
ВЪЗМОЖНОСТИ ЗА ПОДОБРЯВАНЕ НА ПОРТФЕЙЛНОТО ПРЕДСТАВЯНЕ НА БАЗА ДИВИДЕНТНИ СТРАТЕГИИ И ПРИВЪРЗАНОСТТА КЪМ МЕСТНИЯ ПАЗАР

Доц. д-р Валентин Милинов

*Стопанска академия „Д. А. Ценов” – Свищов,
катедра „Финанси и кредит“*

Ас. д-р Цветан Павлов

*Стопанска академия „Д. А. Ценов” – Свищов,
катедра „Финанси и кредит“*

Резюме: В статията се тества пъзелът привързаност към местния пазар (equity home bias) и дивидентната стратегия „Кучетата на Dow” в условията на българския капиталов пазар. Установява се, че родните инвеститори държат 74,1% от своя портфейл в местни акции, докато ICAPM предполага теглото им да е 0,007%, а „кучетата на Dow” генерират годишна рисково-съобразена свръхдоходност от 11,18%. Следването на дивидентната стратегия, съчетано с добра международната диверсификация, предоставя добри възможности за подобряване на портфейлното представяне.

Ключови думи: пазарна ефективност; международна диверсификация; привързаност към местния пазар; дивидентен пъзел; стратегия „Кучетата на Dow”.

JEL: G11, G14, G15

* * *

Въведение

Анализът на пазарната среда е важен етап от инвестиционния процес, който обхваща оценката на реалните условия за търговия и степента им на съответствие, спрямо изискуемите по прилаганата инвестиционна стратегия.¹ С такъв анализ започва портфейлната селекция на пазарите и набора от инструменти, които ще подлежат на оценяване. Липсата на добре развит капиталов пазар у нас поставя отговора на такъв важен въпрос, с голям потенциал за привличането на нови инвеститори – в бъдеще време. Българска фондова борса (BSE) се превърна в неатрактивен пазар за инвеститорите заради своята ниска ликвидност, малък брой листнати компании, активни позиции и успешни IPO, липсващ сегмент за търговия с финансови деривати и други фактори. Анализите показват, че кризата предизвиква сериозни пазарни аномалии, проявяващи се на световните фондови борси, които в по-голяма степен и честота се проявяват и на БФБ, като това е най-силно изразено в сравнителната пазарна ефективност при оценка на активите. Тези резултати, освен като допълнителен риск, който следва да се отчете при портфейлните инвестиции, може да се разглеждат и като възможност за реализация на свръхдоходност. Експлоатирането на пазарните неефективности най-често е свързано с прилагането на арбитражни (хеджингови) стратегии – едновременни дълги и къси позиции по целевите инструменти (портфейли). Прилагането на подобни стратегии на българския капиталов пазар е почти невъзможно, тъй като липсват опционни и фючърсни инструменти, а възможностите за къси продажби са силно ограничени (малък брой компании, покриващи необходимите критерии и високите съпътстващи разходи). Целта на автора в настоящото изследване е да се предложат реалистични и лесни за практическо приложение инвестиционни стратегии за подобряване на портфейлното представяне на инвеститорите на Българска фондова борса. Обект на анализ е българският капиталов пазар, а предмет – успеваемостта на инвестиционната стратегия „Кучетата на Dow (BGTR30)” и оптималността на международната диверсификация на българските инвеститори.

¹ Разпределението на авторското участие в статията е, както следва: доц. д-р Валентин Милинов е написал въведението, а останалата част е изготвена от ас. д-р Цветан Павлов.

1. Преглед на специализираната литература

a) Привързаност към местния пазар (Equity home bias)

Привързаността към местния пазар (ЕНВ) е нарушение в оптималността на международната портфейлна диверсификация, свързано с поддържане на необосновано висок дял на местните акции. Според водещия неокласически теоретичен модел по проблема – Международният модел за оценка на активи² (ICAPM), теглото на местните акции в портфейлите на инвеститорите трябва да е равно на дела на дадената страна в световната капитализация. Това твърдение е следствие от закона за единичната цена (the law of one price) и предположението, че съществува един оптимален международен портфейл, който всички страни е редно да притежават. Водещите фактори са доходността на чуждите активи и тяхната корелация с местния пазар. French³ и Poterba (1991) осъществяват едно от първите изследвания за степента на международна диверсификация на шест от най-големите световни икономики. Получените резултати, от над 90% дял на местните инвестиции при повечето страни от извадката, далеч надхвърлят теоретичните допускания. Съпътстващите разработки, увеличаващи времевия диапазон и анализирани страни, потвърждават наличието на ЕНВ, който се очертава по-силно изразен на развиващите се пазари (emerging markets).⁴ С бурното развитие на взаимните фондове, регионални и глобални ETF, онлайн търговията и интеграцията на фондови борси, международната диверсификация умерено се увеличава през последните години, но все още е твърде далеч от ефективните нива. Поради тази причина проблемът често се класифицира като пъзел.

В специализираната финансова литература съществуват редица предложения – защо инвеститорите не съумяват да се възползват от значителните предимства на международната диверсификация. Една група

² Вж. **Solnik**, В.Н. An equilibrium model of the international capital market. // Journal of economic theory, 8(4), 1974, pp.500-524; **Adler** М., Dumas В. International portfolio choice and corporation finance: A synthesis. // The Journal of Finance, 38(3), 1983, pp. 925-84.

³ Вж. **French**, К.Р. and Poterba, J.M. Investor diversification and international equity markets (No. w3609). National Bureau of Economic Research. 1991.

⁴ Вж. **Baele**, L., Pungulescu, С., Ter Horst, J. Model uncertainty, financial market integration and the home bias puzzle. // Journal of International Money and Finance, 26(4), 2007, pp.606-630; **Mercado** Jr, R.V. Emerging Asia Equity Home Bias and Financial Integration. // International Economic Journal, 27(4), 2013, pp.497-524; **Kim**, В.Ј., Yun, Y.S., Cin, В.С., Kim, Y. Home bias in emerging bond and stock markets. // Emerging Markets Finance and Trade, 50(4), 2014, pp.95-124.

изследвания се насочват към ролята на корпоративното управление и качеството на финансовия надзор. Gelos⁵ и Wei (2005) откриват значителна връзка между прозрачността на една страна и величината на привлечените международни капитали. Фондовете инвестират по-малко в държави с по-непрозрачно корпоративно и политическо управление и в период на криза изтеглят вложенията си по-бързо от тях. Важен фактор, в тази посока на анализ, е средното ниво на мажоритарна собственост (insider ownership) в публичните компании. Ниските нива на free-float, от една страна, са индикация за слаб институционален надзор (защита на инвеститорите) и управленски проблеми (agency problems) между отделните класове собственици⁶, а от друга – чисто технически, възпрепятства чуждестранните инвеститори да притежават по-голям дял в местните компании и оттам ЕНВ да намалее⁷.

Друга логична съвкупност от фактори, влияещи върху портфейлните решения, са директните бариери при международните инвестиции⁸, транзакционните разходи⁹ (по-висок спред, комисиони и такси) и асиметричната информация. Резултатите от по-скорошните изследвания¹⁰ отхвърлят транзакционните разходи като обяснение на слабата международна диверсификация. Устойчивостта на пазела, в ситуация на либерализиране на капиталовите пазари и уеднаквяване на инвестиционните разходи между отделните страни, е причина изследователите да отделят по-голямо внимание на достъпа и качеството на използваната информацията. Множество автори поддържат хипотезата, че високото тегло на местните акции в портфейлите на инвеститорите е следствие на това, че те разполагат с значително по-точна и обширна информация за

⁵ Gelos, R. G., WEI, S. J. Transparency and international portfolio holdings. *The Journal of Finance*, 60(6), 2005, pp. 2987-3020

⁶ Вж. Stulz, R. M. The limits of financial globalization. // *Journal of Finance* 60, 2005, pp.1595-1638.

⁷ Вж. Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., Corporate governance and the home bias. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(01), 2003, pp.87-110; Kho, B.C., Stulz, R.M., Warnock, F.E., Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias. // *Journal of Accounting Research*, 47(2), 2009, pp.597-635.

⁸ Вж. Black, F. International capital market equilibrium with investment barriers. // *Journal of Financial Economics* 1, 1974, pp. 337-352; Errunza, V. and Losq, E. International asset pricing under mild segmentation: Theory and test. // *The Journal of Finance*, 40(1), 1985, pp.105-124.

⁹ Вж. Stulz, R.M. On the effects of barriers to international investment. // *The Journal of Finance*, 36(4), 1981, pp.923-934.

¹⁰ Вж. Tesar, L.L., Werner, I.M. Home bias and high turnover. // *Journal of international money and finance*, 14(4), 1995, pp.467-492; Warnock, F.E. Home bias and high turnover reconsidered. *Journal of international Money and finance*, 21(6), 2002, pp.795-805.

паричните потоци и риска на домашните активи, отколкото за чуждите.¹¹ Dziuda¹² и Mondria (2012) отбелязват, че тази хипотеза се отнася за индивидуалните инвеститори, които предимно инвестират чрез различни колективни схеми, управлявани от професионални портфолио мениджъри. За тези мениджъри обаче е нереалистично да се твърди, че са засегнати от асиметрична информация. Според Dziuda и Mondria (2012) причината, поради която home bias се наблюдава и при договорните фондове, е свързана с предпочитанията и оценките на индивидуалните инвеститори, които създават предпоставки най-добрите мениджъри да се специализират в инвестиции на месния пазар.

Ако валутните курсове се изменят според предложенията на паритета на покупателната способност (purchasing power parity)¹³, валутният риск не би следвало да оказва влияние върху портфейлните решения, защото лесно би могъл да се хеджира на паричния пазар. Според Stulz (1981) и Adler и Dumas (1983) отделните инвеститори консумират различен набор от стоки (на национално и международно ниво) и следователно са изложени на различен инфлационен риск. За да хеджират този риск те конструират разнородни портфейли, което формира пъзела. Резултатите на Cooper¹⁴ и Kaplanis (1994) обаче показват, че с инфлационния риск не могат да се обяснят предпочитанията на инвеститорите към домашния пазар. Освен измененията в цените, инвеститорите би следвало да хеджират и потреблението на нетъргуваните стоки, което според Baxter¹⁵ et al. (1998) също не е достатъчно, за да пресъздаде пъзела.

¹¹ Вж. **Gehrig**, T., An information based explanation of the domestic bias in international equity investment. // *The Scandinavian Journal of Economics*, 1993, pp.97-109; **Kang**, J.K. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. // *Journal of Financial Economics*, 46(1), 1997, pp.3-28; **Barron**, J.M. Ni, J. Endogenous asymmetric information and international equity home bias: the effects of portfolio size and information costs. *Journal of International Money and Finance*, 27(4), 2008, pp.617-635; **Van Nieuwerburgh**, S. Veldkamp, L. Information immobility and the home bias puzzle. // *The Journal of Finance*, 64(3), 2009, pp.1187-1215.

¹² Вж. **Dziuda**, W., Mondria, J. Asymmetric information, portfolio managers, and home bias. // *Review of Financial Studies*, 25(7), 2012, pp.2109-2154.

¹³ Повече информация за отделните методи за оценка на валутните курсове виж: **Захариев**, А., Радков, Р. Международни финанси. Абагар, 2015; **Kostov**, D. Exchange rate policies in the conditions of economic crisis and economic reforms. // Актуални питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки: Міжнародна науково - практична І нтернет - конференція - Одеса, 15-16 квітня 2016 г., Одеський національний економічний університет, 2016, pp. 128-132.

¹⁴ Вж. **Cooper**, I. Kaplanis, E. Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. // *Review of Financial Studies*, 7(1), 1994, pp.45-60.

¹⁵ Вж. **Baxter**, M., Jermann, U.J., King, R.G. Nontraded goods, nontraded factors, and international non-diversification. *Journal of international Economics*, 44(2), 1998, pp.211-229.

Например хеджирането на човешкия капитал се реализира с къса продажба на местните акции, което реално задълбочава проблема.¹⁶

Неубедителните резултати на изцяло рационалните модели за решаването на пъзела са причина за все по-засиления интерес към предложенията в обхвата на поведенческите финанси. French и Poterba (1991) предполагат, че този феномен е причинен от проява на свръхоптимизъм в очакванията на инвеститорите относно развитието на местния капиталов пазар. На база на анкетни проучвания Shiller¹⁷ et al. (1996) и Strong¹⁸ и Xu (2003) доказват наличието на подобна предубеденост към представянето на домашните активи спрямо чуждите. Свързано със свръхоптимизма е предложението на Graham¹⁹ et al. (2009), че инвеститорите се възприемат като по-уверени (компетентни) при търговия на родния капиталов пазар, отколкото на чуждите. Kirabaeva²⁰ (2007) моделира психологическите зависимости: избягване на неяснотата (Ambiguity Aversion), свръхоптимизъм, съчетан с свръхувереност на инвеститорите и стига до заключението, че тези фактори допринасят за пъзела, но не го обясняват изцяло; тяхното комбиниране с институционалните фактори и асиметричната информация би било подходящо. Solnik²¹ (2008) моделира оптималната международната портфейлна алокация чрез друга алтернатива на класическата теория на полезността в условията на несигурност – теорията на съжалението (Regret Theory). Приема се, че инвеститорите разглеждат чуждия актив с възходящ потенциал, който, ако се представи по-лошо от местния портфейл, провокира съжаление за предприетата инвестиция, т.е. освен рисково-избягващи, инвеститорите избягват и съжалението.

¹⁶ Вж. **Baxter**, M. Jermann, U.J. The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think. *The American Economic Review*, 1997, pp.170-180.

¹⁷ Вж. **Shiller**, R.J., Kon-Ya, F. and Tsutsui, Y. Why did the Nikkei crash? Expanding the scope of expectations data collection. *The Review of Economics and Statistics*, 1996, pp.156-164.

¹⁸ Вж. **Strong**, N., Xu, X. Understanding the equity home bias: Evidence from survey data. *Review of Economics and Statistics*, 85(2), 2003, pp.307-312.

¹⁹ Вж. **Graham**, J.R., Harvey, C.R., Huang, H. Investor competence, trading frequency, and home bias. // *Management Science*, 55(7), 2009, pp.1094-1106.

²⁰ Вж. **Kirabaeva**, K. Can Ambiguity Aversion explain the Equity Home Bias?. 2007.

²¹ Вж. **Solnik**, B. Equity home bias and regret: an international equilibrium model. Available at SSRN 828405. 2008.

b) Дивидентен пъзел и стратегия „Кучетата на Dow”

Според традиционната теоретична рамка²², чрез дивидентната политика не може да се създаде нито унищожи акционерно богатство и инвеститорите би следвало да са безразлични към взетите решения. Това е така, защото дивидентите и капиталовата печалба са перфектни заместители един към друг: 1) цената на акцията би следвало да се понижи с размера на разпределения дивидент; 2) акционерите сами могат да си направят дивиденти като продават част от своите акции и обратното – да си купят акции, когато не желаят дивидент. Икономическата практика чертае съвсем друга картина – публичните компании, като цяло, следват стриктна дивидента политика, а инвеститорите са силно привързани към паричните дивиденти, въпреки че в много страни, включително и в България, тези доходи се облагат по-тежко от капиталовите печалби.²³ Нещо повече, дивидентната доходност влияе върху възвръщаемостта на акциите, което позволява да се прилагат дивиденти стратегии за реализация на свръхдоходност. Акциите с висока дивидентна доходност реализират по-голяма рисково-съобразена възвръщаемост от книгата на компании, имащи ниска дивидента доходност.²⁴ Друго нарушение на пазарната ефективност е фактът, че с дивидентната доходност може да се предвижда бъдещата възвръщаемост на акциите.²⁵ На българския капиталов пазар Pavlov²⁶ (2014) тества активно и пасивно управлявани портфейли от десет акции с равни тегла, имащи най-висока дивидентна доходност.

²² Вж. **Gordon M.**, Dividends, Earnings and Stock Prices. // Review of Economics and Statistics, 41, 1959, pp. 99-105; **Miller M.** and Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. // Journal of Business, 34, 1961, pp. 411-433.

²³ **Loomis, C.**, A case for dropping dividends, Fortune Magazine, 1968; **Miller, M.**, Scholes, M. Dividends and taxes: Some empirical evidence, // Journal of Political Economy, 90(6), 1982, pp.1118-1141; **Brav A.**, Graham J., Harvey C. and Michaely R. Payout Policy in the 21st Century, Journal of Financial Economics, 77, 2005, pp. 483-527.

²⁴ Вж. **Rosenberg, B.** and V. Marathe, , Tests of capital asset pricing hypotheses, in: Haim Levy, ed., Research in finance, JAI Press, Greenwich, CT, 1979.; **Litzenberger, R.** and K. Ramaswamy, The effect of dividends on common stock prices, tax effects or information effects. // Journal of Finance 37, 1982, pp. 429-443; **Litzenberger, R.** and K. Ramaswamy, The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence, Journal of Financial Economics 7, 1979, pp. 163-195.

²⁵ Вж. **Fama, E. F.**, French, K. R. Dividend yields and expected stock returns. // Journal of financial economics, 22(1), 1988, pp. 3-25; **Hodrick, R. J.**, Dividend Yields and Expected Stock Returns: Alternative Procedures for Inference Measurement. // Review of Financial Studies, Vol. 5, No. 3, 1992, pp. 357-386.

²⁶ Вж. **Pavlov, Ts.** Dividend puzzle on Bulgarian stock exchange - Opportunity for an abnormal risk-adjusted returns. // Економічний вісник Донбасу, бр. 4 (38), Державний заклад „Луганський національний університет імені Тараса Шевченка”, 2014, pp. 121-125.

За периода 2001-2014 година и двата портфейла реализират годишна рисково-съобразена свръхдоходност (алфа) от над 30%. Резултатът е внушителен, но като недостатък се отбелязва ниската ликвидност при повечето от позициите. Във връзка с това е редно да се тества пъзелът чрез стратегия, която взема под внимание ликвидността на позициите. Удачен кандидат е лесната за практическо приложение стратегия „Кучетата на Dow”, предложената от финансовия аналитик John Slatter и популяризирана в академичните среди чрез изследването на O’Higgins²⁷ и Downes (1990). В началото на всяка година от 30-те позиции, включени в Dow Jones Industrial Average (DJIA), се селектират 10-те компании с най-висока дивидентна доходност и се формира портфейл с равни тегла. Емпиричните тестове на стратегията, осъществени от Prather (2000) и O’Higgins и Downes (2000), за периода 1961-1998 г. показват, че тя е способна да реализира по-висока абсолютна и рисково-съобразена доходност спрямо DJIA.²⁸ Според Hirschey²⁹ (2000) тези резултати са следствие на data mining и грешки в данните, като при неговите емпирични тестове също установява по-висока доходност, но не и свръхдоходност. На по-късен етап Prather³⁰ и Webb (2011) извършват нови емпирични тестове, съобразени с възможността за data mining и грешки в данните. Получените резултати отхвърлят хипотезата на Hirschey (2000) и потвърждават валидността на стратегията. Успехите на „Кучетата на Dow” далеч не се изчерпват с американския пазар. Задоволителни резултати са получени и на други развити пазари, между които на немския, канадския австралийския и шведския, и на бързо развиващите се капиталови пазари в Полша, Китай, Аржентина, Чили, Мексико и др. страни от Латинска Америка.³¹

Дивидентният пъзел може да се причисли към групата пазарни аномалии, свързани с инвестиции в стойност (value investing) и подобно на ЕНВ лисва единно и убедително обяснение за него проявление. Рационалните подходи се съсредоточават върху информационното значение

²⁷ Вж. O’Higgins, M., Downes, J. *Beating the Dow*. Harper Collins, 1990.

²⁸ Prather, L.J. An Empirical Test of the Dow Dividend Theory. // *The Southern Business and Economic Journal*, 23(3), 2000, pp.170-184; O’Higgins, Michael B., Downes, J, *Beating the Dow*, HarperCollins, 2000.

²⁹ Вж. Hirschey, M., 2000. The “dogs of the Dow” myth. // *Financial Review*, 35(2), pp.1-16.

³⁰ Вж. Prather, L. J., Webb, G. L. Window dressing, data mining, or data errors: A re-examination of the Dogs of the Dow Theory.// *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 18(2), 2011.

³¹ За обширен преглед на теоретичните и емпирични изследвания, разглеждащи успеваемостта на стратегията “Кучетата на Dow”, виж Clemens, M. *Dividend Investing: Strategy for Long-Term Outperformance*. Available at SSRN 2056317, 2012.

на съобщението за размера на дивидента, като сигнал за бъдещото развитие на фирмата³² и инструмент за разрешаване на конфликти между мениджмънт и акционерите³³, особено в ситуации, когато компаниите имат голямо количество кеш. От страна на поведенческите финанси се акцентира върху самоконтрола на инвеститорите (the theory of self-control) и теорията на перспективите (prospect theory) като възможно обяснение на пъзела. Основният акцент и при двете постановки е, че от гледна точка на инвеститорите, дивидентите и капиталовата печалба не са взаимнозаменяеми. Дивидентите осигуряват известен баланс между текущото и бъдещото потребление, без да е необходим самоконтрол, както при индивидуалното решение за осребряване на дадена част от капиталовата печалба. Нещо повече, при продажба на акции инвеститорите сами трябва да вземат решение, за което може да съжالياват в бъдеще (напр. при силно повишение на цената). Важни постулати на теорията на перспективите гласят, че инвеститорите възприемат загубите много по-тежко от печалбите (loss aversion) и оценяват полезността от гледна точка на евентуалните печалби и загуби. Това прави дивидентите особено привлекателни, предвид тяхната историческа дистрибуция.

2. Методология на изследването

а) Привързаност към местния пазар (EHB)

За да се установи наличието на *EHB* в портфейла на дадена страна *i*, типично се изчислява относителната разлика между емпиричното (*EW*) и теоретичното (*TW*) тегло на чуждите активи (Baele *et al.*, 2007; Mercado, 2013):

$$(1) \quad EHB_{i,t} = 1 - \frac{EW_{i,t}}{TW_{i,t}}.$$

Колкото (1) е по-близо до единица, толкова в страната *i* е по-силна привързаността на инвеститорите към местния пазар. При *EHB* = 0 разпределението е оптимално и не е наличен пъзел. Величината на действителното тегло на чуждите активи в портфейлна от ценни книжа на страна *i* се извежда чрез:

³² Вж. **Hakansson**, N. To pay or not to pay dividends. // Journal of Finance 37, 1982, pp. 415-428

³³ Вж. **Borges**, M. R. Is the Dividend Puzzle Solved?. Available at SSRN 1343782, 2009.

$$(2) \quad EW_{i,t} = \frac{AI_i}{AI_i + C_i - FI_i},$$

където:

AI_i е величината на инвестициите на страна i в чужди акции и взаимни фондове; C_i – пазарната капитализация на капиталовия пазар в страна i ; FI_i – величината на местни ценни книжа, притежавани от чужденци.

Както вече бе посочено, според ICAPM, теоретичното ниво на чуждите активи в портфейла (TW) зависи от дела на страна i в световната капитализация ($w_i = 1 - C_i / \sum_j C_j$). Алтернативен подход за изчисление на TW предоставя класическият модел на Markowitz³⁴ (1952) за портфейлна оптимизация. Този метод ще се използва по-скоро, за да се оценят евентуалните позитиви (през призмата риск-доходност) от увеличение на международната диверсификация. Доходността на портфейла е средноаритметична претеглена от очакваната възвръщаемост на отделните активи, като оптималното тегло на чуждия актив се извежда чрез:³⁵

$$(3) \quad TW_{i,t} = \frac{\sum^{-1} \mu_e}{i' \sum^{-1} \mu_e},$$

където:

μ_e е вектор на очакваната доходност; i' – параметър вектор-стълб; \sum – вариационна-ковариационна матрица (VCM),

$$\sum(VCM) = \begin{bmatrix} \delta_{1,t}^2 & cov_{12,t} \\ cov_{21,t} & \delta_{2,t}^2 \end{bmatrix}.$$

b) Дивидентен пъзел и стратегия „Кучетата на Dow”

За реализацията на стратегия „Кучетата на Dow” са необходими само три стъпки: (1) на база последната цена за годината и дивидентна доходност на тридесетте акции, включени в DJIA, се селектират десет от

³⁴ Вж. Markowitz, H. Portfolio selection. // The journal of finance, 7(1), 1952, pp.77-91.

³⁵ Mercado Jr, R.V. Emerging Asia Equity Home Bias and Financial Integration. // International Economic Journal, 27(4), 2013, p.501; Повече информация за спецификите при оптимизационните задачи виж: Пътев, П. Управление на портфейла. Абагар, 2015.

тях с най-високата дивидентна доходност; (2) от тези десет емисии се съставя инвестиционен портфейл с равни тегла (инвестира се еднаква сума във всяка акция); (3) процедурата се повтаря в началото на следващата година. В условията на българския капиталов пазар стратегията се тества на база индекса BGTR30. Той е избран, защото включва тридесет компании (подобно на DJIA), борсовата ликвидност е един от критериите за селекция на съставлящите го емисии и е единственият български индекс, в чиято калкулация се включват разпределените дивиденди. В допълнение, изложената концепция се тества и в по-тесен вариант – портфейл (Small Dogs), включващ 5-те акции с най-висока дивидентна доходност от селектираните десет.

Доходността на портфейла ($R_{p,t}$) се изчислява по стандартната методология:

$$(4) R_{p,t} = \sum_{i=1}^N \frac{D_{i,t} + M_{i,t} + P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t-1}} / N,$$

където:

$P_{i,t}$ ($P_{i,t-1}$) е цена затваря на акция i за период t ($t-1$); $D_{i,t}$ – разпределен дивидент от ценна книга i през период t ; $M_{i,t}$ – стойността на акциите, получени от увеличение на капитала с резерви (stock split).

За да се потвърди наличието на дивидентен пъзел, е необходимо да се докаже, че реализираната доходност на портфейла е по-висока отколкото предполага рационалната компенсация за поетия риск. Във връзка с това ще се приложи популярният модел на Jensen³⁶ (1968) за рисково-съобразяване на доходността, според който свръхдоходност е налична, когато $a > 0$:

$$(5) R_{p,t} - R_{f,t} = a + \beta_p (R_{m,t} - R_{f,t}) + \varepsilon_{p,t},$$

където:

$R_{p,t}$ е доходността на анализирания портфейл; $R_{f,t}$ – доходност на безрисковия актив; a – рисково-съобразена свръхдоходност; β_p – систематичният риск на портфейла; $R_{m,t}$ – възвръщаемост на пазарния портфейл; $\varepsilon_{p,t}$ – случайно отклонение към момент t .

³⁶ Вж. Jensen, M.C. The performance of mutual funds in the period 1945–1964. // The Journal of finance, 23(2), 1968, pp. 389-416.

2. Източници на данни

С цел постигане на сравнителна оценка за степента на международна диверсификация на българските инвеститори се анализират 5 пазара – Румъния, Унгария, Полша, Украйна и Балтийският капиталов пазар, обединяващ регионалните борси в Естония, Латвия и Литва. Данните за инвестициите в чужди акции и взаимни фондове на отделните страни и величината на местните им ценни книжа, притежавани от чужденци, са получени от МВФ – базата данни от „Координираното проучване на портфейлните инвестиции“ (CPIS).³⁷ Периодът на извадката е от 2001 г. до юни 2015 г. Годишните стойности на световната пазарна капитализация са изведени от проучванията на Световната федерация на борсите (WFE), а на отделните страни – от indexmundi.com и сайтовете на борсите.³⁸ Конвертирането на местните валути в долари е извършено към края за съответния период по курсове от Европейската централна банка (ecb.europa.eu) и bloomberg.com. Водещият индекс за БФБ (SOFIX) е използван като прокси за пазарната активност в страната, а данните за историческата му динамика са извлечени от S&P Capital IQ³⁹ и infostock.bg. Индексите MSCI WORLD⁴⁰ са приети за олицетворение на световния портфейл.

Информацията за структурата на индексите SOFIX и BGTR30 и разпределените дивиденди по съответните позиции през анализирания период е получена от bse-sofia.bg и infostock.bg. Извеждането на дивидентната доходност на SOFIX е по методология на Павлов⁴¹ (2015), вземаща под внимание структурата на индекса, free-float и тегловия фактор на отделните емисии през съответните периоди. Местната безрискова доходност е изчислена като кумулативна годишна възвръщаемост на тримесечните ДЦК (при липса на подобна емисия е приложена

³⁷ <http://www.imf.org/> > data > Coordinated Direct Investment Survey (CDIS) – Tables 1,8 (Последен достъп 10.05.2016).

³⁸ <http://www.world-exchanges.org/> > WFE RESEARCH; indexmundi.com > Countries> Financial Sector > Capital markets> Market capitalization of listed companies; bse-sofia.bg; basemarket.bg; nasdaqbaltic.com; bvb.ro; bse.hu; gpw.pl; pfts.ua; ux.ua; (Последен достъп 10.05.2016).

³⁹ Достъпът до базата данни е осигурен благодарение на инфраструктурен проект №17-2016 „Авангардни изследвания в инвестиционния, финансовия и портфейлния мениджмънт чрез професионална база от икономически данни“ към ИНИ при СА „Д.А. Ценов“ – Свищов.

⁴⁰ Източник на данните <https://www.msci.com/end-of-day-data-search> (Последен достъп 10.05.2016).

⁴¹ Вж. Павлов, Ц. Приложение на поведенческите финанси при моделиране на българската рискова премия на акциите. // Бизнес управление, XXV, бр. 2, АИ Ценов, 2015, с. 96-130.

доходността на емитираните ДЦК с най-кратък матуритет) към момента на емисията им, по данни на Министерството на финансите (minfin.bg). Отново данните за ценовата динамика на променливите е от S&P Capital IQ и infostock.bg, а периодът на изследването започва от създаването на BGTR30 (2007) до 2015 г.

4. Резултати

а) Привързаност към местния пазар

За шестте анализирани страни се наблюдава значителен средногеометричен растеж на инвестициите в чужбина – от 12,5% до 78,8% годишно (вж. Табл. 1). Най-висок е темпът за България, като тенденцията се ускорява след 2008 г. Променя се и структурата на предпочитаните от българите инвестиционните дестинации за последните седем години – дялът на САЩ се увеличава над два пъти до 25,1%, основно за сметка на Люксембург, чиито дял през Q2 на 2015 г. достига 22,4%, следват Германия (16,2%), Франция (12,8%) и Ирландия (6,6%).

Чуждестранните портфейлни инвестиции имат по-слаб темп на растеж, близък до този на местните пазарни капитализации. В абсолютна стойност техният пик е достигнат преди финансовата криза от 2008 г. (освен в Полша), а след това темпът им на изменение е по-висок от редуцията на съответните пазари. Следователно не можем да твърдим, че на тези пазари има приоритетно изтегляне на чуждестранни инвеститори, например, заради непрозрачно корпоративно и държавно управление. По-скоро през този период чуждестранните инвестиции (като дялове в компании) се задържат на едни нива. С изключение на Унгария, анализираниите пазари се характеризират с по-висок растеж от този на световната капитализация, която се повишава средно със 7,64% годишно през 2001-2015 (Q2) г. Това обаче се дължи на периода преди 2008 г., тъй като възстановяването на тези пазари е значително по-бавно от средното за света, чиято пазарна оценка е с 22,4% по-висока от тази през 2007 г.

Инвеститорите от селектираните страни в Централна и Източна Европа проявяват силна привързаност към местните си пазари (вж. Табл. 2). В началото на извадката ЕНВ е близо до екстремната си стойност от единица, но при повечето страни установеният изпреварващ растеж на инвестициите в чужбина довежда до плавното му намаление през последните години. Към средата на 2015 г. ЕНВ е най-нисък в балтийските държави (0,42), Унгария (0,57) и България (0,74).

Таблица 1. Дескриптивна статистика на портфейлните инвестиции в чужбина (AI_i), величината на местни ценни книжа, притежавани от чужденци (FI_i) и пазарната капитализация (C_i) по страни за периода 2001-2015 (Q2) г.

(в млн. \$)

Страна	България	Балтийски страни	Румъния	Унгария	Полша	Украйна
AI_i						
Geomean	78,8%	48,5%	45,3%	27,7%	42,9%	12,5%
Max	1489,48 (2015,Q2)	7790,48 (2015,Q2)	1200,43 (2012)	10640,08 (2010)	16989,77 (2015,Q2)	80,01 (2014)
Min	0,43 (2001)	30,84 (2001)	5,72 (2001)	237,8 (2001)	115,1 (2001)	12 (2012)
Stdev (σ)	346,8%	87,6%	150,5%	71,3%	83,1%	134,6%
FI_i						
Geomean	12,4%	13,1%	18,1%	4,3%	16,5%	11,4%
Max	1481,19 (2007)	3455,25 (2007)	3200,62 (2007)	20637,13 (2006)	36472,66 (2013)	1981,19 (2007)
Min	4,36 (2002)	224,35 (2001)	117,26 (2002)	4022,81 (2001)	3445,93 (2001)	71,35 (2003)
Stdev (σ)	155,9%	56,0%	72,5%	41,5%	36,7%	92,1%
C_i						
Geomean	17,6%	11,7%	17,5%	3,6%	13,9%	11,0%
Max	21513,82 (2007)	19278,18 (2007)	44925,26 (2007)	47651,14 (2007)	208878,6 (2007)	111757 (2007)
Min	504,79 (2001)	1467,8 (2001)	2124,01 (2001)	10366,87 (2001)	26063,54 (2001)	1364,93 (2001)
Stdev (σ)	59,4%	57,2%	52,5%	34,1%	38,7%	87,8%

Получените резултати не може да се обвържат с рисково-доходните характеристики на отделните борси. При ефективни пазари, ЕНВ в Украйна и България би следвало да е най-нисък, защото местните инвеститори биха диверсифицирали повече на географски принцип, заради по-високия несистематичен риск на пазарите им.

Разбира се, дискутираните стойности на ЕНВ се основават на предположението, че IСАРМ е валиден. Конкретно за България, тестването на модела се извърши чрез регресия на месечната логаритмична доходност на SOFIX (деноминиран в долари), към тази на световния

портфейл – MSCI ACWI. От 180 наблюдения, коефициентът α не е статистически различен от нула ($P\text{-value} = 0,29$), докато β -та коефициентът от 1,24 е валиден при 99% доверителен интервал. Това дава основание да се заяви, че наличието на ЕНВ в България е доказано и оптималното ниво на местния актив (според ICAPM) е равно на теглото на БФБ в световната капитализация – 0,007% към Q2 на 2015 г.

Таблица 2. Динамика на ЕНВ за периода 2001-2015, Q2 г.

Година \ Страна	България	Балтийски страни	Румъния	Унгария	Полша	Украйна
2001	0,999	0,976	0,997	0,964	0,995	0,990
2002	0,999	0,986	0,996	0,971	0,993	0,995
2003	0,999	0,971	0,998	0,967	0,993	0,997
2004	0,994	0,958	0,997	0,937	0,988	0,998
2005	0,995	0,922	0,991	0,906	0,979	0,998
2006	0,983	0,882	0,981	0,818	0,961	0,999
2007	0,980	0,820	0,978	0,780	0,937	0,999
2008	0,979	0,781	0,960	0,657	0,945	0,999
2009	0,942	0,678	0,980	0,633	0,946	0,997
2010	0,897	0,593	0,975	0,603	0,936	0,999
2011	0,936	0,459	0,951	0,631	0,936	0,999
2012	0,909	0,492	0,919	0,661	0,936	0,999
2013	0,878	0,458	0,948	0,606	0,935	0,996
2014	0,815	0,451	0,950	0,518	0,914	0,992
2015, Q2	0,741	0,420	0,944	0,572	0,886	0,987

Слабост на алтернативния рисково-доходен подход, за извеждане на теоретичния оптимум между местния и чуждестранния актив, е необходимостта при стандартната му употреба да се използват средни исторически стойности като прогноза за бъдещето. Във връзка с това екстремностите в поведението на родната ни борса налагат извадката да се редуцирана (от 2009 г. до 2015 г.), с което да се нормализира доходността и рискът. Получените резултати спрямо MSCI ACWI, MSCI ACWI ALL CAP и регионалния MSCI EURO сочат, че теглото на местната ни борса следва да е равно на нула, което реално не се различава значително от предположението по ICAPM. Оптимизациите са извършени както по критерий „минимален риск“, така и за максимално съотношение доходност-риск.

б) Дивидентна стратегия „Кучетата на Dow”

Формираните портфейли, според тестваната дивидентна стратегия, реализират значително по-висока доходност при по-ниска или съпоставима годишна изменчивост спрямо бенчмарковете SOFIX и BGTR30 (вж. Табл. 3). От психологическа гледна точка (перспективна полезност), основното предимство на стратегията е малкият брой години с отрицателна доходност и то в период, когато индексът, от който са селектирани компаниите, реализира загуби в пет от осемте години на извадката. Очаквано, портфейлът с 5 акции (Small Dogs) има по-висока волатилност спрямо стандартния портфейл (Dogs of BGTR30), която не се компенсира напълно от доходността, т.е. съотношението доходност – риск е по-ниско.

Таблица 3. Инвестиционно представяне на стратегията „Кучетата на Dow”

Година	Портфейл	Dogs of BGTR30	Small Dogs	SOFIX	BGTR30
2008		-71,75%	-76,50%	-79,35%	-75,14%
2009		32,00%	37,65%	19,39%	22,73%
2010		13,35%	9,29%	-14,35%	-9,36%
2011		3,02%	9,11%	-9,68%	-12,85%
2012		32,22%	54,86%	12,53%	-2,51%
2013		39,62%	36,54%	49,02%	35,35%
2014		22,95%	8,27%	9,58%	17,09%
2015		-1,73%	4,23%	-10,21%	-6,05%
2009-2015					
	Geomean	19,29%	21,54%	6,20%	5,00%
	Stdev (σ)	15,77%	19,85%	22,28%	18,59%
	Geomean / Stdev (σ)	1,2236	1,0852	0,2784	0,2691
2008-2015					
	Geomean	-0,37%	-1,03%	-13,46%	-12,30%
	α_{SOFIX}	11,18%*	13,13%		
	α_{BGTR30}	12,59%*	14,34%		
	β_{SOFIX}	0,9182**	0,9632**		
	β_{BGTR30}	1,0059**	1,0109**		

* Статистически значима величина при 97% доверителен интервал

** Статистически значима величина при 99% доверителен интервал

Лесната за практическо приложение стратегия „Кучетата на Dow“ успява да реализира високи статистически значими стойности на алфа в условията на българския капиталов пазар – $\alpha_{\text{SOFIX}} = 11,18\%$, $\alpha_{\text{BGTR30}} = 12,59\%$. Подобна рисково-съобразена свръхдоходност не би могла да се елиминира при добавяне на транзакционните разходи към анализа.⁴² Това дава основание да твърдим, че дивидентният пъзел е потвърден и при сравнително по-ликвидните компании на БФБ.

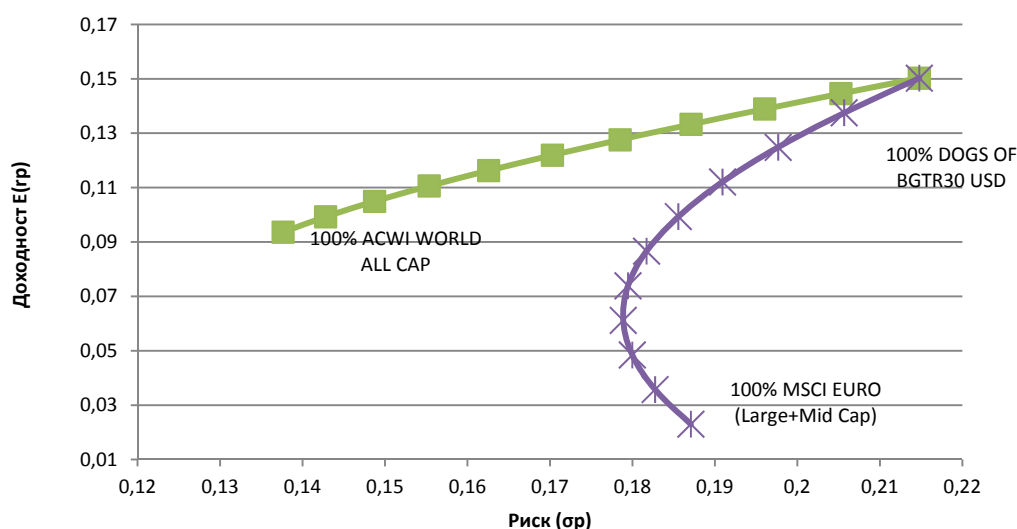
с) Съчетание между ЕНВ и „Кучетата на Dow“

Гореизложеното дава основание да се препоръча на българските инвеститори значително да увеличат дела на задграничните активи, като любителите на инвестициите в стойност (value investing) имат пълни основания на БФБ да пренасочат капитали в дивидентни стратегии. На Фигура 1 ясно се открояват позитивите, които биха получили инвеститорите, следващи тази препоръка. При допускане, че миналото представяне ще се запази в бъдеще, максималната доходност за единица риск се получава при 48,5% инвестирани в Dogs of BGTR30 и останалото в световния портфейл. За тези, които желаят да минимализират валутния риск, удачна комбинация би била с регионални индекси на компании от еврозоната. Например в MSCI EURO – с цел минимален риск на портфейла съотношение 68,4% в него и 31,6% в Dogs of BGTR30 е оптимално.

Представените комбинации за международна диверсификация далеч не са абстрактни. Възможностите за вложения в подобни индекси (с техните разновидности) стават все по-достъпни за масовия инвеститор чрез навлизането на чужди договорни фондове на нашия пазар и осигурения достъп от платформите на финансовите посредници до множество ETF.

⁴² Средно под половината компании се сменят в портфейла всяка година. При стандартна комисиона от 0,5%, годишните разходи биха били под 0,5% от стойността на портфейла. Разбира се, при подобен анализ би следвало да се включат и разходите на индексния фонд при регулярните ребалансирания на индексите, което намаля относителната цена от прилагането на стратегията.

Фигура 1. Риск и доходност от възможни комбинации на активи



Заклучение

Извършеният анализ и достигнатите резултати позволяват да се изведат следните основни изводи:

Първо. Българските инвеститори проявяват силна привързаност към местния пазар – малко над 74% от техните портфейли са инвестирани на БФБ. Според Международния модел за оценка на активи (ICAPM), чиято валидност за страната бе доказана, оптималното тегло на местния актив е равно на едва 0,007%. През призмата риск – доходност текущата портфейлната алокация на инвеститорите е нерационална.

Второ. На БФБ съществува дивидентен пъзел – инвеститорите получават прекалено голяма премия за притежанието на акции, имащи висока дивидентна доходност. За периода 2008-2015 г. стратегията „Кучетата на Dow” към индекса BGTR30 реализира годишна рисковосъобразена свръхдоходност от 11,18% при $\beta_{\text{SOFIX}} = 0,9182$.

Трето. Добра възможност малкият инвеститор да подобри инвестиционното си преставане представлява комбинацията между приоритетни инвестиции в глобални (регионални) ETF и умерени вложения в дивидентни стратегии на местния пазар. Тази комбинация от активно и пасивно профилиране се очертава като успешна и изключително лесна за приложение стратегия, която не изисква сериозен капитал, специализирани познания, достъп до информация или високотехнологична инфраструктура със сложни алгоритми.

Цитирана и използвана литература

1. **Захариев, А., Радков, Р.** Международни финанси. В. Търново, Абагар, 2015.
2. **Костов, Д.** Количествени измерения на влиянието на чуждестранните портфейлни инвестиции върху българския капиталов пазар. // Алманах научни изследвания, СА Д. А. Ценов – Свищов, бр. 18. АИ Ценов, 2012, с. 277-290.
3. **Милинов, В.** и колектив. Оперативен финансов мениджмънт. В. Търново, Абагар, 2010.
4. **Павлов, Ц.** Приложение на поведенческите финанси при моделиране на българската рискова премия на акциите. // Бизнес управление, XXV, бр. 2, АИ „Ценов“, 2015, с. 96-130.
5. **Пътев, П.** Управление на портфейла. В. Търново, Абагар, 2015.
6. **Симеонов, Ст.** Финансови деривати. В. Търново, Абагар, 2005.
7. **Adler M., Dumas B.** International portfolio choice and corporation finance: A synthesis. // The Journal of Finance, 38(3), 1983, pp. 925-84.
8. **Baele, L., Pungulescu, C., Ter Horst, J.** Model uncertainty, financial market integration and the home bias puzzle. // Journal of International Money and Finance, 26(4), 2007, pp.606-630.
9. **Barron, J.M. Ni, J.** Endogenous asymmetric information and international equity home bias: the effects of portfolio size and information costs. Journal of International Money and Finance, 27(4), 2008, pp.617-635.
10. **Baxter, M. Jermann, U.J.** The International Diversification Puzzle Is Worse Than You Think. The American Economic Review, 1997, pp.170-180.
11. **Baxter, M., Jermann, U.J., King, R.G.** Nontraded goods, nontraded factors, and international non-diversification. Journal of international Economics, 44(2), 1998, pp.211-229.
12. **Black, F.** International capital market equilibrium with investment barriers. // Journal of Financial Economics 1, 1974, pp. 337-352.
13. **Borges, M. R.** Is the Dividend Puzzle Solved?. Available at SSRN 1343782, 2009.
14. **Brav A., Graham J., Harvey C. and Michaely R.** Payout Policy in the 21st Century, Journal of Financial Economics, 77, 2005, pp. 483-527.
15. **Clemens, M.** Dividend Investing: Strategy for Long-Term Outperformance. Available at SSRN 2056317, 2012.
16. **Cooper, I. Kaplanis, E.** Home bias in equity portfolios, inflation hedging, and international capital market equilibrium. // Review of Financial Studies, 7(1), 1994, pp.45-60.

17. **Dahlquist**, M., Pinkowitz, L., Stulz, R.M., Williamson, R., Corporate governance and the home bias. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(01), 2003, pp.87-110.
18. **Dziuda**, W., Mondria, J. Asymmetric information, portfolio managers, and home bias. // *Review of Financial Studies*, 25(7), 2012, pp.2109-2154.
19. **Errunza**, V. and Losq, E. International asset pricing under mild segmentation: Theory and test. // *The Journal of Finance*, 40(1), 1985, pp.105-124.
20. **Fama**, E. F., French, K. R. Dividend yields and expected stock returns. // *Journal of financial economics*, 22(1), 1988, pp. 3-25.
21. **French**, K.R. and Poterba, J.M. Investor diversification and international equity markets (No. w3609). National Bureau of Economic Research. 1991.
22. **Gehrig**, T.,. An information based explanation of the domestic bias in international equity investment. // *The Scandinavian Journal of Economics*, 1993, pp.97-109.
23. **Gelos**, R. G., WEI, S. J. Transparency and international portfolio holdings. *The Journal of Finance*, 60(6), 2005, pp. 2987-3020.
24. **Gordon** M., Dividends, Earnings and Stock Prices. // *Review of Economics and Statistics*, 41, 1959, pp. 99-105.
25. **Graham**, J.R., Harvey, C.R., Huang, H. Investor competence, trading frequency, and home bias. // *Management Science*, 55(7), 2009, pp.1094-1106.
26. **Hakansson**, N. To pay or not to pay dividends. // *Journal of Finance* 37, 1982, pp. 415-428.
27. **Hirschey**, M., 2000. The “dogs of the Dow” myth. // *Financial Review*, 35(2), pp.1-16.
28. **Hodrick**, R. J., Dividend Yields and Expected Stock Returns: Alternative Procedures for Inference Measurement. // *Review of Financial Studies*, Vol. 5, No. 3, 1992, pp. 357-386.
29. **Jensen**, M.C. The performance of mutual funds in the period 1945–1964. // *The Journal of finance*, 23(2), 1968, pp. 389-416.
30. **Kang**, J.K. Why is there a home bias? An analysis of foreign portfolio equity ownership in Japan. // *Journal of Financial Economics*, 46(1), 1997, pp.3-28.
31. **Kho**, B.C., Stulz, R.M., Warnock, F.E.,. Financial globalization, governance, and the evolution of the home bias. // *Journal of Accounting Research*, 47(2), 2009, pp.597-635.

32. **Kim**, B.J., Yun, Y.S., Cin, B.C., Kim, Y. Home bias in emerging bond and stock markets. // *Emerging Markets Finance and Trade*, 50(4), 2014, pp.95-124.
33. **Kirabaeva**, K. Can Ambiguity Aversion explain the Equity Home Bias? 2007.
34. **Kostov**, D. Exchange rate policies in the conditions of economic crisis and economic reforms. // *Актуальні питання функціонування фінансового ринку в умовах кризових явищ світової економіки: Міжнародна науково - практична І нтернет - конференція - Одеса, 15-16 квітня 2016 г., Одеський національний економічний університет, 2016, pp. 128-132.*
35. **Litzenberger**, R. and K. Ramaswamy, The effect of dividends on common stock prices, tax effects or information effects. // *Journal of Finance* 37, 1982, pp. 429-443.
36. **Litzenberger**, R. and K. Ramaswamy, The effect of personal taxes and dividends on capital asset prices: Theory and empirical evidence, *Journal of Financial Economics* 7, 1979, pp. 163-195.
37. **Loomis**, C., A case for dropping dividends, *Fortune Magazine*, 1968.
38. **Markowitz**, H. Portfolio selection. // *The journal of finance*, 7(1), 1952, pp.77-91.
39. **Mercado Jr**, R.V. Emerging Asia Equity Home Bias and Financial Integration. // *International Economic Journal*, 27(4), 2013, pp.497-524.
40. **Miller** M. and Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. // *Journal of Business*, 34, 1961, pp. 411-433.
41. **Miller**, M., Scholes, M. Dividends and taxes: Some empirical evidence, // *Journal of Political Economy*, 90(6), 1982, pp.1118-1141.
42. **O'Higgins**, Michael B., Downes, J, *Beating the Dow*, HarperCollins, 2000.
43. **O'Higgins**, M., Downes, J. *Beating the Dow*. Harper Collins, 1990.
44. **Pavlov**, Ts. Dividend puzzle on Bulgarian stock exchange - Opportunity for an abnormal risk-adjusted returns. // *Економічний вісник Донбасу*, бр. 4 (38), Державний заклад „Луганський національний університет імені Тараса Шевченка”, 2014, pp. 121-125.
45. **Prather**, L. J., Webb, G. L. Window dressing, data mining, or data errors: A re-examination of the Dogs of the Dow Theory.// *Journal of Applied Business Research (JABR)*, 18(2), 2011.
46. **Prather**, L.J. An Empirical Test of the Dow Dividend Theory. // *The Southern Business and Economic Journal*, 23(3), 2000, pp.170-184.

47. **Rosenberg**, B. and V. Marathe, , Tests of capital asset pricing hypotheses, in: Haim Levy, ed., Research in finance, JAI Press, Greenwich, CT, 1979.
48. **Shiller**, R.J., Kon-Ya, F. and Tsutsui, Y. Why did the Nikkei crash? Expanding the scope of expectations data collection. The Review of Economics and Statistics, 1996, pp.156-164.
49. **Solnik**, B. Equity home bias and regret: an international equilibrium model. Available at SSRN 828405. 2008.
50. **Solnik**, B.H. An equilibrium model of the international capital market. // Journal of economic theory, 8(4), 1974, pp.500-524.
51. **Strong**, N., Xu, X. Understanding the equity home bias: Evidence from survey data. Review of Economics and Statistics, 85(2), 2003, pp.307-312.
52. **Stulz**, R. M. The limits of financial globalization. // Journal of Finance 60, 2005, pp.1595-1638.
53. **Stulz**, R.M. On the effects of barriers to international investment. // The Journal of Finance, 36(4), 1981, pp.923-934.
54. **Tesar**, L.L., Werner, I.M. Home bias and high turnover. // Journal of international money and finance, 14(4), 1995, pp.467-492.
55. **Van Nieuwerburgh**, S. Veldkamp, L. Information immobility and the home bias puzzle. // The Journal of Finance, 64(3), 2009, pp.1187-1215.
56. **Warnock**, F.E. Home bias and high turnover reconsidered. Journal of international Money and finance, 21(6), 2002, pp.795-805.
57. Сайтове на анализираниите фондови борси: bse-sofia.bg, basemarket.bg; nasdaqbaltic.com; bvb.ro; bse.hu; gpw.pl; pfts.ua, ux.ua.
58. bloomberg.com
59. ecb.europa.eu.
60. <http://www.imf.org/> .
61. <http://www.world-exchanges.org/>
62. <https://www.msci.com/end-of-day-data-search>.
63. infostock.bg.
64. minfin.bg
65. www.capitaliq.com. Достъпът до базата данни е осигурен благодарение на инфраструктурен проект №17-2016 „Авангардни изследвания в инвестиционния, финансовия и портфейлния мениджмънт чрез професионална база от икономически данни“ към ИНИ при СА „Д.А. Ценов“ – Свищов.

НАРОДНОСТОПАНСКИ АРХИВ

ГОДИНА LXIX, КНИГА 2 – 2016

СЪДЪРЖАНИЕ

Димитър Радилов, Георги Червенски

VAR - модели на шоковете в икономическите цикли
на индивидуалното крайно потребление на домакинствата /3

Светлана Данилина

Виртуалност на фиктивния капитал в съвременните условия /20

Валентин Милинов, Цветан Павлов

Възможности за подобряване на портфейлното представяне на база
дивидентни стратегии и привързаността към местния пазар /32

Людмил Кръстев

Насоки за анализ на финансовите отчети на българските публични
застрахователни компании /54

Димитър Костов

Нов юан или нова валутна система /74

РЕДАКЦИОНЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
Проф. д-р Георги Иванов – зам. главен редактор
Проф. д-р Йордан Василев
Доц. д-р Искра Пантелеева
Доц. д-р Стоян Проданов
Доц. д-р Пламен Йорданов
Доц. д-р Румен Лазаров
Доц. д-р Венцислав Василев
Доц. д-р Анатолий Асенов

МЕЖДУНАРОДЕН СЪВЕТ:

Проф. д-р ик.н. Михаил А. Ескиндаров – Ректор на Финансовия университет при Правителството на Руската федерация – федерална държавна образователна институция за професионално образование, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. Лестър Лойд-Ризън – Директор на Центъра по международен бизнес към Международното бизнес училище Ашкрофт, Кембридж, Великобритания
Проф. Кен О’Нийл – Ръководител на катедра по предприемачество и развитие на малкия бизнес към Департамента по маркетинг, предприемачество и стратегии на Университет Ълстер, Северна Ирландия
Проф. Ричард Торп – Бизнес школа на Университета Лийдс, професор по развитие на управлението, зам.-директор на Киурт институт, Лийдс, Великобритания
Проф. д-р ик.н. Андрий Крисоватий – Тернополски национален икономически университет, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. д-р ик.н. Григоре Белостечник – Ректор на Молдовската академия за икономически изследвания, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. д-р ик.н. Йон Кукуй – Президент на Сената на Университета Валахия – гр. Търговище, Румъния, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов
Проф. д-р ик.н. Михаил Ив. Зверяков – Ректор на Одеския държавен икономически университет, Доктор Хонорис Кауза на СА „Д. А. Ценов” – Свищов

Екип за техническо обслужване:

Проф. д-р ик.н. Радко Радков – стилев редактор
Ст. преп. Елка Узунова – координатор и ръководител на екипа
Ст. преп. Даниела Стоилова – превод на английски език
Ст. преп. Румяна Денева – превод на английски език
Ст. преп. Маргарита Михайлова – превод на английски език
Ст. преп. Иванка Борисова – превод на английски език
Ст. преп. Венцислав Диков – стилев редактор на английски език

Адрес на редакцията:

5250 Свищов, ул. „Ем. Чакъров” 2
Проф. д-р Андрей Захариев – главен редактор
☎ (+359) 889 882 298
Деяна Веселинова – технически секретар
☎ (+359) 631 66 309, e-mail: nsarhiv@uni-svishtov.bg
Благовеста Борисова – компютърен дизайн
☎ (+359) 882 552 516, e-mail: bogy@uni-svishtov.bg

© Академично издателство „Ценов” – Свищов
© Стопанска академия „Димитър А. Ценов” – Свищов

ISSN 0323-9004

Народно стопански архив

Свищов, година LXIX, книга 2 - 2016

VAR - модели на шоковете в икономическите цикли на индивидуалното крайно потребление на домакинствата

Виртуалност на фиктивния капитал в съвременните условия

Възможности за подобряване на портфейлното представяне на база дивидентни стратегии и привързаността към местния пазар

Насоки за анализ на финансовите отчети на българските публични застрахователни компании

Нов юан или нова валутна система

СТОПАНСКА АКАДЕМИЯ „Д. А. ЦЕНОВ“



СВИЩОВ

Изисквания при депозиране на статии за сп. „Народностопански архив“

1. Обем: статии от 12 до 25 страници;

2. Депозиране на материалите: на хартиен носител и в електронен вид като приложен файл на E-mail: NSArhiv@uni-svishtov.bg

3. Технически изисквания:

- изпълнение Word 2003 (минимум);
- размер на страницата – А4, 29-31 реда и 60-65 знака на ред;
- разстояние между редовете 1,5 lines (At least 22 pt);
- шрифт – Times New Roman 14 pt;
- полета – Top - 2.54 cm; Bottom - 2.54 cm; Left - 3.17 cm; Right - 3.17 cm;
- номерация на страницата – долу вдясно;
- текст под линия – размер 10 pt;
- графики и фигури – Word 2003 или Power Point.

4. Оформление:

- наименование на статията, име на автора, академична длъжност, научна степен – шрифт Times New Roman, 14 pt, с големи букви Bold – центрирано;

- наименование и адрес на местоработата; телефони за контакти и E-mail;

- резюме на български език в обем до 15 реда; ключови думи – от 3 до 5;

- **JEL** класификация на публикациите с икономически характер (<http://ideas.repec.org/j/index.html>);

- основен текст (изложение);

- таблиците, графиките и фигурите се вграждат софтуерно в текста (да позволяват езикова корекция и превод на английски). Цифрите и текстът вътре в тях се изписват с шрифт Times New Roman 12 pt;

- формулите се създават с Equation Editor;

5. Правилата за цитиране под линия: При цитиране да се спазват изискванията на БДС 17377-96 Библиографско цитиране, поместени тук: <http://www.uni-svishtov.bg/dialog/Bibl.%20Citirane.pdf>.

Всеки автор носи отговорност за отстояваните идеи, съдържанието и техническото оформление на своя текст.

6. Ръкописите на нехабилитирани преподаватели се придружават от препис на протокол от катедрата, обсъдила и предложила научната разработка за публикуване.

Авторите на публикуваните материали на страниците на списание „Народностопански архив“ носят отговорност за тяхната автентичност.

От Редакционния съвет