатъчно да се очертаят само основните изисквания за търговия на пазара на ценни книжа.

* Авторът е политически аналитик, Free Market Institute – Литва, www.freema.org

Друга причина за повишаване на инвестиционните разходи са ограниченията, налагани на инвестиционните посредници. В Литва, финансовите посредници трябва да спазват изисквания за произход на капитала на собственика (собствениците), еквивалентни на изискванията, които трябва да спазват брокерските къщи в страните от ЕС. Трябва да се отбележи, че страните от ЕС са наложили тези изисквания с оглед на достигнатия обем и оборот на пазарите на ценни книжа, както и възможността посредниците да оперират в различни страни. Обемът и оборотът на пазара на ценни книжа в Литва е много по-нисък в сравнение с обема и оборота на пазарите на ценни книжа в страните от ЕС. Този факт прави налагането на същите изисквания като тези в ЕС неоправдани, защото тези мерки ограничават навлизането на нови инвестиционни посредници, което от своя страна ограничава конкуренцията между тях и ефектът е обратен на първоначално замисления при налагането на съответните регулации.

Инвестиционните разходи допълнително се увеличават вследствие на включването на капиталовата печалба в облагаемия доход. Може би данъчното облагане би било справедливо, ако данъчните процедури биха могли да изпълнят целите на данъчното облагане. Главната цел на данъчното облагане на капиталовата печалба е да се изравни облагането на капиталовите печалби и дивидентите, следователно постигане на неутралност. Но от друга страна трябва да се отбележи, че постигането на неутралност е невъзможно поради факта, че съществуват различни данъчни ставки за капиталовите печалби и дивидентите. Друга цел на данъчното облагане е увеличаване на данъчната база. Практиката обаче показва, че желанието на правителството да се повишат бюджетните приходи чрез данъци, които могат да бъдат избегнати, и които водят до големи разходи по администриране, са нерационални.

Освен това трябва да се отбележи, че процедурата по изчисляване на данъка върху капиталовата печалба е сложна и изисква време и пари от участниците на пазара. Това обезкуражава инвестициите в ценни книжа. Евентуални подобрения на данъчната процедура не биха елиминирали недостатъците в процедурата, затова отмяната на данъка би било от полза както за инвеститорите, така и за правителството.

Ограничения пред институционалните инвеститори

В страните с развит капиталов пазар основните участници, които определят търсенето на ценни книжа са институционалните инвеститори – пенсионни фондове, застрахователни компании, инвестиционни банки и фондове. В Литва все още няма пенсионни фондове или инвестиционни компании, докато ролята на застрахователите на пазара на ценни книжа е слаба.

Едно от неоснователните ограничения е забраната за инвестиции на чужди фондови борси от пенсионните фондове, инвестиционни фондове и застрахователни компании. Основното оправдание при въвеждане на тези регулации е желанието на правителството да направи пазара на ценни книжа по-сигурен за инвеститорите и подобряване на макроикономическата ситуация в страната. Тези аргументи са под въпрос по няколко причини.

Ограниченията за инвестиции в чужбина едва ли би могло да подобри макроикономическата ситуация в Литва. За да се разрешат проблемите на националната икономика, първо е необходимо да се премахнат заблудите на държавните финанси и да се разрешат проблемите, свързани с данъчното облагане, регулации, приватизация и т.н.

Целта да се подобри сигурността при инвестиране чрез ограничаване на инвестициите на чужди фондови борси е много подозрително. Например, това ограничение би довело да инвестиране на свободните парични средства на пенсионните фондове в местни държавни ценни книжа. В момента, инвестициите в държавни ценни книжа са по-

рискови в сравнение с някои чужди ценни книжа, както кредитните рейтингови индекси на Литва показват. Ситуацията е аналогична по отношение на застрахователните компании, за които важат много по-безкомпромисни регулации по отношение на инвестициите в чужди ценни книжа в сравнение с инвестициите с държавни ценни книжа на Литва. В резултат на тези регулации, фактически се стимулират рисковите инвестиции, въпреки публичното обяснение, че главната цел на ограниченията е да се подобри сигурността при инвестиране. На практика се оказва, че правителственият приоритет е да се стимулира търсенето на държавни ценни книжа, вместо да се повиши сигурността при инвестиране.

Пенсионните фондове и застрахователните компании също трябва да изпълняват някои неоснователни изисквания. Инвестициите на пенсионните фондове са ограничени от изискванията за капиталова адекватност, ликвидност и дълги позиции в чужда валута. Тези изисквания ограничават риска на пенсионните фондове, който по принцип не е свойствен за тях, защото от друга страна пенсионните фондове трябва да съблюдават изискванията за диверсифициран инвестиционен портфейл.

Застрахователните компании могат да инвестират капитала си в правителствени и общински облигации, недвижимо имущество и срочни банкови депозити, докато резервите на тези компании могат да бъдат инвестирани в корпоративни ценни книжа и ипотечни заеми. Както вече бе отбелязано по-горе, съкровищните бонове на Литва са по-рискови в сравнение с другите инвестиции, така че тази правителствена регулация едва ли помага за редуциране на инвестиционния риск. Инвестиционният риск може да бъде редуциран чрез евентуални изисквания за диверсификация на портфейла, които в момента по отношение на застрахователните компании няма. Освен това трябва да се разреши на инвестиционните компании да инвестират както капитала си, така и резервите си в корпоративни ценни книжа.

Инвестиционните фондове също са обект на ограничения по отношение на инвестиционната им политика. Стриктни изисквания има по отношение на типа на чуждите ценни книжа, в които фондовете могат да инвестират. Тези изисквания предопределят избора на инвеститорите, напълно игнориращи техните нужди. Например, инвестиционните фондове не могат да инвестират в ценни книжа на Русия и други развиващи се страни.

Трябва да бъде отбелязано, че целта на инвестиционните фондове е да акумулират средства от индивидуални инвеститори и да ги инвестират по най-ефективния начин. Инвестирането на малки суми (особено в чужди ценни книжа) е свързано с високи инвестиционни разходи. Освен това е трудно, ако не и невъзможно, да се управляват валутния и лихвения риск на малък инвестиционен портфейл.

Поради дискутираните по-горе причини, пазарът на ценни книжа на Литва е тънък и неликвиден, цените на ценните книжа са ниски. При тези условия, съвсем естествено е компаниите да очакват публичното предлагане на техните ценни книжа да бъде неуспешно. Съществуват още някои неоснователни ограничения, като например ограничения за продажба на акции на фондовата борса по цена под тяхната вътрешна стойност.

Заключения и предложения

Състоянието на капиталовия пазар на Литва, свръх-регулирането и краткосрочните реформи не могат да създадат благоприятни условия за капиталовия пазар. Развитието на пазара зависи от следните основни стъпки: Първо, трябва да бъде проведена реформа

на финансовата система на страната. Второ, приватизацията трябва да бъде проведена само чрез фондовата борса. Трето, процедурите по документация на транзакциите трябва да бъдат опростени, развивайки взаимното доверие между инвеститорите и финансовите посредници. Четвърто, данъка върху капиталовите печалби трябва да бъде премахнат. Пето, ограниченията по отношение на инвестициите в чужди ценни книжа трябва да се отменят. Шесто, регулациите по отношение на институционалните инвеститори трябва да бъдат опростени.

Забавянето на тези реформи ще обезкуражи потенциалните инвеститори и емитенти по отношение на участието им на капиталовия пазар на Литва.