

**Бисер Кръстев**

**МОДЕЛИ НА ФИНАНСОВО  
ПОСРЕДНИЧЕСТВО – СРАВНИТЕЛНИ  
ХАРАКТЕРИСТИКИ**



**ГОДИШНИК НА ВУАРР**

**ТОМ VII**



**Бисер Йорданов Кръстев** е доцент по финанси и банково дело към катедра „Финанси“ във ВУАРР – град Пловдив. Той е роден на 07.04.1970 година в град Свищов. През 1995 година завършва висшето си образование във ВФСИ „Д. А. Ценов“, където придобива магистърска степен по специалност „Икономика и управление на промишлеността“. През 2004 година придобива образователната и научна степен „доктор“ по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“, а от 2013 година заема академичната длъжност доцент. Започва работа като асистент в катедра „Финанси и кредит“ към СА „Д. А. Ценов“ – град Свищов, където работи 15 години, а от 2011 година досега продължава своята научнопреподавателска дейност във Висше училище по агробизнес и развитие на регионите.

Като университетски преподавател изнася лекции и провежда семинарни занятия по дисциплините „Инвестиции“, „Корпоративни финанси“, „Местни бюджети“, „Финансово посредничество“, „Бюджет и бюджетна политика“, „Банков анализ“, „Финансов анализ“, „Теория на парите и кредита“, „Икономика и финансиране на здравеопазването“, „Банкови сделки“, „Проектно финансиране и техники“ и др. Научните му интереси са в областта на корпоративните и публичните финанси, банковия мениджмънт, финансовия и банковия анализ, финансовото посредничество, проектното финансиране и банковите сделки. Участвал е в специализации, проведени в университетите на градовете Бохум (Германия), Чанаккале (Турция), Нитра (Словакия), Фоджа (Италия) и Битоля (Северна Македония).



UNIVERSITY OF AGRIBUSINESS AND RURAL DEVELOPMENT  
YEARBOOK, VOLUME VII, 2019

---

---

**MODELS OF FINANCIAL INTERMEDIATION -  
COMPARATIVE CHARACTERISTICS**

**Biser Krastev**

**Abstract:** In the scientific study the role of financial intermediaries in the development of the investment process is taken into account. A detailed classification of their types has been made. The structure of the financial system is explored and its main types are characterized. Bank-based and market-based models of financial intermediation are presented. Based on the use of different criteria, their specific features are outlined. Their advantages and disadvantages are analyzed. Using a system of financial indicators, a conglomerate index of the financial structures of different countries has been constructed.

**Keywords:** financial intermediaries, financial structures, models of financial intermediation.

# МОДЕЛИ НА ФИНАНСОВО ПОСРЕДНИЧЕСТВО – СРАВНИТЕЛНИ ХАРАКТЕРИСТИКИ

**Бисер Кръстев**

**Резюме:** В научната студия е отчетена ролята на финансовите посредници за развитието на инвестиционния процес. Извършена е подробна класификация на техните разновидности. Изследвана е структурата на финансовата система и са характеризирани нейните основни типове. Представени са банково ориентираният и пазарно ориентираният модел на финансово посредничество. Въз основа на използването на различни критерии са очертани техните специфични особености. Систематизирани са техните предимства и недостатъци. Чрез използване на система от финансови индикатори е конструиран конгломератен индекс на финансовите структури на различни държави.

**Ключови думи:** финансови посредници, финансови структури, модели на финансово посредничество.

## ВЪВЕДЕНИЕ

През последните години спецификите на структурирането на финансовите системи на отделните държави и на функциониращите в тях модели на финансово посредничество са обект на множество научни изследвания. В тях са представени различни концепции за същността, особеностите и въздействието, което те оказват върху развитието на финансовите пазари и на икономическите процеси и отношения. Отчита се ролята на финансовите посредници и на финансовата инфраструктура в информационното осигуряване на инвеститорите и повишаването на стабилността и надеждността на финансовата система. В този аспект актуалността на студията е безспорна. Тя се обуславя и от недостатъчно задълбоченото изследване на тази проблематика от представителите на научната общност в България.

В настоящата научна разработка обект на изследване са финансовите структури на отделните държави и утвърдилите се в тях модели на финансово посредничество.

Предмет на изследване са финансовите посредници, тяхната роля за развитието на финансовата система и финансовите пазари, основните

характеристики на банково ориентирания и на пазарно ориентирания модел на финансово посредничество в избрани държави.

Целта на научната студия е да се представят спецификите на моделите на финансово посредничество и да се установят техните предимства и недостатъци както в теоретичен, така и в практико-приложен аспект.

За да се постигне така формулираната цел, е необходимо да се решат следните основни задачи: изясняване същността на финансовите посредници, функциите, които те изпълняват и ролята им за развитието на инвестиционните процеси в икономиката; изследване на същността и спецификите на финансовите структури и на основните модели за организация на финансовото посредничество; систематизиране на предимствата и недостатъците на банково ориентирания и на пазарно ориентирания модел на финансово посредничество; конструиране на конгломератен индекс, въз основа на който се установява степента на развитие на капиталовия пазар в сравнение със степента на развитие на банковата система в седемнадесет различни държави.

### **РОЛЯ НА ФИНАНСОВИТЕ ПОСРЕДНИЦИ В ИНВЕСТИЦИОННИЯ ПРОЦЕС**

На финансовите пазари се сключват разнообразни финансови сделки с участието на различни финансови посредници. Чрез тяхната дейност се опосредства търговията с финансови инструменти между икономическите агенти, които имат временен недостиг на капитали и икономическите агенти, които имат временен излишък на капитали.

Финансовите посредници са специфични институции, които акумулират временно свободните парични средства в икономиката и ги предоставят от свое име при определени условия на стопанските субекти, които се нуждаят от тях<sup>1</sup>. Основен предмет на тяхната дейност е търговията с финансови инструменти. Те са пазарни участници, които емитират дългови (издадени от самите тях) вторични ценни книжа, като с постъпленията от тяхната продажба придобиват издадени от стопанските субекти първични ценни книжа (акции и облигации) или им предоставят кредити. От друга страна, финансовите посредници осъществяват покупко-продажба на ценни книжа, като могат да създават и финансови продукти с определени характеристики, които продават на своите клиенти с цел генериране на печалба.

---

<sup>1</sup> Салихова, А. Р., Д. Р. Ульданова. Финансовые рынки и посредники: учебное пособие для студентов экономических специальностей, Павлодар, 2011, с. 89.

При осъществяването на своята оперативна дейност финансовите посредници изпълняват определени функции, които водят до ускоряване на инвестиционната активност на икономическите агенти и до повишаване на ефективността на икономиката като цяло. Тези функции са следните<sup>2</sup>:

- осигуряват равновесие на финансовите пазари чрез балансиране на търсенето и предлагането на финансови ресурси;
- понижават транзакционните разходи чрез постигане на икономии от мащаба на своята дейност;
- диверсифицират рисковете на отделните инвеститори и така намаляват тяхното негативно влияние;
- неутрализират проблемите с асиметричността на информацията, съпътстваща сделките на финансовите пазари;
- повишават ликвидността на капиталовия и паричния пазар чрез ефективно управление на портфейли от финансови инструменти.

Във връзка с изясняването на ролята на финансовите посредници за развитието на икономическата система като цяло е необходимо да насочим нашето внимание към следните моменти<sup>3</sup>:

1. Прякото взаимодействие между даден заемател и голям брой дребни инвеститори води до значително нарастване на транзакционните разходи, свързани със сключването на сделките. В резултат се повишава неефективността в дейността на търсещите капитали поради прекалено високата „цена“, по която те привличат недостигащите им финансови ресурси.

2. За да намерят подходящия заемател дребните инвеститори губят прекалено много време и средства, което от тяхна гледна точка прави нерентабилно влагането на прекалено малки суми за прекалено кратки срокове.

3. Налице са съществени различия между интересите, които преследват заемателите, и интересите, преследвани от инвеститорите. Заемателите се нуждаят от големи по обем и привлечени за дълъг срок финансови ресурси, с помощта на които да реализират своите високо рискови проекти, а инвеститорите са склонни да поемат по-малки рискове и да гарантират в максимална степен своята ликвидност.

4. Поради наличието на асиметричност на информацията дребните инвеститори не са способни да извършат самостоятелно

---

<sup>2</sup> Вж. напр.: Хохлова, С. В., Л. А. Молчанова. Финансовыe посредники и их роль в развитии финансового рынка, *Экономика и предпринимательство*, №1, 2015, с. 907-910.

<sup>3</sup> Бекарева, С. В., А. В. Гетманова. Система финансовых посредников. Учебно-методический комплекс, НГУ, Новосибирск, 2015, с. 40-41.

достатъчно надеждна оценка на риска, който поемат, тъй като не разполагат със специализирани знания и умения.

5. Чрез диверсификацията на активите, към които се насочват финансовите ресурси, се постига значително понижаване на инвестиционните рискове.

6. Финансовите посредници извършват професионална оценка и подбор на най-ефективните инвестиционни проекти, към които насочват временно свободните парични средства на предлагащите капитали.

Финансовите посредници обслужват инвестиционния процес като удовлетворяват търсенето на финансови ресурси от страна на заемателите и го уравновесяват с тяхното предлагане, чийто източник са временно свободните парични средства на спестителите и инвеститорите. Във финансовите посредници, които оперират на финансовите пазари, се концентрират огромни по размер парични капитали, които се използват предимно за инвестиционни цели. Колкото по-развит е финансовият пазар и колкото повече финансови инструменти се търгуват на него, толкова по-висока е инвестиционната активност и броя и разнообразието на финансовите посредници. Ето защо тяхната роля в развитието на инвестиционния процес е изключително важна.

В специализираната научна литература се срещат разнообразни класификации на видовете финансови посредници в зависимост от използването на различни класификационни признаци. Така например *в зависимост от вида и спецификата на финансовите операции*, които извършват, финансовите посредници се разграничават най-общо на банкови и небанкови<sup>4</sup>.

От своя страна банковите посредници са известни още като финансови посредници от депозитен тип. Към тях се причисляват търговските банки, спестовните банки, кредитните съюзи и кредитно-спестовните асоциации.

Небанковите финансови посредници се разграничават на финансови посредници от договорен тип, финансови посредници от инвестиционен тип и други финансови посредници.

Към *финансовите посредници от договорен тип* спадат пенсионните фондове и застрахователните дружества. *Финансовите посредници от инвестиционен тип* обхващат инвестиционните фондове, инвестиционните банки, хедж фондовете и фондовете за

---

<sup>4</sup> Пеев, П., П. Димитрова. Място и роля на финансовите посредници, *Ново знание*, Юбилейно издание, Том 6, №5, Пловдив, 2017, с. 82-83; Салихова, А. Р., Д. Р. Ульданова. Цит. съч., с. 91-92.

венчърен капитал, а *другите финансови посредници* са различни финансови компании, които развиват своята дейност в областта на потребителското кредитиране, лизинга, факторинга, форфетинга и платежните услуги.

*В зависимост от равнището на тяхната специализация* финансовите посредници могат да се разграничат на две основни групи: специализирани и интегрирани<sup>5</sup>. Специализираните финансови посредници включват банките (инвестиционни, ипотечни, спестовни) и небанковите финансови институции (застрахователни дружества, пенсионни фондове, хедж фондове, фондове за венчърен капитал, взаимни фондове, лизингови компании и др.). Интегрирани финансови посредници са финансовите холдинги и финансовите супермаркети.

*В зависимост от принадлежността им към различни структурни елементи на финансовия пазар и функциите, които изпълняват*, финансовите посредници се разделят на институционални инвеститори и инфраструктурни финансови посредници.

Институционалните инвеститори трансформират спестяванията в инвестиции, като се явяват свързващо звено между емитентите на различни видове дялови и дългови ценни книжа и физическите и юридическите лица, които ги придобиват. Техни представители са банките, застрахователните компании, частните пенсионни фондове, инвестиционните дружества, взаимните фондове и др.<sup>6</sup>

Към инфраструктурните финансови посредници спадат фондовите борси, депозитарните организации, брокерите, дилърите и консултантските компании. Те обслужват потоците от финансови и информационни ресурси и оказват специфични финансови услуги на финансовите инвеститори.

## **ФИНАНСОВИ СТРУКТУРИ**

Финансовите системи на отделните държави са структурирани по различен начин. Те са съвкупност от финансови отношения, възникващи във връзка с движението на паричните средства и паричните капитали в съответната национална икономика, финансовите пазари, на които те се пораждат, и финансовите институции, които ги опосредстват. За тяхното ефективно функциониране и взаимодействие, в основата на което стоят определени пазарни правила и механизми, са отговорни финансовите регулатори. От гледна точка на нейното съдържание

---

<sup>5</sup> Хохлова, С. В., Л. А. Молчанова. Цит. съч., с. 909.

<sup>6</sup> Вж. напр.: Асенова, М., Ст. Бъкличаров, М. Врачовска. Финансови пазари, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2008, с. 138-139.

финансовата структура ни информира за относителните дялове на източниците за финансиране на дейността на икономическите агенти, за каналите, по които финансовите ресурси достигат до тях, и за ролята на финансовите посредници в процеса на развитие на националната икономика.

В специализираната икономическа литература финансовите структури се разграничават на два основни типа – англосаксонски (пазарно ориентиран) тип и континентален (банково ориентиран) тип<sup>7</sup>.

При *англосаксонския тип финансова структура* финансирането на дейността на стопанските субекти се осъществява предимно чрез емитиране на ценни книжа на финансовите пазари. На тях доминираща роля играят небанковите финансови посредници. Подобна пазарно ориентирана финансова структура съществува в САЩ, Великобритания и повечето латиноамерикански държави.

При *континенталния тип финансова структура* преобладаващ дял във финансовата система има банковият сектор. Финансирането на икономическите агенти се осъществява предимно чрез кредити, отпускани от търговските банки. Германия, Япония и повечето европейски държави се открояват като типичен пример сред държавите, за които е характерен банково ориентираният тип финансова структура.

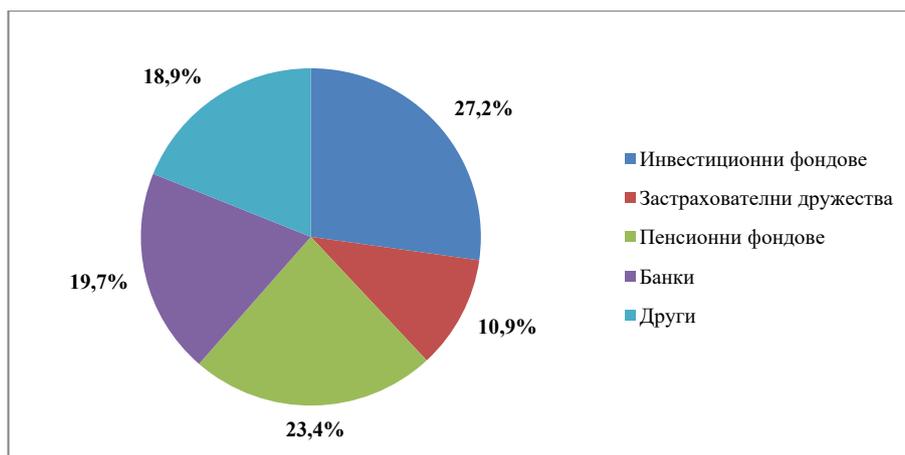
За да се открият спецификите на двата типа финансови структури е необходимо да се анализират различията между тях в зависимост от относителните дялове на стойностите на активите на финансовите посредници в общата сума на активите на финансовите сектори в избрани държави. В настоящата научна разработка са изследвани структурите на финансовите системи на САЩ и Германия през 2017 година.

От фиг. 1 е видно, че в САЩ най-големи като относителен дял и като абсолютна стойност в структурата на финансовата система са активите на инвестиционните фондове. През 2017 година тяхната величина е 23,17 трлн. USD, а относителният им дял възлиза на 27,2% от общата сума на активите на финансовия сектор. Пенсионните фондове са втори по значимост финансови посредници с активи на стойност 19,88 трлн. USD, които съставляват 23,4% от общия размер на активите на финансовата система на САЩ. Делът на банковите активи

---

<sup>7</sup> Demirguc-Kunt, A., R. Levine. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons, The World Bank, Development Research Group, July, 1999, p. 1; Levine, R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, Issue 4, 2002, pp. 398-400; Асенова, М. Правно-икономически аспекти в посредничеството с ценни книжа в България, *Ново знание*, Год. I, бр. 4, Пловдив, 2012, с. 79-80.

възлиза на 19,7%, а стойността им – на 16,76 трлн. USD. На четвърто място се нареждат застрахователните дружества с активи на стойност 9,25 трлн. USD, което им отрежда дял от 10,9% от общата сума на активите на финансовата система, като в останалите 18,9% се включват активите на брокери, дилъри, хедж фондове, квазидържавни финансови институции и други небанкови финансови посредници. Следователно може да се направи заключението, че на американския финансов пазар банките играят по-скромна роля и не са доминиращи финансови институции. Господстваща роля на него имат небанковите финансови посредници.

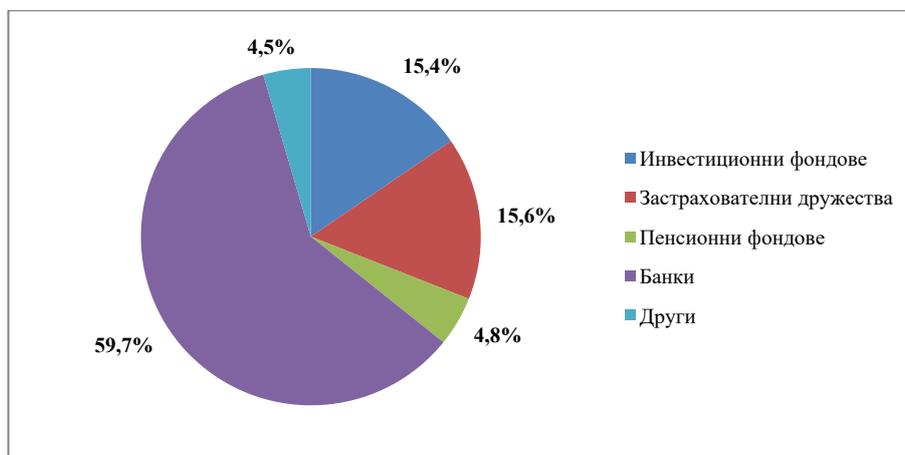


**Фигура 1.** Структура на финансовата система на САЩ според дела на активите на финансовите посредници през 2017 г.<sup>8</sup>

В структурата на финансовата система на Германия най-висок дял заемат активите на банковия сектор, които са в размер на 7,76 трлн. EUR. През 2017 година той възлиза на 59,7% от общата стойност на активите на финансовата система. Застрахователните дружества управляват активи на стойност 2,02 трлн. EUR, като относителният им дял достига до 15,6% от активите на германската финансова система. Инвестиционните фондове притежават активи в размер на 2,00 трлн. EUR, което им отрежда дял от 15,4%, а пенсионните фондове имат относително по-ниска тежест във финансовата система на Германия с активи от 0,62 трлн. EUR и дял от 4,8%. Другите небанкови

<sup>8</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2018\\_instinv-2018-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2018_instinv-2018-en).

финансови посредници управляват 4,5% от активите на финансовата система на страната (вж. фиг. 2). Следователно в Германия банките като финансови посредници имат доминираща роля на финансовия пазар, а ролята на небанковите финансови институции не е толкова значима.



**Фигура 2.** Структура на финансовата система на Германия според дела на активите на финансовите посредници през 2017 г.<sup>9</sup>

Таблица 1 потвърждава тезата, че в САЩ функционира пазарно ориентирана финансова система, при която небанковите финансови посредници имат водеща роля за финансирането на частния сектор. Банките играят спомагателна роля за развитието на икономиката, тъй като кредитният ресурс, който предоставят на стопанските субекти, е по-малък като обем в сравнение с финансирането, което те си набавят чрез пласирането на ценни книжа на капиталовите пазари. От друга страна, данните в таблицата доказват, че в Германия размерът на банковия сектор е значително по-голям в сравнение с размера на небанковия финансов сектор. Активите на немските банки достигат до 239,0% от БВП на страната, докато в САЩ техният дял спрямо БВП е около три пъти по-нисък – едва 86,0%. Преобладаващата част от финансирането на частния сектор в Германия се осигурява по линия на банковото кредитиране. Значително по-малка част се акумулира чрез емисии на ценни книжа на капиталовия пазар. От това следва, че за Германия е характерен континенталният тип финансова структура.

<sup>9</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2018\\_instinv-2018-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2018_instinv-2018-en).

**Таблица 1.** Роля на финансовите посредници във финансовата структура в САЩ и Германия през 2017 г.<sup>10</sup>

Показатели	САЩ	Германия
Банкови активи (в % спрямо БВП)	86,0%	239,0%
Активи на застрахователните дружества (в % спрямо БВП)	47,5%	62,4%
Активи на пенсионните фондове (в % спрямо БВП)	102,0%	19,1%
Активи на инвестиционните фондове (в % спрямо БВП)	118,9%	61,7%
Активи на други небанкови финансови институции (в % спрямо БВП)	82,6%	18,1%
Активи на финансовия сектор (в % спрямо БВП)	437,0%	400,2%
Ликвидни пасиви (в % спрямо БВП)	90,5%	89,3%
Банкови кредити на частния сектор (в % спрямо БВП)	52,5%	76,9%
Вземания на небанкови финансови институции от частния сектор (в % спрямо БВП)	197,2%	51,1%
Оперативни разходи на банките (в % спрямо банкови активи)*	2,52%	1,48%
Чист лихвен марж	3,24%	1,04%

\*Забележка: Данните за посочения показател са за 2016 г.

В таблица 2 се съдържа информация за ролята, която играят финансовите пазари във финансовите структури на САЩ и Германия през 2017 година. Тя е измерена с показателите, чрез които се оценяват размерът, активността и ефективността на финансовите пазари. Според данни на Световната банка пазарната капитализация на листваните на фондовата борса акции на американски компании, изразена като процент спрямо БВП на САЩ, е много по-висока в сравнение с отношението между стойността на пазарната капитализация на листваните на фондовата борса акции на немски компании и БВП на

<sup>10</sup> <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=DE-US>; [https://www.bundesbank.de/dynamic/action/en/statistics/time-series-databases/time-series-databases/743796/743796?treeAnchor=BANKEN&statisticType=BBK\\_ITS&openNodeId=BANKE NBANKEN](https://www.bundesbank.de/dynamic/action/en/statistics/time-series-databases/time-series-databases/743796/743796?treeAnchor=BANKEN&statisticType=BBK_ITS&openNodeId=BANKE NBANKEN); <https://www.federalreserve.gov/data.htm>.

Германия (164,85%, респективно 61,25%)<sup>11</sup>. Това означава, че размерът на американския борсов пазар е над два и половина пъти по-голям от този на немския.

**Таблица 2.** Роля на финансовите пазари във финансовата структура в САЩ и Германия през 2017 г.

Показатели	САЩ	Германия
Пазарна капитализация (в % спрямо БВП)	164,85%	61,25%
Оборот на националния борсов пазар (в % спрямо БВП)	204,19%	42,21%
Коефициент на оборота	116,08%	63,58%

Оборотът на американския национален борсов пазар, изразен като процент спрямо БВП на САЩ, надхвърля петкратно оборота на немския, измерен като процент спрямо БВП на Германия (204,19%, респективно 42,21%). Коефициентът на оборота в САЩ също надхвърля значително стойността му, отчетена в Германия през 2017 година (116,08% спрямо 63,58%)<sup>12</sup>. Тези данни дават основание да се направи обобщението, че активността, ефективността и ликвидността на американския финансов пазар са многократно по-високи в сравнение с тези, характерни за финансовия пазар в Германия.

Въз основа на спецификите на двата типа финансови структури, характерни за отделните държави, и в частност за финансовите системи на САЩ и Германия, се обособяват най-общо два модела на финансово посредничество – банково ориентиран и пазарно ориентиран. Техните особености ще бъдат характеризирани по-подробно в следващия параграф на настоящото изследване.

### **БАНКОВО ОРИЕНТИРАН И ПАЗАРНО ОРИЕНТИРАН МОДЕЛ НА ФИНАНСОВО ПОСРЕДНИЧЕСТВО**

Финансовите системи на отделните държави са изградени по подобие на един от двата утвърдили се в световната практика модели на финансово посредничество – банково ориентираният (*bank-based model of financial system*) и пазарно ориентираният (*market-based model of financial system*).

<sup>11</sup> <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=DE-US>.

<sup>12</sup> <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=DE-US>.

Тези модели могат да се разграничат един от друг в зависимост от използването на различни критерии. Най-важните сред тях са<sup>13</sup>:

- доминираща форма на финансиране;
- основни финансови посредници;
- контрол върху корпоративния мениджмънт;
- взаимоотношения кредитор-кредитополучател;
- информационно осигуряване;
- управление на риска;
- структура на финансовите активи на домакинствата.

Финансирането на икономическите агенти при **банково ориентирания модел на финансово посредничество** се осъществява чрез механизма на традиционното банкиране. *Доминираща форма на външно финансиране* на тяхната дейност е *косвеното финансиране*. То се осигурява от търговските банки под формата на предоставени кредити. Основен източник на ресурси за тяхната кредитна дейност са депозитите, акумулирани от населението и бизнес-организациите. Банковите институции предлагат на своите клиенти стандартизирани банкови продукти и услуги чрез мрежа от клонове, офиси и филиали. Те поемат и управляват различни финансови рискове – кредитен, пазарен, ликвиден и др.

*Основни финансови посредници* са търговските банки. Те заемат доминираща роля на финансовия, и особено на кредитния и паричния пазар, като предоставят на своите клиенти широка гама от банкови и финансови услуги. През последните десетилетия универсалните банки постепенно се трансформират във *финансови супермаркети*, които предоставят „под един покрив“ финансови услуги в областта на застраховането, пенсионното осигуряване, инвестиционното банкиране, частното банкиране, управлението на портфейли от клиентски активи, плащанията, факторинг, форфетинг, лизинг и др.<sup>14</sup>.

*Контролът върху корпоративния мениджмънт* при банково ориентирания модел на финансово посредничество се осъществява чрез *право на глас*, което банките упражняват като основни кредитори и притежатели на част от капитала на търговските дружества. Контролът на банките над предприятията им позволява да насочват кредитния

---

<sup>13</sup> Георгиев, Л., Н. Вълканов. Финансово посредничество, трето преработено и допълнено издание, Издателска къща „Стено“, Варна, 2014, с. 116-125.

<sup>14</sup> Усоскин, В. М., В. Ю. Белоусова, И. О. Козырь. Финансовое посредничество в условиях развития новых технологий, *Деньги и кредит*, №5, 2017, с. 16-17.

ресурс и инвестициите към най-ефективните проекти, като по този начин се стимулира развитието на икономиката<sup>15</sup>.

*Взаимоотношенията кредитор-кредитополучател* при банково ориентираната финансова система са дългосрочни, тъй като кредитните отношения между тях не се прекъсват през целия срок на ползване на договорения банков кредит. Те са изградени на основата на взаимно доверие. Ако кредитополучателят изпадне в неплатежоспособност, банката-кредитор се стреми да разсрочи неговите задължения, да намали лихвения процент по отпуснатия кредит или да го рефинансира, като целта е конфликтът между тях да се уреди извънсъдебно и заемателят да продължи да се издължава.

*Информационното осигуряване* при банково ориентирания модел на финансово посредничество е сравнително скъпо и оскъдно. В основата му стои набавянето на частна информация, която е необходима на банките при оценката на кредитоспособността на компаниите, желаещи да получат кредит. Банките не са склонни да разгласяват информацията, получена в процеса на оценяването на инвестиционните проекти на предприятията, които се нуждаят от финансиране. Когато те кредитират дадена компания или придобиват дялове от нейния капитал, подават сигнали на пазара за нейното финансово състояние. По този начин кредитните институции осигуряват ефективно разпределение на ресурсите към предприятия, реализиращи проекти с високо качество и рентабилност<sup>16</sup>.

*Управлението на риска* е насочено към отстраняване или минимизиране на негативните последици, които той предизвиква по отношение на резултатите от дейността на финансовите посредници. От една страна, банките инвестират част от акумулираните под формата на депозити финансови ресурси в различни ликвидни активи, които са нискорискови. От друга страна, те провеждат политика на продуктова диверсификация като разнообразяват непрекъснато услугите, които предлагат на своите клиенти. Кредитните институции формират и портфейли от финансови активи, при които съществува възможността за минимизиране на общия портфейлен риск при определено равнище на възвръщаемост, тъй като е установено, че той има по-ниска стойност от сумата на величините на индивидуалните рискове на активите, които го съставляват.

---

<sup>15</sup> Криничанский, К. В. Финансовые рынки и институты, Издательство „Геотур“, Миасс, 2014, с. 62.

<sup>16</sup> Лаврик, А. Л. Мировые модели финансового посредничества, *Научные ведомости БелГУ*, №22, (165), выпуск 28/1, 2013, с. 73-74.

*Структурата на финансовите активи на домакинствата в избрани държави, в които функционира банково ориентирания модел на финансово посредничество, е представена в таблица 3. От нея е видно, че банковите депозити са най-предпочитани като форма на съхраняване на спестяванията на домакинствата и те заемат най-големия дял от финансовите им активи в повечето от анализирани държави (между 39% в Германия и 77% в Аржентина). През 2017 година в някои държави (Австрия, Гърция, Португалия и Аржентина) на второ място като предпочитания за съхранение на своето богатство домакинствата избират инвестициите в ценни книжа, а в Германия, Япония, Индия и Перу. Втори като значимост във финансовите активи на домакинствата са застраховките и пенсионните осигуровки. Другите финансови активи (предимно парични средства в брой и парични еквиваленти) заемат незначителен дял в общата сума на финансовите активи на домакинствата в анализирани държави.*

**Таблица 3.** Структура на финансовите активи на домакинствата в избрани държави през 2017 г.<sup>17</sup>

Държави	Банкови депозити	Ценни книжа	Застраховки и пенсионни осигуровки	Други
Германия	39%	24%	36%	1%
Австрия	41%	36%	21%	2%
Гърция	61%	31%	4%	4%
Португалия	44%	30%	18%	8%
Япония	53%	20%	26%	1%
Индия	59%	13%	28%	0%
Аржентина	77%	20%	3%	0%
Перу	54%	7%	36%	3%

Отличителна характеристика на **пазарно ориентирания модел на финансово посредничество** е, че водеща роля при финансирането на стопанските субекти имат финансовите пазари. *Доминираща форма на финансиране* на предприемаческата дейност е *полупрякото външно финансиране*, известно още в бизнес средите като транзакционно-ориентирано финансиране. То се осъществява с посредничеството на

<sup>17</sup> Вж.: Allianz Global Wealth Report 2018, публикацията е достъпна на адрес: [https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz\\_com/migration/media/economic\\_research/publications/specials/en/Allianz\\_Global\\_Wealth\\_Report\\_2018\\_e.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/migration/media/economic_research/publications/specials/en/Allianz_Global_Wealth_Report_2018_e.pdf).

инвестиционните банки и небанковите финансови институции. Те поемат емисии и купуват дългови и дялови първични ценни книжа, пласирани на капиталовите пазари от правителства на различни държави или от компании, опериращи в различни сектори на икономиката, които имат недостиг на капитали, като впоследствие ги продават на разнообразни институционални и индивидуални инвеститори, които имат излишък на капитали.

*Основни финансови посредници* са небанковите финансови институции. Те играят ключова роля за развитието на финансовите пазари. Небанковите финансови посредници подпомагат дейността на икономическите субекти, като задоволяват техните потребности от набавяне на необходимото им финансиране или от влягане на свободните им парични капитали в разнообразни финансови активи.

*Контролът върху корпоративния мениджмънт* при пазарно ориентирания модел на финансово посредничество се осъществява чрез *капиталовия пазар*. Обикновено собствениците на капитала и мениджърите на дадена компания са различни лица, които преследват различни цели и влизат в конфликт на интереси помежду си. За да се намали негативното влияние на този проблем, известен като принципал-агент, на мениджърите се предоставят възможности за генериране на допълнителни доходи, ако те управляват ефективно съответната компания и тя реализира високи печалби. По този начин цените на акциите на компанията се повишават. Колкото по-високи са те, толкова по-високи ще бъдат дивидентите на акционерите и допълнителните възнаграждения на мениджърите. За да се преодолее и проблемът с асиметричността на информацията е необходимо да се засили контролът върху мениджмънта както от страна на акционерите, така и от страна на капиталовия пазар.

*Взаимоотношенията между кредитор и кредитополучател* при пазарно ориентирания тип финансова структура не са така тесни и устойчиви както при банково ориентирания. В англосаксонските страни съществуват юридически ограничения относно възможността на кредиторите да упражняват контрол върху мениджмънта на компаниите и поради тази причина конфликтите между тях са жестоки и се решават в съда.

*Информационното осигуряване* при пазарно ориентирания модел на финансово посредничество е сравнително евтино и достъпно. В основата му стои използването на публична информация. Тя се доставя от компаниите, които са листвани на фондовата борса. Колкото повече информация е налична за отделните компании, чиито ценни

книжа се търгуват на капиталовия пазар, толкова по-бързо достига тя до отделните участници на пазара; и колкото проблемът с нейната асиметричност е по-малък, толкова по-ефективен е капиталовият пазар. На такъв пазар инвеститорите ще вземат ефективни финансови и инвестиционни решения, а финансовите посредници, които търгуват с тази информация, ще повишават своята рентабилност<sup>18</sup>.

При пазарно ориентираната финансова структура се използват различни стратегии за *управление на риска*. Управлението на риска е комплекс от мерки за неговото избягване, минимизиране или прехвърлянето му към трети лица. Основните методи, които се използват от небанковите финансови посредници при риск-мениджмънта, са диверсификацията, застраховането и хеджирането.

*Диверсификацията* на риска се осъществява чрез разпределянето на финансовите ресурси в разнообразни по вид и рискови характеристики активи. Ако цените на част от активите се понижат, цените на останалите активи в инвестиционния портфейл нарастват и по този начин стойността на портфейла на финансовия посредник остава относително постоянна.

*Застраховането* е дейност по осигуряване на застрахователно покритие на рискове по силата на договор, изразяващо се в набиране и разходване на средства, предназначени за изплащане на обезщетения и други парични суми при настъпване на събития или сбъждане на условия, предвидени в договор или в закон<sup>19</sup>. Застраховането се осъществява от застрахователни дружества, които обединяват различни видове рискове в един портфейл. Чрез формирането на портфейл се понижава общият риск, тъй като вероятността от едновременно настъпване на всички включени в него единични рискове е минимална. Застрахователите формират специални застрахователни пулове, чрез които се покриват големи или катастрофични рискове. Прехвърлянето и разпределянето на риска може да стане и под формата на съзастраховане или презастраховане.

*Хеджирането* на риска на финансовите пазари може да бъде илюстрирано с конкретен пример за защита срещу валутен риск. За целта между двама участници на пазара може да се сключи сделка, в основата на която стоят т. нар. валутни фючърси. Валутният фючърс (*currency futures*) е договор между две страни, по силата на който едната се задължава да купи от или да продаде на другата определено

---

<sup>18</sup> Никитина, Т. В., А. В. Репета-Турсунова. Финансовыe рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие, Издательство СПбГЭУ, Санкт-Петербург, 2014, с. 26-28.

<sup>19</sup> Вж. чл. 3, ал. 1 от Кодекса за застраховането, обн. ДВ, бр. 102 от 29 декември 2015 г.

количество валута по определен валутен курс на определена бъдеща дата. Той е финансов инструмент, който се търгува на международните фючърсни борси<sup>20</sup>.

Нека допуснем, че през месец октомври 2019 година инвеститор разполага със 125 000 EUR, които продава срещу щатски долари по цена от 1,1500 USD за 1 EUR. През месец декември същата година на инвеститора се налага да купи отново 125 000 EUR, но по валутен курс, който възлиза на 1,2200 USD за 1 EUR. Възниква въпросът по какъв начин инвеститорът може да неутрализира загубата, породена от неблагоприятното изменение на валутния курс?

Отговорът е, че загубата може да се неутрализира с помощта на валутни фючърси чрез заемане на противоположни позиции на търгуваните валути на спот пазара и на фючърския пазар. Механизмът на хеджирането е представен в таблица 4.

**Таблица 4.** Хеджиране с използване на валутни фючърси

Месец	Валутен курс	Спот пазар	Фючърсен пазар
октомври	1 €=1,1500 \$	продажба на 125000 €	покупка на фючърс за 125000 €
декември	1 €=1,2200 \$	покупка на 125000 €	продажба на фючърс за 125000 €
Финансов резултат:		- 8750 \$	+ 8750 \$

От информацията в таблицата става ясно, че при покупката на 125 000 EUR през декември на инвеститора ще са му необходими 152 500 USD поради поскъпването на еврото. Когато той ги е продал през октомври, е получил за тях 143 750 USD, т.е. с 8 750 USD по-малко. От друга страна, при покупко-продажбата на фючърса инвеститорът реализира 8 750 USD печалба, която компенсира напълно загубата от сделките, осъществени на спот пазара.

*Структурата на финансовите активи на домакинствата в избрани държави с функциониращ пазарно ориентиран модел на финансово посредничество е представена в таблица 5.*

<sup>20</sup> Кръстев, Б. Банкови сделки, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2017, с. 81-83.

**Таблица 5.** Структура на финансовите активи на домакинствата в избрани държави през 2017 г.<sup>21</sup>

Държави	Банкови депозити	Ценни книжа	Застраховки и пенсионни осигуровки	Други
САЩ	13%	54%	30%	3%
Великобритания	24%	16%	56%	4%
Канада	20%	40%	37%	3%
Бразилия	19%	51%	22%	8%
Чили	13%	32%	54%	1%
Мексико	18%	60%	22%	0%
Австралия	22%	19%	58%	1%
Нова Зеландия	20%	69%	11%	0%

Данните в таблица 5 показват, че в САЩ, Канада, Бразилия, Мексико и Нова Зеландия най-висок относителен дял във финансовите активи на домакинствата заемат инвестициите в ценни книжа (между 40% в Канада и 69% в Нова Зеландия). В посочените държави, с изключение на Нова Зеландия, втори по значимост във финансовите активи на домакинствата са застраховките и пенсионните осигуровки (между 22% в Бразилия и Мексико и 37% в Канада), като банковите депозити заемат едва трето място сред предпочитаните форми на съхранение на спестяванията.

В друга група държави застраховките и пенсионните осигуровки доминират като относителен дял в общата сума на финансовите активи на домакинствата (58% в Австралия, 66% във Великобритания и 54% в Чили), като банковите депозити и инвестициите в ценни книжа имат значително по-ниски дялове. Това означава, че домакинствата в тези държави не са склонни да поемат прекомерни рискове и залагат в много по-голяма степен на сигурността пред възвръщаемостта, която им носят техните активи.

В таблица 6 е извършена съпоставка между двата модела на финансово посредничество в зависимост от критериите, които бяха използвани за тяхното разграничаване.

<sup>21</sup> Allianz Global Wealth Report 2018, публикацията е достъпна на адрес: [https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz\\_com/migration/media/economic\\_research/publications/specials/en/Allianz\\_Global\\_Wealth\\_Report\\_2018\\_e.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/migration/media/economic_research/publications/specials/en/Allianz_Global_Wealth_Report_2018_e.pdf).

**Таблица 6.** Сравнителни характеристики между моделите на финансово посредничество

<b>Критерии за сравнение между двата модела</b>	<b>Банково ориентиран модел на финансово посредничество</b>	<b>Пазарно ориентиран модел на финансово посредничество</b>
1. Доминираща форма на финансиране	Косвено външно финансиране, традиционно банкиране	Полупряко външно финансиране, транзакционно ориентирано финансиране
2. Основни финансови посредници	Търговски банки	Небанкови финансови институции
3. Контрол върху корпоративния мениджмънт	Осъществява се чрез право на глас	Осъществява се чрез капиталовия пазар
4. Взаимоотношения кредитор-кредитополучател	Тесни и дългосрочни, конфликтите между тях се решават извънсъдебно	Неустойчиви, конфликтите между тях са жестоки и се решават в съда
5. Информационно осигуряване	Преобладаващо частна информация	Преобладаващо публична информация
6. Управление на риска	Чрез продуктова диверсификация	Чрез диверсификация, застраховане и хеджиране
7. Структура на финансовите активи на домакинствата	Преобладават банковите депозити	Преобладават инвестициите в ценни книжа, застраховките и пенсионните осигуровки

За да разграничим двата модела на финансово посредничество е необходимо да характеризираме техните *предимства* и *недостатъци*<sup>22</sup>.

*Предимствата на банково ориентирания модел* на финансово посредничество са, че той води до намаляване на информационната асиметрия и до по-успешно решаване на проблема, свързан с наличието на морален риск. При него се постигат по-големи икономии от мащаба на дейността на банките, които предлагат все повече и по-евтини услуги на населението и бизнеса. Стимулира се дългосрочният растеж на

<sup>22</sup> Вж. напр.: Георгиев, Л. Проблемът „свръхбанкиране“ и структурната реформа в европейския финансов сектор, *Икономически и социални алтернативи*, бр. 1, София, 2017, с. 50-52; Криничанский, К. В. Цит. съч., с. 63-66; Георгиев, Л., Н. Вълканов. Цит. съч., с. 129-130.

икономиката за сметка на краткосрочните цели, които преследват инвеститорите при търговията с ценни книжа на финансовите пазари. Осигурява се по-висока стабилност на финансовата, и в частност на банковата система, поради провежданата политика на ограничаване на банковите фалити.

Като *недостатъци на модела* изпъкват неефективното разпределение на заемния капитал, високото равнище на концентрация на банковия бизнес и ниското равнище на конкурентоспособност на банките спрямо останалите небанкови финансови институции в областта на иновативните финансови продукти и услуги. Освен това банките поемат твърде големи рискове, за да поддържат своята рентабилност, което рефлектира негативно върху тяхната ликвидност и платежоспособност. Те ограничават предоставянето на кредитен ресурс и оттам инвестиционната активност на малките и средни предприятия за сметка на големите корпоративни клиенти.

*Предимствата на пазарно ориентирания модел* на финансово посредничество са свързани с постигането на по-равномерно и по-ефективно разпределение на капитала между пазарните участници и повишаването на възможностите за управление на финансовите рискове чрез тяхното диверсифициране, застраховане и хеджиране. Този модел осигурява алтернативни канали за трансформиране на спестяванията в инвестиции и предлага по-успешни решения на проблема принципал-агент поради предоставената възможност на мениджърите да генерират допълнителни доходи, обвързани с размера на реализираната от управляваните от тях компании печалба. По-ефективен става и контролът върху корпоративния мениджмънт.

*Недостатъците на пазарно ориентирания модел* на финансово посредничество са свързани с наличието на относително по-висока степен на асиметричност на информацията и по-високо равнище на моралния риск. Тъй като при него господстващи финансови посредници са различни небанкови финансови институции, които са специализирани в предлагането на ограничен асортимент финансови услуги, не могат да се реализират съществени икономии от мащаба на тяхната дейност. Финансовата система е изложена на негативното влияние на различни пазарни шокове, свързани с колебанията на цените на финансовите инструменти, търгувани на финансовите пазари.

Относителната значимост и ролята на капиталовия пазар по отношение на финансирането на стопанските субекти в сравнение с финансирането, което те получават през банковия сектор, може да бъде установена с помощта на следните три индикатора:

- *пазарна капитализация на листваните на фондовата борса акции на местни компании спрямо банковите активи* – този показател изяснява какви са размерите и значимостта на финансовите посредници, опериращи на капиталовия пазар, в сравнение с размера и значимостта на банките като финансовите посредници във финансовите системи на отделните държави;

- *оборот на националния борсов пазар спрямо банковите кредити, предоставени на частния сектор* – този индикатор показва каква е активността на финансовите посредници на капиталовия пазар в сравнение с активността на банките като финансови посредници;

- *произведение между оборота на националния борсов пазар спрямо БВП и оперативните разходи на банките спрямо банковите активи* – това е показател, който измерва ефективността на финансовите посредници, опериращи на капиталовия пазар, в сравнение с ефективността на банките като финансови посредници.

На базата на тези три индикатора се изчислява т. нар. *конгломератен индекс*, който показва каква е степента на развитие на капиталовия пазар спрямо степента на развитие на банковата система в отделните държави. След като от стойността на всеки индикатор за всяка държава се извадят средните стойности на индикатора на извадката от изследвани държави, те се сумират и се получава стойността на конгломератния индекс за съответната държава. Колкото по-висока е тя, толкова по-развит е капиталовия пазар в сравнение със степента на развитие на банковия сектор на съответната държава, и обратно – по-ниските стойности на индекса свидетелстват за наличието на по-силно развит банков сектор и по-слабо развит капиталов пазар във финансовата система на изследваната държава<sup>23</sup>.

**Таблица 7.** Конгломератен индекс през 2017 година

Държави	Пазарна капитализация спрямо банков активи	Оборот спрямо банков кредити	Оборот по оперативни разходи на банките	Конгломератен индекс
САЩ	1,92	3,89	0,05	4,27
Южна Африка	2,97	1,79	0,04	3,21
Индия	1,04	0,92	0,01	0,38
Холандия	1,01	0,66	0,01	0,09
Южна Корея	0,59	0,91	0,03	-0,06

<sup>23</sup> Demirguc-Kunt, A., R. Levine, Цит. съч., с. 20-22.

Държави	Пазарна капитализация спрямо банкови активи	Оборот спрямо банкови кредити	Оборот по оперативни разходи на банките	Конгломератен индекс
Япония	0,36	1,11	0,01	-0,11
Канада	0,69	0,69	0,01	-0,20
Швейцария	0,53	0,80	0,03	-0,23
Китай	0,38	0,90	0,01	-0,30
Чили	0,95	0,17	0,00	-0,47
Бразилия	0,46	0,52	0,02	-0,59
Австралия	0,51	0,43	0,01	-0,64
Турция	0,25	0,67	0,01	-0,66
Германия	0,26	0,55	0,01	-0,77
Нова Зеландия	0,28	0,04	0,00	-1,27
България	0,25	0,04	0,00	-1,30
Австрия	0,16	0,11	0,00	-1,32
<b>Средна стойност:</b>	<b>0,74</b>	<b>0,84</b>	<b>0,01</b>	<b>0,001</b>

*Източник:* Световна банка, собствени изчисления на автора.

В таблица 7 са представени стойностите на трите индикатора, като е изчислена и стойността на конгломератния индекс на финансовите структури на избрани държави през 2017 година.

От данните, съдържащи се в таблица 7, могат да се направят следните изводи:

*Първо.* Във връзка с относителния размер и значимостта на посредниците, които осъществяват своята дейност на капиталовия пазар, спрямо размера на банките във финансовия сектор на изследваните държави става ясно, че в САЩ и Република Южна Африка капиталовият пазар е значително по-голям в сравнение с банковите им системи. Той е относително по-голям от средните стойности на анализираниите 17 държави. В Индия, Холандия, Чили, Канада и Южна Корея също се доближава до средните стойности, като във всички останали държави, особено в България, Австрия, Турция, Германия и Нова Зеландия, банките са много по-големи и доминиращи финансови посредници на капиталовия пазар в сравнение с небанковите финансови институции.

*Второ.* Активността на финансовите посредници е най-висока на капиталовите пазари в САЩ и Република Южна Африка, като в Япония, Индия, Южна Корея и Китай тя също е по-висока от средната стойност, отчетена за извадката от анализирани държави. От друга страна,

активността на банките като финансови посредници е най-висока във финансовите системи на България, Нова Зеландия и Австрия.

*Трето.* По отношение на ефективността на капиталовия пазар в сравнение с ефективността на банковата система не могат да се направят категорични изводи и заключения, но въпреки това по-високите стойности на показателя в САЩ, Република Южна Африка, Швейцария и Южна Корея свидетелстват за наличието на по-високо ефективен капиталов пазар в сравнение с банковата система, а в останалите държави, особено в Австрия, България, Чили и Нова Зеландия, ефективността на банковата система е по-висока в сравнение с ефективността на капиталовия пазар.

*Четвърто.* Стойностите на конструирания конгломератен индекс недвусмислено показват, че в САЩ, Република Южна Африка, Индия и Холандия са изградени пазарно ориентирани финансови структури, в Южна Корея, Япония, Канада и Швейцария развитието на банковия и небанковия финансов сектор е относително балансирано, докато в останалите държави от извадката функционират банково ориентирани финансови структури.

Следователно може да се направи изводът, че различията между двата модела на финансово посредничество започват да намаляват и те не се открояват толкова значително един от друг. Освен това през следващите няколко години в рамките на Европейския съюз се предвижда преструктуриране на финансовата система в посока засилване ролята на капиталовия пазар при финансирането на бизнеса, облекчаване на условията за инвестиране на застрахователните дружества и пенсионните фондове, разделяне на депозитно-кредитната от инвестиционната дейност на банките и повишаване на изискванията за капиталова адекватност. Целта е да се понижи равнището на риска и да се увеличи стабилността на финансовата система.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

В настоящото научно изследване са подчертани ролята и значението на финансовите посредници за развитието на финансовите пазари и за поддържането и нарастването на инвестиционната активност на икономическите агенти. Представени са основните функции, които те изпълняват. Характеризирани са основните типове финансови структури, като са анализирани подробно различията във финансовите структури на САЩ и Германия през 2017 година. Извършена е съпоставка между спецификите на утвърдените в световната практика два модела на финансово посредничество – банково ориентираният и

пазарно ориентираният. Очертани са техните предимства и недостатъци.

Конструиран е конгломератен индекс на финансовите структури на седемнадесет държави, изграден на базата на следните три финансови индикатори – пазарна капитализация на листваните на фондовата борса акции на местни компании спрямо банковите активи, оборот на националния борсов пазар спрямо банковите кредити, предоставени на частния сектор, и произведение между оборота на националния борсов пазар спрямо БВП и оперативните разходи на банките спрямо банковите активи.

От данните за тези индикатори през 2017 година и стойностите на конгломератния индекс за анализиранияте държави могат да се направят следните изводи:

- Размерът на капиталовия пазар в САЩ и Република Южна Африка е значително по-голям в сравнение с банковите им системи, а в България, Австрия, Турция, Германия и Нова Зеландия банките са много по-големи и доминиращи финансови посредници на капиталовия пазар в сравнение с небанковите финансови институции.

- Активността на финансовите посредници (предимно небанкови) е най-висока на капиталовите пазари в САЩ и Република Южна Африка, докато активността на банките като финансови посредници е най-висока във финансовите системи на България, Нова Зеландия и Австрия.

- В САЩ, Република Южна Африка, Швейцария и Южна Корея капиталовият пазар е по-високо ефективен в сравнение с банковата система, а в Австрия, България, Чили и Нова Зеландия ефективността на банковата система е значително по-висока в сравнение с ефективността на капиталовия пазар.

- В държави като САЩ, Република Южна Африка, Индия и Холандия са изградени пазарно ориентирани финансови структури, в Южна Корея, Япония, Канада и Швейцария развитието на банковия и небанковия финансов сектор е относително балансирано, докато в останалите държави от извадката, включително и в България, функционират банково ориентирани финансови структури.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Асенова, М., Ст. Бъкличаров, М. Врачовска. Финансови пазари, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2008.
2. Асенова, М. Правно-икономически аспекти в посредничеството с ценни книжа в България, *Ново знание*, Год. I, бр. 4, Пловдив, 2012.
3. Бекарева, С. В., А. В. Гетманова. Система финансовых посредников. Учебно-методический комплекс, НГУ, Новосибирск, 2015.
4. Георгиев, Л., Н. Вълканов. Финансово посредничество, трето преработено и допълнено издание, Издателска къща „Стено“, Варна, 2014.
5. Георгиев, Л. Проблемът „сврѣхбанкиране“ и структурната реформа в европейския финансов сектор, *Икономически и социални алтернативи*, бр. 1, София, 2017.
6. Димитрова, Р. Банки и банково обслужване, Второ преработено и допълнено издание, Издателство „Ромина“, София, 2011.
7. Кодекс за застраховането, обн. ДВ, бр. 102 от 29 декември 2015 г.
8. Криничанский, К. В. Финансовые рынки и институты, Издательство „Геотур“, Миасс, 2014.
9. Кръстев, Б. Банкови сделки, Издателство „Авангард принт“, Русе, 2017.
10. Лаврик, А. Л. Мировые модели финансового посредничества, *Научные ведомости БелГУ*, №22, (165), выпуск 28/1, 2013.
11. Никитина, Т. В., А. В. Репета-Турсунова. Финансовые рынки и финансово-кредитные институты: учебное пособие, Издательство СПбГЭУ, Санкт-Петербург, 2014.
12. Пеев, П., П. Димитрова. Място и роля на финансовите посредници, *Ново знание*, Юбилейно издание, Том 6, №5, Пловдив, 2017.
13. Рафаилов, Д. Измерване на развитието на финансовата инфраструктура, *Известия на съюза на учените - Варна, Серия Икономически науки*, Том 7, №2, 2018, с. 13-23.
14. Салихова, А. Р., Д. Р. Ульданова. Финансовые рынки и посредники: учебное пособие для студентов экономических специальностей, Павлодар, 2011.

15. Усоскин, В. М., В. Ю. Белоусова, И. О. Козырь. Финансовое посредничество в условиях развития новых технологий, *Деньги и кредит*, №5, 2017.
16. Хохлова, С. В., Л. А. Молчанова. Финансовые посредники и их роль в развитии финансового рынка, *Экономика и предпринимательство*, №1, 2015.
17. Demirguc-Kunt, A., R. Levine. Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons, The World Bank, Development Research Group, July, 1999.
18. Levine, R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, Issue 4, 2002.
19. [https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2018\\_instinv-2018-en](https://www.oecd-ilibrary.org/finance-and-investment/oecd-institutional-investors-statistics-2018_instinv-2018-en).
20. <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS?locations=DE-US>
21. <https://www.federalreserve.gov/data.htm>.
22. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?locations=DE-US>.
23. <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRNR?locations=DE-US>.
24. <https://ec.europa.eu/eurostat/>.
25. [https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz\\_com/migration/media/economic\\_research/publications/specials/en/Allianz\\_Global\\_Wealth\\_Report\\_2018\\_e.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/migration/media/economic_research/publications/specials/en/Allianz_Global_Wealth_Report_2018_e.pdf).
26. <http://www.bse-sofia.bg/?page=AnnualStatistics>.