

СЪДЪРЖАНИЕ

ПРЕДГОВОР	11
ЧАСТ ПЪРВА	
АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА ИНВЕСТИЦИИ И ИНВЕСТИЦИОННИ РЕШЕНИЯ	15
ГЛАВА ПЪРВА	
СЪЩНОСТ И ХАРАКТЕРИСТИКИ НА ИНВЕСТИЦИОННИЯ ПРОЦЕС	17
1.1. Инвестициите като обект на изучаване	17
1.2. Сфери на инвестиране – реални и финансови инвестиции.....	18
1.3. Рискът в инвестиционния анализ.....	20
1.4. Характеристики на инвестиционния процес.....	23
1.5. Основни принципи на инвестиционния мениджмънт.....	25
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ	27
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ	28
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА	28
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	29
ГЛАВА ВТОРА	
ОЦЕНКА И ИЗБОР НА ИНВЕСТИЦИОННИ РЕШЕНИЯ	30
2.1. Достоверност на инвестиционните решения	30
2.2. Стойността на парите във времето – настоящи и бъдещи стойности	31
2.3. Статични и динамични (дисконтови) методи за оценка на инвестиционни решения	38
2.4. Сравнителен анализ на методите за оценка на инвестиционни решения.....	61
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ	67
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ	68
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА	69
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	70
ГЛАВА ТРЕТА	
ОЦЕНКА И КЛАСИРАНЕ НА ПРОЕКТИ ПРИ МНОГОВАРИАНТНО ИНВЕСТИРАНЕ	71
3.1. Система за оценяване на инвестиционни проекти	71
3.2. Оценка и избор при многовариантно инвестиране	74
3.3. Инвестиционен избор в условията на лимитирани парични бюджети	83
3.4. Класиране на инвестиционни проекти	85
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ	90
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ	91
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА	91
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	92

ГЛАВА ЧЕТВЪРТА

МЕТОДИ ЗА ЦЕНООБРАЗУВАНЕ И ДОХОДНОСТ НА ФИНАНСОВИ АКТИВИ	93
4.1. Видове финансови активи – сравнителен анализ	93
4.2. Методи за ценообразуване на финансови активи	98
4.2.1. Определяне на настояща стойност и цена на облигации и анюитети.....	98
4.2.2. Определяне на настояща стойност и цена на акции и пожизнени ренти	102
4.3. Определяне на доходност от финансови инструменти.....	109
4.3.1. Доходност от краткосрочни финансови инструменти	110
4.3.2. Доходност от дългосрочни финансови инструменти.....	114
4.4. Фискални ефекти и доход след данъци	119
4.5. Изчисляване на доходност от инвестиционен портфейл.....	121
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	124
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	125
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	126
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	127

ЧАСТ ВТОРА

АНАЛИЗ И ОЦЕНКА НА РИСКА И КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА

НА ФИРМАТА	129
-------------------------	-----

ГЛАВА ПЕТА

РИСКЪТ В ИНВЕСТИЦИОННИЯ АНАЛИЗ	131
5.1. Основни рискови показатели в инвестиционния анализ.....	131
5.2. Как се измерват инвестиционните рискове?.....	133
5.3. Измерване на риска на портфейлни инвестиции	138
5.4. Практически методи за оценка на инвестиционния риск	145
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ	158
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	159
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	160
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	161

ГЛАВА ШЕСТА

УПРАВЛЕНИЕ НА ПОРТФЕЙЛНИЯТ РИСК	162
6.1. Портфейлният риск и възможностите за неговото намаляване	162
6.2. Диверсификацията на портфейла като средство за бягство от риска	165
6.3. Традиционният модел за оценка на капиталови активи (МОКА) – предимства и недостатъци.....	171
6.4. Арбитражната ценова теория (АЦТ) и МОКА – сравнителен анализ.....	183
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ	190
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ	191
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	192
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	193

ГЛАВА СЕДМА

ИНФЛАЦИЯТА И КАПИТАЛОВОТО БЮДЖЕТИРАНЕ. ОТЧИТАНЕ НА

ИНФЛАЦИОННИТЕ И ФИСКАЛНИТЕ ЕФЕКТИ В ИНВЕСТИЦИОННИЯ АНАЛИЗ	194
7.1. Прирастни парични потоци.....	194
7.2. Оценка на проекти на база прирастни парични потоци	195
7.3. Необходимост да се отчита инфлацията.....	201

7.4. Инфлацията и капиталовото бюджетиране	204
7.5. Модификация на инвестиционния риск под влияние на данъците	208
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	212
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	213
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	213
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	214
ГЛАВА ОСМА	
ФИНАНСОВИЯТ РИСК В ИНВЕСТИЦИОННИТЕ РЕШЕНИЯ	
И КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА.....	215
8.1. Основни тези при формиране на капиталовата структура на фирмата	215
8.2. Капиталовата структура и пазарната стойност на фирмата	222
8.3. Определяне на капиталовите разходи (цена на капитала).....	227
8.4. Среднопретеглена и маржинална цена на капитала	233
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	238
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	239
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	239
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	240
ГЛАВА ДЕВЕТА	
ДЪЛГОВОТО ФИНАНСИРАНЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ И ТЯХНАТА	
ПАЗАРНА ЦЕНА	241
9.1. Дискусията относно влиянието на капиталовата структура върху цената на капитала и пазарната стойност на фирмата.....	241
9.2. Реализмът на Модилиани и Милър в инвестиционния анализ.....	248
9.3. Колко трябва да заема фирмата – модел на Милър.....	257
9.4. Пазарната стойност на фирмата и цената на фалита	261
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	267
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	268
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	269
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	270
ЧАСТ ТРЕТА	
АНАЛИЗ И УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИ ИНВЕСТИЦИИ	
И ПАЗАРИ	271
ГЛАВА ДЕСЕТА	
УПРАВЛЕНИЕ НА ФИНАНСОВИТЕ ИНВЕСТИЦИИ. ПАСИВНИ	
И АКТИВНИ СТРАТЕГИИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ	273
10.1. Финансовите пазари по света – видове, структура, механизми на функциониране	273
10.2. Видове инструменти на финансовите пазари	279
10.3. Пасивни и активни управленски стратегии	282
10.4. Формиране на стратегия и управление на портфейла	290
10.5. Организационни аспекти на инвестиционния мениджмънт.....	295
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	297
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	298
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	298
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	300

ГЛАВА ЕДИНАДЕСЕТА

АНАЛИЗ НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ. ХИПОТЕЗА ЗА ЕФЕКТИВНИЯ ПАЗАР

И ДРУГИ ТЕОРИИ ЗА СЪСТОЯНИЕТО НА ПАЗАРА	301
11.1. Анализ на финансовите пазари – основни цели и подходи	301
11.2. Хипотеза за ефективния пазар и други теории за състоянието на пазара	302
11.3. Фундаментален и технически анализ.....	307
11.4. Технически анализ и поведенчески финанси. Достоверност на концепцията „Дау“	321
11.5. Информационна база на анализа – борсови индекси и бюлетини	324
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	327
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	328
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	329
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	330

ГЛАВА ДВАНАДЕСЕТА

УПРАВЛЕНИЕ НА АКТИВИ. ВИДОВЕ ИНВЕСТИЦИОННИ

КОМПАНИИ. ВЗАИМНИ ФОНДОВЕ	331
12.1. Видове инвестиционни компании	331
12.1.1. Управлявани инвестиционни компании	331
12.1.2. Други регистрирани компании за управление на инвестиции	336
12.1.3. Нерегистрирани инвестиционни компании	338
12.2. Технологии и управление на активи	344
12.3. Методи за отчитане на ефективността на инвестиционните компании и фондове.....	345
РЕЗЮМЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЯ.....	351
КОНЦЕПТУАЛНИ ВЪПРОСИ.....	352
ЗАДАЧИ ЗА САМОПОДГОТОВКА.....	352
ПРАКТИЧЕСКИ ЗАДАЧИ И КАЗУСИ	353

ПРИЛОЖЕНИЯ.....	355
ПРИЛОЖЕНИЕ 1.....	357
ПРИЛОЖЕНИЕ 2.....	359
ПРИЛОЖЕНИЕ 3.....	361
ПРИЛОЖЕНИЕ 4.....	363

ОТГОВОРИ НА ЗАДАЧИТЕ	365
----------------------------	-----

ИЗБРАНИ ФОРМУЛИ КЪМ ВСЯКА ГЛАВА	379
---------------------------------------	-----

РЕЧНИК НА ТЕРМИНИТЕ.....	394
--------------------------	-----

ИНДЕКС НА ТЕРМИНИТЕ.....	402
--------------------------	-----

БИБЛИОГРАФИЯ	405
--------------------	-----

Тази книга е предназначена както за студенти-бакалаври по икономика и бизнес администрация в различните икономически университети и стопански факултети в страната, така и за студенти-магистри, посещаващи специализирани курсове и програми в областта на финансите и управление на инвестициите. Заедно с това тя се явява едно полезно практическо ръководство за действащи предприемачи, финансови анализатори и банкови специалисти, мениджъри на малки и средни предприятия, както и за ръководен персонал на инвестиционни дружества и финансови посредници. Целта на книгата е да запознае всички тези потенциални читатели с основните принципи на съвременния инвестиционен мениджмънт и да предостави необходимите знания и умения в областта на управлението на корпоративните финанси и инвестициите.

Основен мотив за написването на тази книга е както натрупания преподавателски опит на автора в областта на корпоративните финанси и инвестиционния мениджмънт, така и наличието на богат професионален и експертен опит като консултант в областта на публичните и корпоративните финанси. Проф. Мирослав Матеев е преподавател в Американския университет в България (АУБ) от 2003 г., а преди това е бил хоноруван доцент в катедра „Финанси“ на Университета за национално и световно стопанство (УНСС). Авторът чете специализирани курсове в редица области на корпоративния мениджмънт, в това число и управление на риска, насочени към ръководни кадри, финансови мениджъри и експерти от частния и публичния сектор на икономиката. Специализирал е в САЩ, Англия и Дания.

Посвещавам тази книга на моята прекрасна съпруга и малкия ми син, без чиято подкрепа и разбиране тя нямаше да бъде завършена навреме. Специална благодарност изказвам на моите студенти и колеги от катедра „Бизнес“ на АУБ за активната им подкрепа и ценни съвети при окончателното оформяне на книгата.

Искам да благодаря и на моите рецензенти – проф. д.ик.н. Велчо Стоянов и доц. д-р Пресияна Ненкова от катедра „Финанси“ към УНСС.

ПРЕДГОВОР

Функционирането на националното стопанство в условията на засилена пазарна конкуренция и задълбочаваща се глобална финансова криза поставя редица предизвикателства както пред бизнеса, така и пред академичната общност в България. Съчетаването на теоретичните познания с проверените в практиката знания за природата, функциите и начините на прилагане на пазарните принципи и механизми се оказва недостатъчно в условията на глобална рецесия и нефункциониращи финансови пазари. Необходим е нов подход както към управлението на националната икономика (в това число държавен бюджет, публични разходи и данъчна политика), така и на ниво отделна фирма или предприятие. Така например корпоративните финансови стратегии не могат да бъдат успешно реализирани, нито правилно разбрани без знанието за моделите на Модилиани и Милър относно капиталовата структура и стойността на фирмата. Това поражда необходимостта от по-задълбочно изучаване на основните теоретични и практико-приложни принципи в областта на корпоративното управление и в частност на инвестиционния мениджмънт.

Инвестиционната дейност е важна част от стопанската дейност на деловите среди. Както големите капиталови дружества, така и едноличните търговци и предприемачи непрекъснато подлагат на преценка външните конюнктурни колебания на пазарната среда и търсят в своите представи най-перспективните сфери за вложение на капитали – свои и привлечени. Ето защо осигуряването и набавянето на капитали или финансирането на предприятието (фирмата) е важен момент във финансовия мениджмънт на всяко едно дружество. Още по-важно е обаче как най-ефективно да бъдат вложени (инвестирани) тези капитали. Отговорът на първия въпрос намира естествен израз във финансовите решения на фирмата, а на втория – във фирмените инвестиционни решения.

Вземането на правилни инвестиционни решения зависи от уменията и знанията както на финансовите мениджъри във фирмата, така и на инвестиционните посредници, акционерите и частните предприемачи. Това означава, че те трябва да познават не само основните принципи на съвременната инвестиционна теория, но и да притежават значителни практически умения и опит в процеса на оценяване на алтернативни инвестиционни проекти, включително и оценка на риска, защото безрискови инвестиции в практиката няма. Очевидно е, че в условията на силно конкурентна пазарна икономика това се превръща не само във въпрос на необходимост, но и на успешно оцеляване.

Две са основните цели на тази книга: първо, да запознае читателя с основните принципи, методи и подходи в съвременния инвестиционен мениджмънт; и второ, да даде знания за начините за тяхното успешно прилагане в практиката на корпоративното управление в новите икономически условия. Затова авторът е търсил добрия баланс между теоретичната интерпретация на разглежданите проблеми и възможностите за тяхното интегриране в анализа и мениджмънта на фирмените инвестиционни решения. Обект на изследване са както инвестициите в реални активи, така и тези във финансови инструменти. Основно внимание в книгата е отделено на различните подходи и методи за анализ и оценка на инвестиционни проекти, методи за ценообразуване и доходност на финансови активи, управление на риска, както и анализ на различните видове финансови инструменти и стратегиите за тяхното управление. Книгата е структурирана в 12 глави, 4 приложения, речник и индекс на термините, и библиография.

В първите четири глави са разгледани основните понятия, принципи и подходи, прилагани в инвестиционния анализ. Глава първа въвежда читателя в основните дефиниции за това какво представлява инвестиционния процес и неговите основни етапи. Сравнителният анализ

на използваните в практиката методи и показатели за оценка и класиране на алтернативни инвестиционни решения е представен в Глава втора. Подробно са дискутирани предимствата и недостатъците на дисконтовите методи и тяхната приложимост в инвестиционния анализ – нетна настояща стойност (NPV), вътрешна норма на възвръщаемост (IRR), коефициент на рентабилност (PI), срок на възвръщане (PBP) и др. Системата за оценяване при многовариантното инвестиране, влиянието на промените в базовите параметри на проекта и полезността на използваните критерии са обект на разглеждане в Глава трета. Спецификата на инвестициите във финансови инструменти налага те да бъдат разгледани отделно. Предмет на тази четвърта глава са методите за ценообразуване и определяне на доходността на различните типове финансови инструменти – акции, облигации, пожизнени ренти и държавни ценни книжа.

Глава пета и шеста разглеждат основно въпросите за анализ и оценка на риска в инвестиционния анализ и неговото измерване чрез различни статистически показатели – дисперсия, стандартно отклонение и коефициент на вариация. Особено внимание е отделено на оценката на пазарния риск чрез бета-коефициента. Представени са редица съвременни теории за анализ и оценка на портфейлния риск и възможностите за неговото намаляване, в опит да се открият възможните решения за диверсифициране на риска при управление на портфейл от ценни книжа. Обект на разглеждане в Глава шеста са портфейлната теория на Хари Марковиц и приложимостта на модела за оценка на капиталови активи (МОКА). За първи път по-подробно е дискутирана значимостта на арбитражната ценова теория (АЦТ), както и на редица алтернативни модели за оценяване на финансови активи.

Глава седма отделя специално място на проблема за отчитане на инфлационните и фискални ефекти при инвестиционния избор – един твърде важен въпрос, на който все още не се отделя достатъчно внимание в инвестиционната практика у нас. Модификацията на инвестиционните решения и оценката на риска под влияние на инфлацията и данъците е безспорно обект на едни по-задълбочени дискусии, които се простират извън рамките на тази книга.

Връзката между финансовия риск и оптималната капиталова структура на фирмата е подробно разгледана в следващите две глави. Глава осма дискутира въпроса за пазарната стойност на фирмата и цената на капиталовите разходи. Читателят може да намери отговор и на въпроса докъде финансовият мениджър може да изменя капиталовата структура в полза на дълга и как нарасналият риск се отразява на инвестиционните решения на фирмата. Достатъчно внимание е отделено и на дискусията за влиянието на капиталово-структурната политика върху среднопредтеглената цена на капитала и пазарната стойност на фирмата, отразени както в традиционния възглед, така и в реализма на Модилиани и Милър. Отговор на въпроса колко трябва да заема фирмата ни дава моделът на Мортън Милър, разгледан в Глава девета.

Последните три глави са посветени основно на управлението на финансовите инвестиции и пазари. Глава десета обхваща цялото многообразие от съществуващи финансови пазари, техните същностни характеристики и механизми на функциониране. Какво да бъде поведението на инвеститора – активно или пасивно, зависи от неговото разбиране за очакваната доходност при зададено (желано) ниво на риска. В тази връзка са разгледани основните техники, използвани при пасивното и активно управление на портфейл от ценни книжа. Едно от основните направления, в които се разкриват функциите на инвестиционния мениджмънт, е финансовият анализ на ценните книжа, портфейла и пазарите като цяло. Дали да се доверим на оценките, получени чрез използване на фундаментален или технически анализ, зависи от вижданията на анализаторите за полезността (и достоверността) на тези оценки. Важността на тези въпроси, както и различните теории за състоянието на пазара (концепцията Dow, хипотезата за ефективния пазар и др.) са обект на анализ и дискусия в следващата единадесета глава. В последната, дванадесета глава са разгледани най-важните характеристики на основните участници на съвременните финансови

пазари – инвестиционните компании и фондове, както и начина за управление на техните активи. По специално внимание е отделено на т.нар. нерегистрирани мениджъри на активи – пенсионни фондове, фондове за дялово инвестиране и управление на рисков капитал, бизнес ангели и други, които започват да играят все по-значима роля и на българския инвестиционен пазар. За първи път се разглежда въпросът за връзката между информационните технологии и управлението на финансови активи, както и начините за отчитане на резултатите от дейността на инвестиционните компании.

Книгата включва и набор от приложения, в това число речник и индекс на термините, списък на използваната литература и таблици с дисконтови, анюитетни и сложнолихвени фактори. Всяка глава завършва с кратко резюме, в което са синтезирани основните моменти от разглежданите теми. Въпросите и задачите към отделните глави дават възможност за самостоятелна работа и тестване на придобитите теоретични знания. Новост в издаването на подобна научна литература в България е наличието на ръководство (CD-ROM) с практически задачи и казуси към всеки един раздел от книгата. То има за цел да илюстрира както дискутираните теоретични принципи и подходи в инвестиционния мениджмънт, така и начините за тяхното успешно приложение в практиката. Ръководството включва не само отделни задачи и казуси, но и редица тестове за самоподготовка. В приложенията към това ръководство са показани примерни задачи и техните решения с помощта на MS Excel.

Въпреки желанието на автора за подробно разглеждане част от изложените въпроси и принципи на инвестиционния мениджмънт се нуждаят от по-нататъшна дискусия и анализ. Затова всяка критика и препоръка са полезни и ще бъдат приети с благодарност от автора.

проф. Мирослав Матеев