

# **ЕВОЛЮЦИЯ, ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЯ И КРИТИЧЕН ПРЕГЛЕД НА КАНОНА В ОБУЧЕНИЕТО ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ**

**Нигохос Канарян, nkanaryan@nbu.bg  
Департамент „Икономика“  
Нов български университет**

**Резюме:** Настоящата статия представлява есеистично и концептуално изследване на инвестиционната теория като 100-годишен образователен канон в условията на дигитална трансформация и ерата на изкуствения интелект. Проследява се формирането и институционализирането на този канон чрез ключови концептуални и организационни опори. Анализира се как този канон се възпроизвежда чрез учебници, университетски програми и сертификационни професионални програми. В изследването се обръща внимание на редица структурни ограничения и методологични дефицити, включително фаворизирането на фундаменталния анализ за сметка на техническия, маргинализирането на алтернативни измерители на риска, както и критиката към статистическата основа на инвестиционната теория. Подчертава се необходимостта от преосмисляне на съдържателния и методологичен обхват на преподаването по управление на инвестиции чрез по-адаптивни, интердисциплинарни и технологично осъзнати подходи, адекватни на реалностите на съвременните финансови пазари.

**Ключови думи:** инвестиционна теория, инвестиционно образование

**JEL:** A22, A23, G11, I23

**DOI:** <https://doi.org/10.58861/tae.di.2025.4.02>

## **EVOLUTION, INSTITUTIONALISATION, AND CRITICAL REVIEW OF THE CANON IN INVESTMENT MANAGEMENT EDUCATION**

**Nigokhos Kanaryan, nkanaryan@nbu.bg  
Department of Economics  
New Bulgarian University**

**Abstract:** This paper presents an essayistic and conceptual study of investment theory as a century-old educational canon, examined in digital transformation and the era of artificial intelligence. It traces the formation and institutionalization of this canon through key conceptual foundations and organizational actors. The article explores how this canon is reproduced through textbooks, university curricula, and certification structures. The study highlights several structural limitations and methodological deficiencies, including the preferential treatment of fundamental analysis over technical analysis, the marginalization of alternative risk measures, and the critique of the statistical foundations of investment theory. It underscores the need to reconsider investment education's conceptual and pedagogical scope through more adaptive, interdisciplinary, and technologically aware approaches that reflect the realities of contemporary financial markets.

**Key words:** investment theory, investment education

**JEL:** A22, A23, G11, I23

**DOI:** <https://doi.org/10.58861/tae.di.2025.4.02>

## **ЕВОЛЮЦИЯ, ИНСТИТУЦИОНАЛИЗАЦИЯ И КРИТИЧЕН ПРЕГЛЕД НА КАНОНА В ОБУЧЕНИЕТО ПО УПРАВЛЕНИЕ НА ИНВЕСТИЦИИТЕ**

**Нигохос Канарян, [nkanaryan@nbu.bg](mailto:nkanaryan@nbu.bg)  
Департамент „Икономика“  
Нов български университет**

### **Въведение**

През последните сто години инвестиционната теория преживя дълбока трансформация – от ранните идеи за стойност, доходност и лихва до високо математизирани модели за управление на риска и възвръщаемостта на портфейлите на индивидуални и институционални инвеститори. В основата на тази еволюция стоят не само икономическите прозрения на класическите икономисти, но и стремежът към формализиране и предсказуемост на финансовото поведение. С въвеждането на инвестиционната теория от Williams (1938) като академична и професионална дисциплина и нейното утвърждаване от Markowitz (1952, 1959), Tobin (1958) и Sharpe (1962), се формира устойчив канон, който оформя съдържанието и структурата на преподаването по управление на инвестиции в университетите и професионалните програми.

В настоящата статия понятието канон се използва като обобщаващо наименование за стабилизирани, институционализирани и широко възприети набор от знания, теории, методи и преподавателски практики, които определят какво се счита за валидно и важно в дадена академична дисциплина. В контекста на преподаването по управление на инвестиции, канонът включва не само утвърдените теоретични модели като Модерната портфейлна теория на Markowitz (1952) или Модела за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model, CAPM) на Sharpe (1962), но и учебниците, програмите, методите на оценяване, сертификационните стандарти (напр. Chartered Financial Analyst, CFA), както и педагогическата логика, чрез която се структурира обучението. Това е не просто набор от теми – това е начин на мислене, който определя как се изучава и преподава управлението на инвестициите.

Днес обаче този канон е поставен под натиск. Финансовите пазари се променят под въздействието на новите технологии, поведенчески прозрения, глобални кризи и етични дилеми. Академичното преподаване, което в продължение на десетилетия се основаваше на хипотезата за рационалния инвеститор и ефективния пазар, се сблъсква с необходимостта да отразява реалности като несигурност, когнитивни пристрастия и алгоритмична търговия. Това поставя въпроса: дали преподаването по управление на инвестиции не изисква реформация – не само на съдържанието, но и на самата структура на теоретичния канон?

Целта на настоящата статия е да проследи историческата еволюция на инвестиционната теория, да анализира начина, по който тя се формализира в преподаването, и да постави под въпрос нейната устойчивост в съвременния образователен контекст.

### **1. Еволюция на инвестиционната теория**

Формирането на инвестиционната теория като академично направление в първата половина на XX век е тясно свързано с развитието на неокласическата икономическа школа и опитите ѝ да моделира рационалния икономически агент, вземащ решения във времето и наличие на риск и несигурност. Мислители като Ървин Фишер, Джон Бър Уилямс, Франк Найт и Джон Мейнард Кейнс създават концептуалната рамка, която се математизира и институционализира в следващите десетилетия. Техните идеи относно стойността, времето, риска и несигурността поставят основите на това, което по-късно се превърна в канонична инвестиционна теория.

Ървин Фишер формулира инвестиционното решение като проблем на времевите предпочитания, т.е. на избора между настоящо и бъдещо потребление<sup>1</sup>. Fisher (1930) описва рационалния икономически агент като максимизиращ полезността си във времето, при дадени предпочитания и възможности за прехвърляне на потребление между периоди чрез спестяване или заемане. Той профилира два типа агенти. Първият - това са спестителите, които отлагат потребление в очакване на възвръщаемост. Вторият са вземащи заеми, които предпочитат незабавно потребление, финансирайки го чрез залог на бъдещите си доходи. Тази дихотомия е основополагаща за инвестиционната логика. Тя обяснява как и защо се формират капиталовите пазари, какво мотивира инвестиционното поведение и как се определя лихвеният процент като равновесен механизъм между търсенето и предлагането на ресурси във времето (intertemporal resources). Освен това, чрез въвеждането на оптимална структура на поведението, Ървин Фишер подготвя теоретичната почва за по-късни модели на портфейлно решение, базирани на максимизация на полезността и математическа логика.

Williams (1938) развива концепцията за стойност на актива като функция на очакваните му бъдещи парични потоци, дисконтирани към настоящето. Така той въвежда модела на дисконтираните парични потоци (Discounted Cash Flow, DCF). Той е основополагащ модел, който и до днес е в основата на фундаменталния анализ в инвестиционната практика. Williams (1938) подчертава, че реалната стойност на финансов актив не се определя от текущата му пазарна цена, а от способността му да генерира доход в бъдеще, оценен при подходяща норма на възвръщаемост. По-късно тази идея е формализирана от Gordon и Shapiro (1956) в модела на дисконтираните дивиденди, който при допускане за постоянен растеж дава аналитична формула за стойността на акцията. Така известният модел на Гордън за постоянен растеж (Gordon Growth Model) може да се разглежда като приложна спецификация на принципа, въведен от Williams (1938). Макар и без сложна математическа формализация, подходът на Williams (1938) обвързва инвестиционното поведение с очакванията за доход и рискова премия – тема, която по-късно Хари Марковиц и Уилям Шарп развиват в своите докторски дисертации. Моделът на Williams

---

<sup>1</sup> За детайлно описание на приносите на Ървин Фишер вж. Егберт и Седларски (2017).

(1938) е директна концептуална връзка между неокласическата логика на Ървин Фишер и бъдещата теория на портфейла.

Knight (1921), прави ясно разграничение между риска, който е измерим чрез вероятностно разпределение, и несигурността, която е невъзможна за количествена оценка. Това разграничение, макар понякога пренебрегвано в инвестиционната литература, е критично за разбирането на границите на математическите модели в условия на непълна или непредвидима информация. Той подчертава, че предприемаческата печалба не произтича от поемането на измерим риск, а от способността да се действа при несигурност – да се вземат решения, когато няма ясни вероятностни основания. Макар този възглед трудно да се вмества в по-късните рационални модели, той поставя философската основа на по-късните поведенчески и еволюционни подходи към инвестиционното поведение. От преподавателска гледна точка, идеите на Франк Найт често остават встрани от учебните планове именно поради своята неформализируема природа, въпреки тяхната дълбочина<sup>2</sup>.

Keynes (1936) представя радикално различна визия за инвестиционното поведение. Той акцентира върху фундаменталната несигурност, присъща на бъдещето, която не може да бъде сведена до обективни вероятности. При липса на сигурност, икономическите агенти не действат рационално в тесния неокласически смисъл, а вземат решения, повлияни от емоции, убеждения и масова психология – онова, което Кейнс нарича "*animal spirits*". Той подлага на съмнение ефективността на пазарите да отразяват пълноценно информацията и смята, че пазарните цени често се отклоняват от фундаменталната стойност. Неговите идеи, макар и маргинализирани в зората на неокласическия канон, се възраждат с възхода на поведенческите финанси в края на XX век. От гледна точка на преподаването, Кейнс поставя началото на една различна парадигма – такава, в която инвестициите не са просто оптимизационна задача, а реакция на несигурност и психологически импулси.

Идеите на Фишер, Уилямс, Найт и Кейнс създават плодотворна теоретична основа, която ще бъде формализирана през втората половина на XX век. Фишер и Уилямс задават модела на рационалния инвеститор и очакваната стойност, а Найт и Кейнс въвеждат понятието за несигурност и поведение извън рамките на количествената рационалност. Тези противоположности – между оптимизация и интуиция, между риск и несигурност, между логика и поведение – ще структурират целия дебат в инвестиционната теория през следващите десетилетия. Този дебат започва да се институционализира именно чрез математизирането на икономиката и финансите.

Формализацията на икономическата и инвестиционната теория не се случва изолирано в рамките на отделни авторски трудове, а е подкрепена от институционален проект, който цели да преведе икономическите идеи на езика на математиката и статистиката. В този контекст ключова роля изиграва Cowles Commission for Research in Economics<sup>3</sup>, основана през 1932 г. от Алфред Коулес III. Оригиналната ѝ цел е емпирично да тества дали финансовите прогнози могат да надминат представянето на пазара (Cowles, 1933). С течение на времето обаче комисията се превръща в средище за разработване на иконометрични и оптимизационни модели, които ще положат основата на модерната финансова теория. Сред водещите ѝ членове са учени като Джейкъб

<sup>2</sup> Егберт, Седларски и Тодоров (2015) правят задълбочен анализ на приносите на Франк Найт.

<sup>3</sup> <https://cowles.yale.edu/>

Маршак, Тялинг Купманс, Кенет Ароу, Леонид Хурвиц, Джеймс Тобин и Франко Модилиани – имена, които ще определят облика на икономиката и финансите през втората половина на XX век.

Под ръководството на Джейкъб Маршак Cowles Commission изоставя чисто описателните подходи и поставя акцент върху оптимизационни решения при ограничени ресурси, използвайки линейна алгебра, теория на вероятностите и статистическо моделиране. Именно в тази среда се формират аналитичните рамки, върху които стъпват по-късно Хари Марковиц, докторант на Джейкъб Маршак, и Уилиам Шарп, а отчасти и Юджийн Фама и Стивън Рос. Комисията допринася и за изграждането на методологичната основа на теорията на полезността и на пазарното равновесие под несигурност, като създава приемствена линия с по-ранните идеи на Фишер и Найт, но вече формулирани в математически апарат.

Макар Cowles Commission да не е създала директно конкретен инвестиционен модел, нейната роля като институционална среда за математическа икономика е съизмерима с тази на водещите автори. Без Cowles Commission, теорията на портфейла, моделът за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model, CAPM) и теорията за арбитражното оценяване (Arbitrage Pricing Theory, APT) едва ли биха придобили своята академична легитимност и не биха били интегрирани така последователно в образователния канон. От гледна точка на преподаването, тази институционализация легитимира модела на инвеститора като рационален агент, който максимализира полезността си чрез количествено управление на риска – парадигма, която ще доминира в образованието по финанси в продължение на десетилетия.

Решаваща стъпка в математизацията на инвестиционната теория е поставена от von Neumann и Morgenstern (1944). В този труд се формализира понятието очаквана полезност, като се предлага аксиоматична основа за рационален избор при наличие на риск. Теорията на фон Нойман и Моргенщерн поставя основите на повечето модели за вземане на инвестиционни решения, които доминират в икономиката и финансите след Втората световна война. Моделът на максимализирането на очакваната полезност предполага, че икономическите агенти правят последователни и непротиворечиви избори между несигурни алтернативи. Те оценяват алтернативите чрез математическо очакване на полезността, а не на доходността. Нещо повече, икономическите агенти притежават стабилни предпочитания и пълна информация за вероятностите.

Тези предпоставки стават гръбнак на инвестиционната теория, тъй като позволяват изграждането на модели за оптимално разпределение на активи (напр. при Хари Марковиц) и за оценка на риска (напр. чрез CAPM). От гледна точка на преподаването, теорията на полезността служи като теоретична основа за преподаваните модели на инвеститорско поведение – рационално, целенасочено и подчинено на математически оптимум. Именно тази интерпретация на „рационалност“ ще оформи канона на инвестиционното образование, слабо отворен към поведенчески или контекстуални фактори до късните етапи на XX век.

Модерната инвестиционна теория е поставена от Markowitz (1952), който въвежда понятието за ефективния фронт на портфейли от рискови активи – набор от инвестиции, които максимализират очакваната възвръщаемост при дадено ниво на риск. Важното нововъведение на Хари Марковиц е, че рискът се разглежда не поотделно за всеки актив, а на ниво портфейл, чрез ковариации и

корелации между активите. Неговата теория прилага концепцията за очаквана полезност чрез използване на математическа оптимизация, която превръща инвестиционния избор в проблем на решаване на система от уравнения. От методологическа гледна точка, това прави възможно въвеждането на теорията в учебния процес чрез задачи, упражнения и симулации. Това се илюстрира нагледно и разбираемо от Markowitz (1959).

Постулатите на Хари Марковиц поставят началото на канонизирането на инвестиционното поведение като проблем на рационален избор под риск, което продължава в следващите модели. Tobin (1958) разширява модела на Markowitz (1952), като въвежда възможността инвеститорите да избират между безрисков актив и рисков портфейл. Той доказва, че всеки рационален инвеститор ще предпочете комбинация от тези два елемента според своята индивидуална склонност към риск – идея, която води до извеждането на концепцията за линията на капиталовия пазар (Capital Market Line, CML). CML представя линейната връзка между риск и очаквана доходност, валидна за всяка комбинация от безрисков актив и рисков портфейл. За разлика от извитата ефективна граница на Хари Марковиц, пазарната линия на Tobin е права и тангира границата в една точка – т.нар. пазарен портфейл. Геометрично и концептуално това означава, че всеки ефективен портфейл може да бъде представен като комбинация от безрисков актив и пазарен портфейл, което значително опростява инвестиционния избор.

Този резултат полага основите на двустепенния подход към инвестиционното решение: първо се избира оптималният портфейл от рискови активи (в духа на Хари Марковиц), а след това се определя съотношението му с безрисковия актив според рисковите предпочитания на инвеститора. Този принцип на разделяне на инвестиционната политика – между стратегическа алокация на класове активи (strategic asset allocation) и индивидуално определяне на поетия риск – е широко възприет както в инвестиционната практика, така и в образователни програми като CFA. Ключово значение на уравнението на CML е неговото аналитично разделение на източниците на доходност. То показва, че очакваната доходност на ефективния портфейл се състои от два ясно разграничени компонента. Първият е безрисковата норма на възвръщаемост, която определя минималната доходност, достъпна без поемане на риск. Коригирана с риска пазарна премия, която представлява допълнителната възвръщаемост, която инвеститорът очаква за поемането на систематичен риск, пропорционално на неговата волатилност. Това разчленяване на възвръщаемостта играе централна роля в съвременния анализ на доходността, в модели като CAPM и при практики като факторно инвестиране. Именно поради това уравнението на CML е не просто геометрична интерпретация, а концептуален фундамент за разбиране на риска, възнаграждението и рационалния избор в портфейлното управление.

През 60-те години Уилиам Шарп, Джон Линтнер и Ян Мосин поотделно разработват модела за оценка на капиталовите активи (Capital Asset Pricing Model, CAPM) – първия общоприет модел за определяне на очаквана възвръщаемост въз основа на систематичен риск. Моделът има две групи допускания, но най-общо предполага, че всички инвеститори държат комбинации от безрисков актив и пазарния портфейл, има линейна връзка между очаквана възвръщаемост и бета (пазарен риск) и пазарите са ефективни и информацията е пълна и симетрична.

Значителен, но недостатъчно оценен, е приносът на Джак Трейнър за разработването на CAPM. Още в началото на 60-те години като анализатор в консултантската фирма Kidder, Peabody & Co. той формулира в непубликуван ръкопис (Treynor, 1961) концепция, която съдържа основните идеи на бъдещия модел за оценка на активи. Джак Трейнър разглежда капиталовия пазар като равновесна система, в която възвръщаемостта на даден актив зависи от неговия систематичен риск, измерван чрез коефициент, сходен на съвременната бета. Според него само този компонент на риска е „ценен“ от пазара и обяснява разликите във възвръщаемостта между активите. Той ясно артикулира разграничението между систематичен и несистематичен риск, съществуването на пазарна премия за риск, пропорционална на участието на актива в пазарния портфейл и необходимостта от линеен модел, който свързва очаквана възвръщаемост и риск<sup>4</sup>. CAPM става централна част от образователния канон, поради своята елегантност, графична интерпретируемост и сравнителна леснота на приложение. Дори днес, макар и емпирично критикуван, CAPM остава основен елемент от университетски учебници и сертификационни програми.

Ross (1976) въвежда Теорията за арбитражното оценяване като алтернатива на CAPM, като допуска наличие на множество фактори, които влияят върху възвръщаемостта. Макар ART да изисква по-сложна статистическа обработка, той предлага по-реалистична рамка за анализ на пазарното поведение. Теорията за арбитражното оценяване разширява преподаването по инвестиции, като въвежда мултифакторен подход, който днес е неотделима част от разширени курсове по управление на портфейл. Въпреки че остава по-малко популярен от CAPM в базовите програми, ART оказва силно влияние върху факторното инвестиране<sup>5</sup>.

Fama (1970) формулира хипотезата за ефективните пазари (Efficient Market Hypothesis, ЕМН), според която цените на активите напълно и незабавно отразяват цялата налична информация. Това означава, че систематично „надиграване“ на пазара чрез анализ на публична информация е невъзможно. ЕМН е логично продължение на неокласическата визия: пазарите са рационални, инвеститорите – оптимизатори, а ценообразуването – ефективно. Фундаменталната идея зад ЕМН обаче се корени по-рано – в статията на Samuelson (1965). Той математически доказва, че ако всички инвеститори са рационални и се възползват от цялата налична информация, то цените следват процес на случайно блуждаене (random walk). В статията си той доказва, че информацията се отразява в цените мигновено, което прави бъдещите изменения непредсказуеми. Неговият принос е във формализацията на информационната ефективност като икономическа необходимост в равновесие, а не само като емпирично наблюдение.

Докато Samuelson (1965) формализира теоретичния фундамент, Fama (1970) обобщава и систематизира емпиричните изследвания в рамките на ясно дефинирана тристепенна структура (слаба, полусилна и силна форма на пазарна ефективност). Тази комбинация между теоретично доказателство и емпирична

<sup>4</sup> Идеите на Джак Трейнър оказват влияние върху академичната общност чрез връзката му с Франко Модилиани, но остават извън академичната литература заради липсата на формална публикация. Джак Трейнър остава един от най-подценяваните създатели на модерната теория за оценка на активи. Историческата справедливост изисква да се признае, че концептуалният пробив принадлежи именно на Джак Трейнър.

<sup>5</sup> Aghassi, Asness, Fattouche, & Moskowitz (2022, 2023).

проверимост превръща ЕМН в централен стълб на модерната инвестиционна теория. Хипотезата за ефективния пазар се преподава като фундаментално обяснение защо пасивните инвестиционни стратегии са оправдани, и стои в основата на модерната портфейлна теория, индексното инвестиране и дори на някои регулаторни политики, насочени към прозрачност и равен достъп до информация.

С работите на фон Нойман, Марковиц, Тобин, Шарп, Роси и Фама се завършва процесът на изграждане на формализиран, универсален и готов за преподаване модел на инвеститорско поведение. Този модел включва рационален избор под риск, измеримост на риска чрез стандартно отклонение и бета коефициент, оценяване на активи, основано на систематични фактори и ефективни пазари и липса на арбитраж. Този класически канон доминира до края на XX век в обучението по управление на инвестициите в продължение на десетилетия, формирайки основата на университетските програми и професионалните сертификации.

През 80-те и 90-те години обаче нараства вълна от изследвания, които поставят под съмнение емпиричната адекватност и психологическата правдоподобност на този модел. Така се заражда полето на поведенческите финанси (behavioral finance), благодарение на публикацията на Kahneman & Tversky (1979) за Теорията на перспективите (Prospect Theory). Теорията предлага радикална алтернатива на теорията за очакваната полезност, като показва, че хората не оценяват печалби и загуби симетрично – загубите имат по-силен психологически ефект. Според тях решенията на икономическите агенти зависят от начина на представяне на информацията (framing). Нещо повече, съществуват систематични когнитивни отклонения като свръхувереност, закотвяне и други.

Тези открития имат дълбоки последици за инвестиционното поведение, тъй като демонстрират, че инвеститорите често действат нерационално в математическия смисъл, но систематично в психологическия. Ричард Талер, в последователни публикации през 80-те и 90-те години, изгражда мост между икономическата теория и експерименталната психология. Thaler (1985, 1999) анализира как инвеститорите създават изкуствени „ментални сметки“ за различни видове активи, в които инвестират. Откроява се склонност към емоционална реакция на краткосрочни загуби. Освен това инвеститорите подценяват вероятности и надценяват личния си контрол върху резултатите.

Ричард Талер допринася и за въвеждането на поведенчески елементи в публичната политика чрез теорията на побутването (nudge theory), но що се отнася до инвестициите, основният му принос е в деконструкцията на идеята за хомогенен, рационален инвеститор, който реагира само на информация и вероятности. Нарастващите доказателства за пазарни аномалии – като ефекта на инерцията, свръхреакция, януари ефект или технологични балони – подкопават хипотезата за ефективния пазар (Fama, 1970). Поведенческите финанси предлагат обяснение за тези явления чрез ограничена рационалност (bounded rationality), социално поведение и стадни ефекти (herding) и ограничения в арбитража, които пречат рационалните търговци да неутрализират иррационални движения (Shleifer, 2000).

Това поставя под въпрос не само валидността на теоретичния канон, но и неговата полезност като база за преподаване в динамична пазарна среда. Макар поведенческите финанси да се развиват като научна област още от края на 70-те,

институционализирането им в преподаването е по-бавно. Темите, свързани с поведенческите финанси са включени като допълнителни глави в утвърдени учебници (Reilly & Brown, 2011; Elton, Gruber & Padberg, 2020). Те присъстват в съдържанието на първо и второ ниво на CFA програмата, но често под формата на списък с отклонения (аномалии), а не като парадигма. Университетските курсове по инвестиции продължават да се структурират около класическите модели, като поведенческите теми намират място „в края“ на учебното съдържание или се предоставят на студентите като избираем курс.

Това разкрива важен педагогически парадокс: дори когато теорията на рационалния инвеститор е емпирично оспорена, тя остава ядро на преподавания канон, докато поведенческите идеи се третират като „допълнение“ или „алтернатива“. Поведенческите финанси променят разбирането за инвеститорско поведение, като изместват фокуса от хомогенни, изчислително рационални агенти към психологически обусловени, ограничено рационални участници. Въпреки това, интеграцията им в академичния канон остава частична и често формална, без реално преосмисляне на структурата на инвестиционното образование.

В опит да преодолеят разделението между неокласическата парадигма и поведенческите алтернативи, съвременни изследователи предлагат хибридни модели, които отчитат както ограничената рационалност на инвеститорите, така и структурните характеристики на пазарите. Един от най-влиятелните сред тях е хипотезата за адаптивните пазари (Adaptive Markets Hypothesis, АМН) на Андрю Ло, която представя пазарната ефективност като динамично, еволюционно явление, а не като постоянна характеристика. Ло (2004) аргументира, че пазарите не са нито напълно ефективни, нито трайно неефективни, а адаптивни – те се променят в отговор на поведението и преживяванията на участниците. Моделът на Ло интегрира идеи от поведенческа икономика, еволюционна биология и машинно обучение, за да обясни защо определени стратегии работят в едни пазарни режими, но се провалят в други. Ключовите допускания на АМН биха могли да се обобщят до следните:

- Рационалността не е константа, а стратегия, която еволюира чрез „проба и грешка“;
- Инвеститорите действат с ограничена информация и ресурси, като се учат от опита си;
- Ефективността на пазара варира в зависимост от условията – напр. ликвидност, конкуренция, иновации;
- Оцеляването, а не оптимизацията е основен принцип – инвеститорите, чието поведение е неадаптивно, отпадат от пазара.

Хипотезата за адаптивните пазари предлага теоретичен мост между два несъвместими дотогава подхода. Тя приема формалната структура на инвестиционните модели (като тази на Марковиц и CAPM), но допуска, че поведението на инвеститорите и средата, в която действат, са динамични и нелинейни. По този начин АМН не отхвърля инвестиционния канон, а го преформулира като контекстно валиден: това, което работи при едни условия, не е задължително ефективно при други. Този възглед е особено подходящ за преподаване в условия на пазарна нестабилност, кризи и технологични промени.

## 2. Институционализиране на преподаването по инвестиции

През втората половина на XX век, с утвърждаването на инвестиционната теория като академична дисциплина и професионална практика, се формира стабилен и устойчив образователен канон. Теоретичните модели, разработени от Марковиц, Шарп, Тобин, Фама и други, започват систематично да навлизат в университетските програми, учебниците и сертификационните професионални стандарти. Те вече не съществуват само като научни идеи, а като предварително определени теми, концепции и методи, които се преподават на студенти и практики. Канонът в преподаването по управление на инвестиции се изгражда върху няколко взаимосвързани нива. На първо място е съдържателното ниво, което определя кои теории, модели и подходи се представят като основополагащи и задължителни за усвояване. Следва методологичното ниво, което задава как този материал се преподава – чрез формални доказателства, графични интерпретации, оптимизационни задачи или емпирични анализи. Третото е институционалното ниво, което отразява практическата реализация на канона: изборът на учебници, изискванията на сертификационни програми като CFA, както и структурата на университетските програми – какви курсове са задължителни и какви форми на оценяване се прилагат.

Тази институционализация има двойно действие: от една страна, тя стабилизира дисциплината и прави възможно сравнимото обучение в различни институции; от друга – създава инерция, при която определени теории се преподават по силата на традицията, дори когато са емпирично оспорвани или концептуално ограничени. Образователният канон следва структура, която може да се проследи в повечето учебници и университетски планове и програми. Нещо повече, тя е директно отразена в структурата на CFA квалификацията. Структурата е базирана на шест стълба, които може да се представят както следва:

1. Определяне на инвестиционната среда – участници, активи, пазарни механизми.
2. Оценка на финансови инструменти – дисконт на парични потоци, оценка на акции и облигации.
3. Теория на портфейла – оптимално разпределение на активи.
4. Модели за ценообразуване на активи – CAPM, APT.
5. Управление на портфейл – стратегическо и тактическо алокиране.
6. Измерване на представяне и риск – Sharpe ratio, tracking error и др.

Тази последователност Учебниците играят централна роля в институционализирането на инвестиционния канон. Те не само структурират съдържанието на курсовете, но и задават какво се счита за „основно“, „допълнително“ и „маргинално“ знание. Два от най-влиятелните учебника в тази област – Modern Portfolio Theory and Investment Analysis от Elton, Gruber и Padberg, и Investment Analysis and Portfolio Management от Reilly и Brown (по-късно Reilly, Brown & Leeds) – предоставят ценна емпирична основа за анализ на еволюцията на преподаваната теория. Още от първите си издания през 70-те години, учебникът на Elton и Gruber се утвърждава като теоретично-строг източник, поставящ в центъра на вниманието теорията на портфейла на Markowitz, оценяването на активи чрез CAPM и APT и пазарната ефективност (ЕМН), и връзката ѝ с инвестиционните стратегии.

С течение на годините, особено в изданията от последните две десетилетия, авторите постепенно включват нови теми. Място намират поведенческите финанси, макар и с аналитичен, а не експериментален фокус, разглеждането на алтернативните активи (хедж фондове, деривативи) и оценката на инвестиционната ефективност чрез Value-at-Risk и други измерители на риска. Въпреки тези разширения, структурата на учебника остава дълбоко вкоренена в неокласическата парадигма: фокус върху рационалния инвеститор, количествените модели и теоретичната консистентност. Поведенческите идеи присъстват, но не оспорват централните теоретични допускания – те са добавени „отстрани“, а не вградени в основната логика на преподаване.

Учебникът „*Investment Analysis and Portfolio Management*“ на Reilly и Brown се отличава с по-„прагматичен“ подход, ориентиран към нуждите на професионалната практика. Ранните му издания акцентират върху фундаменталния анализ на акции и облигации, традиционната теория на портфейла и CAPM, и институционалната структура на пазарите. С всяко следващо издание (напр. 10-то, 11-то) учебникът разширява своя обхват като включва раздели по поведенчески финанси, типовете когнитивни отклонения и тяхната роля в инвестиционното поведение. Покриват се и теми за глобалната интеграция на капиталовите пазари, геополитическия риск и регулаторната среда. В последните издания са добавени и раздели за корпоративна отговорност, ESG инвестиране и етика. Въпреки това, както при Elton, Gruber & Padberg (2020), и тук поведенческите и устойчивите теми са представени като разширение, не като алтернатива на канона. В основата остава неокласическата логика на анализ, оценка и оптимизация. Както сме показали в Таблица 1, и двата учебника илюстрират бавна, но предвидима еволюция на канона – чрез добавяне на нови теми, без съществена промяна на логиката на преподаване. Те показват как класическата теория продължава да доминира съдържанието и да структурират мисленето за „правилно“ инвестиране.

Таблица 1

Сравнение и общи тенденции на изданията на Elton, Gruber & Padberg (2020) и Reilly & Brown / Leeds (2011)

| Критерий                            | Elton, Gruber & Padberg                | Reilly & Brown / Leeds                       |
|-------------------------------------|----------------------------------------|----------------------------------------------|
| <b>Фокус</b>                        | Теоретичен, математическа строгост     | Приложен, практико-ориентиран                |
| <b>Централни теми</b>               | Теория на портфейла, CAPM, EMH         | Фундаментален анализ, управление на портфейл |
| <b>Поведенчески финанси</b>         | Включени ограничено                    | Включени по-цялостно, но периферно           |
| <b>ESG, етика, глобални фактори</b> | Почти отсъстват                        | Постепенно се интегрират                     |
| <b>Методология</b>                  | Формализъм, оптимизация, доказателства | Казуси, сценарии, практически примери        |

Източник: Собствени наблюдения и проучвания.

Анализът на два от най-популярните учебници по инвестиционен анализ и управление на портфейла разкри как теориите, разработени през XX век, са намерили място в съдържанието на инвестиционното образование. Но канонът не се налага само чрез книги – той се възпроизвежда, стандартизира и поддържа чрез структурата на университетските програми, която задава логиката на обучение, последователността на темите и оценъчните критерии. Именно в тази структура се оформя представата за това какво означава да „разбираш“ инвестиции. Повечето университетски курсове по „Управление на инвестиции“ или „Инвестиционен анализ“ следват сходен логически ред, в който ясно личи доминацията на класическия канон:

1. Въведение в инвестиционната среда – участници, активи, пазарни типове;
2. Оценка на активи – акции, облигации, DCF модели, анализ на печалби и дивиденди;
3. Теория на портфейла – ефективен фронт, диверсификация;
4. Модели за ценообразуване – CAPM, APT, бета, SML и CML;
5. Управление на портфейл – стратегии, мониторинг, ребалансиране;
6. Оценка на представянето и риск – Sharpe ratio, Jensen alpha, tracking error.

Тази последователност структурира не само съдържанието, но и начина на мислене – студентите усвояват инвестиционната логика като низ от изчислими и оптимизирани решения, базирани на стабилни входове и рационално поведение. Когато се включват поведенчески теми, те често са представени в самостоятелна лекция или седмица, без да се интегрират в логиката на останалите теми.

Друга характеристика на университетските програми е доминирането на технически упражнения. Това е свързано с изчисления на портфейлна възвръщаемост и стандартно отклонение, основно чрез използване на MS Excel. Той е добре позната програма за електронни таблици. По-лесно се работи с него, в сравнение с R или Python, особено от студенти, които имат слаба подготовка по програмиране. MS Excel позволява графично представяне на SML, CML и ефективния фронт, което е разбираемо и лесно възпроизводим от студентите. Тези задачи са полезни, но поддържат абстрактната, моделирана природа на преподаването и често не отразяват реалната сложност на пазарите – особено в условия на несигурност, когнитивни ограничения или технологични иновации.

Въпреки навлизането на нови теми в научната литература и практиката – като поведенчески финанси, ESG фактори, изкуствен интелект и алгоритмична търговия – те рядко се интегрират органично в ядрото на инвестиционното образование. В резултат, студентите често са ограничени в мисленето в рамките на парадигмата на „рационален избор + ефективен пазар“. Освен това имат слабо разбиране за алгоритмични и адаптивни модели, но най-важното – не са подготвени да интерпретират нестандартно пазарно поведение. Университетските програми по управление на инвестиции продължават да възпроизвеждат структурата на класическия канон чрез подредбата на теми, методите на преподаване и съгласуването със сертификационни стандарти. Въпреки частични включвания на поведенчески и технологични теми, основната логика на преподаването остава оптимизационно-рационална.

Систематичното обучение по управление на инвестициите в българските висши училища възприема и възпроизвежда утвърдения инвестиционен канон,

доминиран от неокласическата парадигма. Този канон е ясно проследим както в учебните планове и програми, така и в използваните академични учебници, които съчетават богато теоретично съдържание с практически ориентирани приложения (Пътев и Канарян, 2008; Петранов, 2010; Орешарски, 2009; Матеев, 1998, Проданов, 2022).

Прегледът на учебните програми на водещи български университети потвърждава тази тенденция. Магистърската програма „Финанси, инвестиции и финтех“, предлагана от Стопанския факултет на Софийски университет „Св. Климент Охридски“ включва курсове по управление на инвестиции, търговия с финансови инструменти, криптовалюти и блокчейн технологии, както и анализ на финансови данни с Excel, R и Python.

В учебните планове на Университета за национално и световно стопанство присъстват дисциплини като „Управление на инвестициите“, „Инвестиции и управление на инвестиционни портфейли“, „Въведение в инвестициите“ и „Финансиране на инвестиционни проекти“, които отразяват класическите аспекти на инвестиционната теория.

Програмата „Предприемачество и инвестиционен мениджмънт“ на Икономически университет – Варна предлага дисциплини като „Управление на инвестиционния процес“, „Финансиране на инвестиционни проекти“ и „Бизнес оценяване“, които съчетават теоретични знания с практически умения в областта на инвестициите.

Магистърската програма „Финансови стратегии и решения“, предлагана от департамент „Икономика“ на Нов български университет (НБУ) включва курсове по стратегически финансов мениджмънт, стратегически банков мениджмънт, финансовите пазари и институции, корпоративна данъчна среда, устойчиви финанси, ESG инвестиции и финансово моделиране в бизнеса.

Магистърската програма „Инвестиционен мениджмънт“ към специалност „Финанси“ в Стопанска академия „Д. А. Ценов“ – Свищов предлага теоретична и приложна подготовка в областта на инвестициите, финансовите инструменти и капиталовите пазари. Обучението включва дисциплини като инвестиции в капиталови, дялови и дългови инструменти; опции, фючърси, лихвени, валутни и други финансови деривати; фундаментален и технически анализ на инвестиционните инструменти и пазарите; управление на риска; инвестиционно банкиране; управление на инвестиционни проекти в реалния сектор.

Тези програми обхващат основните теми, характерни за международните стандарти в инвестиционното образование: теория на портфейла, оценка на финансови активи, модели за управление на риск, както и взаимодействието между теоретични постановки и реална пазарна практика. По този начин българската университетска традиция следва структурата и логиката на международния инвестиционен канон, като адаптира неговите основни компоненти към местния контекст.

### **3. Програмата на *the Chartered Financial Analyst Institute* като отражение и ускорител на канона**

Мнозинството университети, следвайки тенденциите на англо-американските бизнес училища, особено тези с насоченост към кариера в управлението на активи, често съзнателно подреждат своите програми в съответствие със структурата на CFA програмата. Причините за това са няколко. Първата е пазарна логика, тъй като студентите търсят програми, които

ги подготвят за професионална квалификация. Втората би могло да я дефинираме като институционален натиск – университетите търсят признание като CFA Affiliated Programs. Третата е свързана с факта, че CFA програмата задава общоразбираема рамка за качество и съдържание, т.е. имаме сравнителна прозрачност на университетските програми. Този процес води до стандартизация на преподаването, но също така до възпроизвеждане на класическия канон, често без критичен прочит или иновация. В много случаи поведенческите, етичните и технологичните теми се включват формално, без да преструктурират курса по същество.

Сертификационната програма Chartered Financial Analyst (CFA), създадена през 1963 г. от CFA Institute, се утвърждава като златен стандарт в професионалната подготовка на портфейлни мениджъри и анализатори. Поради глобалната ѝ разпознаваемост и строги изисквания, много университети изграждат своите курсове така, че да бъдат в съответствие със съдържанието на CFA програмата. Така CFA Body of Knowledge (CFA BOK) играе двойствена роля: от една страна, отразява академичния канон, а от друга – го кодифицира и ускорява неговото възпроизвеждане.

Периодът от 1960 година до 1990 година бихме могли да наречем ранен етап, през който доминира класическият модел. Акцентът се поставя върху няколко основни теми като финансовото отчитане и анализа на фирмената отчетност, теория на портфейла и управление на активи, модели за оценка на акции, облигации, моделите за оценка на активи (CAPM и APT) и модели за оценка на акции и облигации. В програмата се застъпват основите на икономиката и количествените методи. Това съдържание почти напълно съвпада с ядрата на университетските курсове и с логиката на учебниците на Elton & Gruber и Reilly & Brown. Целта е създаване на унифицирано разбиране за добрата инвестиционна практика, базирано на рационалност, ефективност и формален анализ. Поведенчески или контекстуални фактори отсъстват или са минимални.

От 2000 година до 2010 година CFA Institute започва постепенно да отваря съдържанието на програмата към нови теми. Този етап би могъл да се нарече преходен, тъй като все още не се променя фундаменталната структура на програмата. Тя включва елементи на поведенческите финанси, с описание на основни когнитивни отклонения и тяхното въздействие, допълнени са темите свързани с етиката. От кандидатите вече се очаква да интерпретират ирационално пазарно поведение.

През последните петнадесет години CFA Institute предприема по-съществени стъпки към модернизиране на съдържанието на своята програма. Поведенческите финанси вече се разглеждат разширено и задълбочено. Интегрират се емоционалните и когнитивните аспекти в управлението на портфейли и изграждането на взаимоотношения с клиенти. Теми по FinTech и изкуствен интелект вече са реалност, като се преподават алгоритмични стратегии, роботизирани консултанти (robo-advisors), машинно обучение (machine learning). Темите за устойчивото инвестиране (ESG) е включено систематично от 2019 г. и са задължителни в първите две нива на програмата.

Тези промени показват, че CFA програмата вече не просто отразява канона, а участва в неговата трансформация. В много случаи съдържанието на CFA изпитите е по-актуално и практически насочено от университетските програми. Това е видимо от Таблица 2.

Таблица 2

Сравнение между CFA Body of Knowledge и университетските програми

| Тема                      | CFA BOK                               | Университетски програми (типично)                       |
|---------------------------|---------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| Теория на портфейла       | Централна, изисква дълбоко владение   | Централна, често с ограничени приложения                |
| SAPM, APT                 | Широко застъпени                      | Присъстват задължително                                 |
| Поведенчески финанси      | Включени в няколко нива               | Често само повърхностно или избираемо                   |
| ESG/устойчиво инвестиране | Задължителна част                     | Често отсъства или е слабо застъпено                    |
| AI и технологии           | От 2023 г. включени в Level II и III  | В редки случаи, най-често като извънпрограмен компонент |
| Етика                     | Силно застъпена, с практически казуси | Включена, но по-слабо развито                           |

Източник: Собствени наблюдения и проучвания.

CFA програмата играе двойна роля в институционализирането на преподавания канон, тъй като тя формализира класическите модели и затвърждава тяхното централно място в обучението по управление на инвестициите. В същото време тя въвежда постепенно нови теми, които университетите често възприемат по-бавно. От гледна точка на преподаването, CFA е по-адаптивна към реалността на финансовите пазари, но също така носи рисковете на стандартизирано мислене, в което знанието се представя под формата на предварително структурирани формули и въпроси с един „верен“ отговор. Истинската трансформация на обучението по управление на инвестициите вероятно изисква по-дълбоко преосмисляне на педагогическия модел.

#### 4. Критики към канона

Образователният канон в преподаването по управление на инвестиции, изграден върху моделите на рационалност, пазарна ефективност и математическа оптимизация в продължение на десетилетия е възприеман като обективна основа за вземане на инвестиционни решения и подготовка на специалисти. Натрупващите се критики към теоретичните предпоставки, емпиричната валидност и педагогическата релевантност на този канон налагат все по-спешна нужда от преосмисляне и адаптация.

*Критики пред теоретичните предизвикателства - рационалност и моделна затвореност<sup>6</sup> (model closure).* Класическият канон приема, че инвеститорите действат като рационални, последователни оптимизатори, чиято цел е максимизация на очакваната полезност. Тази логика, базирана на аксиомите на von Neumann и Morgenstern (1944), изглежда стройна и логически съвършена. Но поведенческите финанси поставят под съмнение валидността на тези аксиоми в реална среда. Kahneman и Tversky (1979) показват, че хората систематично нарушават правилата на рационалното вземане на решения, като

<sup>6</sup> Моделната затвореност критикува факта, че в много класически модели допусканията са силно опростени и липсва адаптивност към реалната пазарна динамика.

реагират емоционално, извършват логически грешки и се влияят от контекста на представяне на информацията.

Също така, моделите като CAPM и APT предполагат наличието на стабилна връзка между риск (измерен чрез бета или други фактори) и възвръщаемост. Емпиричните тестове обаче често не потвърждават тази линейна зависимост (Fama & French, 1992; Black et al., 1972). Доказателства за аномалии, като size и value ефекти, или persistent momentum, подкопават универсалността на тези модели. Следователно канонът се основава на структурно опростени представи за света, които не съответстват на неговата динамика и несигурност.

Допълнително, теоретичните модели често предполагат стационарност на разпределенията на доходност и риск – т.е. че статистическите свойства на пазарите остават непроменени във времето. Това предположение е трудно защитимо в ерата на глобални шокове, климатични рискове, технологични иновации и променяща се регулация. Тези теоретични ограничения подкопават обобщаемостта и приложимостта на класическите модели в съвременния контекст.

*Критика пред стандартизираното преподаване без адаптация към реалността.* Преподаването на управлението на инвестициите, основано на този канон, страда от педагогическа инерция. Студентите често се обучават да решават затворени оптимизационни задачи, при ясно зададени параметри, симетрична информация и идеализирани пазарни условия. Преподавателските практики се фокусират върху технически умения – изчисляване на портфейлни характеристики, използване на MS Excel или решаване на задачи чрез CAPM – но не развиват способност за адаптивно мислене, критичен анализ и оценка на нетипични ситуации.

Много от съвременните програми включват поведенчески финанси и етика, но това често става формално – чрез самостоятелна лекция или кратка глава в края на учебника. Те не се интегрират логически в основното преподаване, което продължава да възпроизвежда модела на "рационалния инвеститор в ефективен пазар". По този начин студентите получават разпокъсано знание: от една страна, изучават модели с математическа строгост, от друга – чуват, че „на практика“ невинаги работят. Липсва педагогическа синтеза, която да им позволи да разберат динамичната природа на инвестиционното поведение.

*Критика към маргинализиране на някои плодотворни теоретични направления.* Хипотезата за адаптивните пазари е една от хипотезите, която не е с широка изява в учебниците и учебните програми. Основно се прокламира от Андрю Ло, въпреки че има важни последствия за преподаването. Тя подчертава необходимостта от интердисциплинарен подход – икономика, психология, статистика и технологии. Нещо повече, тя насърчава използването на данни, емпирични анализи и симулации, вместо абстрактни допускания. Така АМН изисква обучение, което развива адаптивно мислене, сценарийно планиране и интерпретация на контекст. От гледна точка на учебните програми, АМН предполага нуждата от промяна в методологията на преподаване. Трябва да се премине от аксиоматично преподаване към обучение чрез примери, случаи и реакция на пазарни промени. Студентите трябва да учат не просто „какво работи“, а „кога и защо“, тъй като „правилната“ стратегия зависи от средата. Трябва да признаем, че хипотезата за адаптивните пазари все още да не е толкова дълбоко интегрирана в основните учебници, тя предлага рамка за трансформация на канона. Тази рамка е инклузивна, тъй като съчетава

класическата теория, поведението на инвеститорите и технологията. Тя е динамична, защото се съобразява с емпиричната реалност. Освен това е и педагогически приложима, тъй като стимулира аналитично мислене и гъвкавост. В контекста на настоящите трансформации в инвестиционната индустрия, АМН дава надеждна теоретична основа за съчетаване на инвестиционната логика с реални, често хаотични условия, в които студентите ще работят като бъдещи професионалисти.

*Критика към фаворизирането на измерители на риска.* Въпреки че Markowitz (1952, 1959) предлага полудисперсията (semivariance) като по-интуитивен и поведенчески съгласуван измерител на риск – отчитащ само отклоненията под средната възвръщаемост – тази мярка е поставена на заден план в учебниците и инвестиционните програми. Вместо нея, канонът продължава да акцентира върху стандартното отклонение, което не прави разлика между положителни и отрицателни отклонения, и върху Value at Risk (VaR) – мярка, която придобива популярност не заради аналитична пълнота, а поради регулаторна и институционална подкрепа. Парадоксално, VaR се фаворизира в преподаването и практиката, въпреки че той не удовлетворява основните математически свойства на т.нар. „съгласувани измерители на риск“ (coherent risk measures), формулирани от Artzner et al. (1999). Например, VaR не е субадитивен, което означава, че може да подцени риска на диверсифициран портфейл – несъответствие с икономическата интуиция. Освен това, VaR не отчита мащаба на загубите извън дадения квантил, което го прави нечувствителен към „опашния риск“ – точно там, където възникват най-сериозните загуби. Така се получава ситуация, в която по-адекватни и поведенчески консистентни измерители като semivariance са изтласкани в периферията на канона, докато по-популярни, но теоретично несъвършени подходи като VaR се институционализират в преподаването, най-вече поради регулаторна съвместимост и изчислителна удобност. Това подчертава напрежението между теоретична строгост, емпирична валидност и институционална практика, което е характерно за цялостната структура на инвестиционното образование.

*Критика към фаворизиране на фундаменталния анализ и анатемосване на техническия анализ.* Един от методологичните парадокси в преподаването на управление на инвестициите е свързан с неравномерното третиране на двата основни аналитични подхода – фундаменталния и техническия анализ. И двата се стремят да идентифицират пазарни неефективности, чрез които инвеститорът може да постигне свръхдоходност. От гледна точка на хипотезата за ефективните пазари, и двата подхода са проблематични, тъй като предполагат, че публичната информация не се отразява моментално в цените – в противоречие с основните допускания на ЕМН. Въпреки това, фундаменталният анализ е институционално легитимиран: той заема централно място в университетските програми, в учебниците и в сертификационни рамки като CFA. Обратно, техническият анализ е изцяло принизен до ерес, ограничавайки се до въвеждащи или илюстративни раздели, често без дълбока методологична обработка. Това избирателно фаворизиране не се дължи на съгласуваност с теоретичните принципи, а по-скоро на възприятието за фундаменталния анализ като по-структуриран, количествено проверим и институционално респектиращ. Техническият анализ, от своя страна, остава свързан с пазарна психология, интуитивни шаблони и отсъствие на универсална теоретична рамка, което го

прави епистемологично неудобен за каноничното преподаване. Тази селективност разкрива напрежението между теоретична ортодоксалност и образователен прагматизъм, като поставя под въпрос критериите, по които определени подходи се институционализират, а други – изключват, независимо от тяхната практическа значимост или емпирична валидност.

*Критика за разминаването между академично знание и пазарна реалност.* Канонът не съответства на реалната практика в съвременната инвестиционна индустрия. Бързо навлизащите технологии – алгоритмична търговия, автоматизирани съветници, изкуствен интелект – променят из основи начина, по който се анализират данни, управляват портфейли и се изграждат стратегии. Повечето университетски програми и учебници обаче не включват теми като машинно обучение, алгоритмични стратегии, обработка на големи данни или интерпретируемост на модели. Паралелно с това, клиентските изисквания се променят: инвеститорите изискват устойчивост, прозрачност, съобразяване с ESG критерии. Отново – тези теми често липсват или се третират повърхностно. Появява се педагогически разрыв между подготовката на студентите и компетенциите, които индустрията реално изисква.

*Критика към методологичната хомогенност и статистическата основа: критики на инвестиционния канон.* Съвременни изследователи като Marcos López de Prado и Joseph Simonian отправят фундаментална критика към иконометричната основа на инвестиционната теория, която стои в основата на преподавания канон. Според тях, инструментите на класическата статистика – линейни модели, хипотези за нормално разпределение, фиксирани параметри – са неспособни да уловят реалната динамика на финансовите пазари, които са нелинейни, нестационарни и подложени на структурни промени. Тази хомогенност е наследство от парадигмата на Cowles Commission, която институционализира използването на математически и статистически подходи към икономическите процеси. Макар този подход да има историческа значимост, той се е превърнал в догматичен филтър, през който се допуска единствено теоретично „приемливо“ знание – линейно, редуцирано и с фиксирани параметри. Така, инвестиционният канон възпроизвежда методологична ортодоксалност, която не отговаря на условията на съвременните пазари, доминирани от височестотна търговия, машинно обучение и комплексни взаимодействия. López de Prado (2018) говори за „криза на репродуктивността“ във финансовата наука, подчертавайки, че повечето академични резултати не могат да бъдат възпроизведени в реални условия, тъй като се базират на неадекватни статистически модели. Simonian (2021) допълва, че това води до интелектуално самозатваряне – нови и по-адаптивни подходи (напр. причинно-следствен анализ, байесови модели, агент-базирани симулации) остават извън основния дискурс, тъй като не се вписват в каноничната структура на „валидна“ теория. Така се формира методологична хомогенност, която не просто ограничава иновацията в преподаването, а поддържа илюзията за стабилна научна база в област, която по своята същност е открита, стохастична и поведенчески обусловена.

*Критика към пренебрегване на пазарната микроструктура.* Инвестиционният канон акцентира върху стратегическите решения при изграждане на портфейли, но системно пренебрегва тактическите аспекти на търговията, свързани с реалното изпълнение на тези решения. Механизмите на подаване и изпълнение на поръчки, ликвидността, разходите по търговията и

ценовото отклонение при изпълнение (slippage) рядко се разглеждат в рамките на академичните курсове, въпреки тяхната практическа значимост. В повечето теоретични модели пазарът се третира като идеализирана среда без фрикции, в която сделките се извършват мигновено, без транзакционни разходи и без влияние върху цената (Harris, 2003; O'Hara, 1995). Тази абстракция обаче прикрива ключови източници на риск и разходи, особено при институционалните инвеститори и при по-нисколиквидни активи.

Съвременните технологии и особено изкуственият интелект дават възможност за моделиране, симулиране и оптимизиране на процесите на изпълнение на сделки в условия на пазарна несъвършеност. AI-базираните стратегии за търговия, анализът на дълбочината на книгата с поръчки и динамичната оценка на ликвидността поставят нови изисквания към обучението по инвестиции, които надхвърлят рамките на каноничната теория (Kissell, 2014; Easley, López de Prado, & O'Hara, 2020). Липсата на микроструктурен фокус в образователния процес възпрепятства разбирането на пазарното поведение в реално време и намалява приложимостта на академичните знания в професионалната практика.

### **Заклучение**

Настоящото концептуално и есеистично изследване проследи формирането, институционализирането и критиката на канона в преподаването по управление на инвестиции. Историческият анализ показва, че инвестиционната теория се ражда на границата между икономика, математика и финанси, като преминава от интуитивни идеи за стойност и несигурност към строго формализирани модели на рационален избор под риск. С теориите на Марковиц, Шарп и Фама се оформя парадигмата на рационалния инвеститор в ефективен пазар — модел, който структурира не само академичната литература, но и учебните програми, учебниците и сертификационните изисквания.

Анализът на водещи учебници и университетски програми показва, че този канон продължава да доминира в съдържанието и методологията на преподаване, макар и с частични разширения в посока на поведенчески финанси и етика. Сертификационни програми като CFA не само отразяват, но и ускоряват възпроизвеждането на тази структура, добавяйки нови теми, но рядко променяйки основната логика.

В същото време, натрупаните критики към канона разкриват все по-очевидно разминаване между академичната рамка и реалността на финансовите пазари. Поведенческият подход, нарастващата роля на ESG факторите, дигитализацията и навлизането на изкуствен интелект променят естеството на инвестиционната дейност. Образователните институции все още изостават в отразяването на тази трансформация. Преподаването често остава закотвено в теоретични модели, които не подготвят студентите за динамична, несигурна и технологично наситена пазарна среда.

Преподаването по управление на инвестиции трябва да се развие от статичен преглед на модели към динамична, адаптивна среда за изследване и експериментиране. Това означава и промяна в ролята на преподавателя — от експерт по формули към фасилитатор на мислене и дискусия. Ние не защитаваме тезата за отхвърляне на канона, напротив - неговото наследство е ценно. В съвременния контекст канонът може да бъде по-полезен, ако бъде третиран не като догма, а като историческа рамка, която подлежи на

интерпретация и допълване. Така се открива възможност за изграждане на нов тип инвестиционно образование, в което теория, реалност и технология се срещат като равностойни партньори.

Нашето разбиране за необходимостта от реформация е не просто обновяване на съдържанието, а дълбока трансформация на самия педагогически модел. Рационалността следва да бъде представяна като условна стратегия, а не като универсална аксиома. Освен това теориите да бъдат преподавани в контекст – как са се обособили, кога, как и защо работят (или не). Критическото мислене трябва да бъде основен резултат от обучението, а не страничен ефект. Интердисциплинарността задължително да бъде интегрирана чрез свързване на теорията с психологията, пазарните данни, технологиите и етиката.

Следователно заключението на тази статия е двупосочно: от една страна, класическият канон има значимост като историческа основа и аналитична рамка; от друга, необходима е трансформация чрез интеграция на адаптивни модели, интердисциплинарност и технологично осъзнати подходи.

### Използвани източници

1. Егберт, Х., Т. Седларски и А. Б. Тодоров. (2021). Основи на съвременната икономика: Франк Х. Найт и концепцията за неопределеността, теорията на капитала и зараждането на чикагската школа, - *Икономическа мисъл*, 66 (6), 74-90.
2. Егберт, Х. и Т. Седларски. (2017). Основи на съвременната икономика: Ървин Фишер и теорията на времевия избор, - *Икономическа мисъл* 62 (1), 132-143.
3. Матеев, М. (1998). *Основи на инвестиционния мениджмънт*, Велико Търново: Абагар.
4. Орешарски, Пл. (2009). *Инвестиции. Анализ и управление на инвестиционни портфейли*, Плевен: Евразия – Абагар
5. Петранов, Ст. (2010). *Инвестиции. Теория и практика на финансовите инструменти и пазари*, София: Класика и Стил
6. Пътев, Пл. и Н. Канарян. (2008). *Управление на портфейла*, Велико Търново: Абагар.
7. Нофсингър, Дж. Р. (2014). *Психология на инвестирането*. София: Юропиън Програм Адвайзър
8. Иванчев, Б. (2013). *Всеки може да инвестира успешно*. София: Изток & Запад.
9. Проданов, Ст. (2022). *Инвестиции и инвестиционни решения: методико-приложни аспекти*. Свищов: АИ "Ценов".
10. Aghassi, M. L., Asness, C., Fattouche, C., & Moskowitz, T. J. (2022). Fact, Fiction, and Factor Investing. *The Journal of Portfolio Management*.
11. Aghassi, M. L., Asness, C., Fattouche, C., & Moskowitz, T. J. (2023). Fact, Fiction, and Factor Investing: Practical Applications. *The Journal of Portfolio Management*
12. Artzner, P., Delbaen, F., Eber, J. M., & Heath, D. (1999). Coherent measures of risk. *Mathematical Finance*, 9(3), 203–228. <https://doi.org/10.1111/1467-9965.00068>

13. Black, F., Jensen, M. C., & Scholes, M. (1972). The capital asset pricing model: Some empirical tests. In M. C. Jensen (Ed.), *Studies in the theory of capital markets* (pp. 79–121). Praeger.
14. Cowles, A. (1933). Can stock market forecasters forecast? *Econometrica*, 1(3), 309–324. <https://doi.org/10.2307/1907042>
15. Easley, D., López de Prado, M., & O'Hara, M. (2020). The microstructure of the "Flash Crash": Flow toxicity, liquidity crashes, and the probability of informed trading. *The Journal of Portfolio Management*, 46(3), 118–135. <https://doi.org/10.3905/jpm.2020.46.3.118>
16. Elton, E. J., Gruber, M. J., & Padberg, M. W. (2020). *Modern portfolio theory and investment analysis* (10th ed.). Wiley.
17. Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
18. Fama, E. F., & French, K. R. (1992). The cross-section of expected stock returns. *The Journal of Finance*, 47(2), 427–465. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x>
19. Fisher, I. (1930). *The theory of interest*. Macmillan.
20. Harris, L. (2003). *Trading and exchanges: Market microstructure for practitioners*. Oxford University Press.
21. Hasbrouck, J. (2007). *Empirical market microstructure: The institutions, economics, and econometrics of securities trading*. Oxford University Press.
22. Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291. <https://doi.org/10.2307/1914185>
23. Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan.
24. Kissell, R. (2014). *The science of algorithmic trading and portfolio management*. Academic Press.
25. Knight, F. H. (1921). *Risk, uncertainty and profit*. Houghton Mifflin.
26. Lo, A. W. (2004). The adaptive markets hypothesis: Market efficiency from an evolutionary perspective. *The Journal of Portfolio Management*, 30(5), 15–29. <https://doi.org/10.3905/jpm.2004.442611>
27. Lo, A. W., & Hasanhodzic, J. (2009). *The heretics of finance: Conversations with leading practitioners of technical analysis*. Bloomberg Press
28. Lo, A. W. (2017). *Adaptive markets: Financial evolution at the speed of thought*. Princeton University Press.
29. López de Prado, M. (2018). *Advances in financial machine learning*. Wiley.
30. Markowitz, H. M. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 7(1), 77–91. <https://doi.org/10.2307/2975974>
31. O'Hara, M. (1995). *Market microstructure theory*. Blackwell.
32. Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2011). *Investment analysis and portfolio management* (10th ed.). South-Western Cengage Learning.
33. Ross, S. A. (1976). The arbitrage theory of capital asset pricing. *Journal of Economic Theory*, 13(3), 341–360. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(76\)90046-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(76)90046-6)

34. Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102–110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>
35. Samuelson, P. A. (1965). Proof that properly anticipated prices fluctuate randomly. *Industrial Management Review*, 6(2), 41–49.
36. Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.2307/2977928>
37. Simonian, J. (2021). *Causal Inference in Financial Econometrics*. CFA Institute Research Foundation
38. Thaler, R. H. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4(3), 199–214. <https://doi.org/10.1287/mksc.4.3.199>
39. Thaler, R. H. (1999). The end of behavioral finance. *Financial Analysts Journal*, 55(6), 12–17. <https://doi.org/10.2469/faj.v55.n6.2310>
40. Tobin, J. (1958). Liquidity preference as behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, 25(2), 65–86. <https://doi.org/10.2307/2296205>
41. Treynor, J. L. (ca. 1961). *Market value, time, and risk* [Unpublished manuscript]. Kidder, Peabody & Co.
42. von Neumann, J., & Morgenstern, O. (1944). *Theory of games and economic behavior*. Princeton University Press.
43. Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Harvard University Press.





