

## РЕЦЕНЗИЯ

**относно:** процедура за защита на дисертационен труд на докторант ас. Божидар Людмилов Недев на тема „Анализ на ефекта на инерцията на Българската фондова борса АД в периода 2004 – 2017 г. от гледна точка на поведенческите финанси“ за придобиване на образователната и научна степен “доктор” по професионално направление 3.8 Икономика

**от проф. д-р Стефан Христов Петранов,** заемащ длъжността “професор” в Катедра Икономика на СУ “Св. Климент Охридски”, член на Научното жури, определено със заповед на Ректора на СУ РД 38-663/22.11.2018г. и изготвящ рецензия по решение на Научното жури с Протокол №1/10.12.2018г.

### **1. Данни за дисертанта**

Божидар Недев е зачислена за докторант към Катедра Икономика на СУ “Св. Климент Охридски” през юли 2015 година. Той има магистратура по Икономика със специалност – финанси и банково дело, завършена с отличен успех и със защитена магистърска теза на тема „Тенденции в развитието на електронната търговия на международните капиталови пазари – имат ли те приложение в България?“. От ноември 2015г. е асистент в Катедра Финанси и счетоводство на Стопанския факултет на СУ, където води семинарни занятия по корпоративни финанси, микроикономика и макроикономика. Участвал е в редица международни семинари и конференции, включително и в програмата за преподавателска мобилност Еразъм+.

### **2. Общо представяне на дисертационния труд**

Дисертационният труд съдържа заглавна страница; съдържание; въведение; изложение с четири глави; заключение - резюме на получените резултати с декларация за оригиналност; библиография и 18 приложения, включващи информация, която допълва основния текст, като вторични данни от борсовата търговия, резултати от изчислителни процедури и статистически тестове, извършени от автора, резултати от изследвания на други автори, списъци с компании, чиито акции са анализирани в дисертационния труд, графики с интерполирани данни и др. С тези реквизити разработката отговаря на изискванията на Чл. 64, алинея (2) от ПРАВИЛНИКА ЗА УСЛОВИЯТА И РЕДА ЗА

# ПРИДОБИВАНЕ НА НАУЧНИ СТЕПЕНИ И ЗАЕМАНЕ НА АКАДЕМИЧНИ ДЛЪЖНОСТИ В СУ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ“.

## **3. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд**

Представеният дисертационен труд има структура и съдържание, отговарящи на изискванията за монография. Той е в достатъчно голям обем и съдържа оригинални разработки на автора. Като цяло работата е добре структурирана. Подходът е от общата теория към методиката и конкретното приложение. Получени са конкретни резултати, които представляват научно-приложен интерес.

В увода са изложени актуалността на темата, основната теза, целта и задачите на изследването. В Глава Първа се прави преглед на специализираната литература в областта на поведенческите финанси. Ясно се разграничават класическият (стандартен) подход към финансовите пазари и по-новият, но постепенно налагащ се поведенчески подход. Разгледани са когнитивните и емоционалните деформации, водещи до нерационално поведение на инвеститорите. Естественият фокус на главата е ефектът на инерцията, доколкото именно неговите проявления са обект на изследването в следващите глави. Авторът обосновано отделя по-голямо внимание на този ефект, като разглежда негови проявления, идентифицирани в научната литература, на европейските, развитите и развиващите се международни пазари.

Глава Втора е сърцевината на дисертационния труд – тя излага методологията на изследването и получените резултати относно българския капиталов пазар. В нея се описва генерирането на данни за липсващи наблюдения върху цените на акциите на БФБ-София чрез интерполация с кубични сплайни, конструира се т.н. стратегия на инерцията и опростена стратегия на инерцията и се анализират резултатите от прилагането на тези стратегии при различни техни параметри. Достига се до извода, че в периода 2004 - 2007г. е съществувал ефект на инерцията с параметри  $k=1$ ,  $j=1$  и параметри  $k=26$  и  $j=8$ , което означава, че ако инвеститорите са имали възможност да съставят портфейли с такива параметри, те биха могли да реализират свръх-нормални печалби. Друг извод в Главата е, че е този ефект се заличава през време на финансовата криза (2008-2013) и не се появява до края на изследвания период – 2017 г.

В Трета Глава се изследват времевите характеристики на ефекта на инерцията, проявени на БФБ-София. Чрез използването на апарата „анализ с вълнички“ авторът достига до интересни изводи относно поведението на инвеститорите преди и след Голямата рецесия от 2008 - 2009 година. Идентифицирани са във времето настъпването на несигурност на пазара, намаляването на апетита за риск на инвеститорите, скъсяването на инвестиционния им хоризонт.

В Глава Четвърта се излага интерпретацията на наблюдавания ефект на инерция в периода 2004-2007 година от перспективата на поведенческите модели. На базата на методология, основаваща се на подхода на Jegadeesh & Titman, на равновесния модел МОКА и на трифакторния модел на възвръщаемостта на Fama – French, авторът установява, че ефектът на инерцията на БФБ от поведенческа гледна точка може да се обясни с т.н. поэтапна реакция на инвеститорите. Тя от своя страна се обяснява с определени поведенчески характеристики, за които авторът изказва различни хипотези, включително свързвайки ги с модела на Хофстеде, описващ националните характеристики чрез модел в шест-мерното пространство.

Изложението е последователно и логически свързано между отделните части, резултатите са изложени разбираемо и прецизно. Дисертационният труд предлага научно-приложно решение за анализ на ефекта на инерцията на БФБ-София, основано на солидна методология. От представената библиография и от текста личи, че докторантът познава много добре релевантната икономическа литература (чуждестранна и българска) и притежава задълбочени теоретични познания по изследвания въпрос. Той демонстрира възможности да систематизира и да осмисля критично съществуващи модели и да аргументира свое виждане. Конструираният модел и извършените анализи показват способностите на докторанта да провежда самостоятелни изследвания и да интерпретира резултатите от тях. Получените резултати са полезни за по-доброто разбиране на ефекта на инерция на развиващи се и гранични фондови пазари и могат да имат реално практическо приложение.

Извън конкретното съдържание и резултатите на предложения труд, в него много добро впечатление оставя демонстрираното владение на иконометричния аналитичен апарат. Авторът борава с лекота и задълбоченост с него, което показва, че притежава много добра статистическа и иконометрична подготовка. Подчертавам това, защото често

срещано е в българската икономическа общност този апарат да не се познава добре, да се използва непълно или дори некоректно. Добро впечатление прави и начина на представяне на данните и резултатите.

#### **4. Научни и научно-приложни приноси**

Дисертационният труд има приноси основно в научно-приложен план. Анализирани е динамиката на цените на активите на българския капиталов пазар, възвръщаемостта от тях и поведението на инвеститорите на организирания пазар в светлината на поведенческата икономика. Това е относително ново поле за българската икономическа общност и резултатите от изследването имат своето значение за разбирането на процесите в тази област. Но освен това, използваната методология, а и получените резултати и изводи имат и по-широк контекст – те допринасят в научната литература за разбирането на процесите на развиващи се и гранични пазари, какъвто е българският. Доколкото наличието на добре функциониращи финансови пазари е една от важните предпоставки за устойчив икономически растеж, проблемите на развиващите се и граничните пазари и тяхното изследване, както и получаваните резултати, безспорно заслужават внимание.

Въз основа на горните приноси дисертационният труд показва, че кандидатът притежава задълбочени теоретични знания и способности за самостоятелни и оригинални научни изследвания. С това той отговаря на изискванията на Чл. 64, алинея (1) от ПРАВИЛНИКА ЗА УСЛОВИЯТА И РЕДА ЗА ПРИДОБИВАНЕ НА НАУЧНИ СТЕПЕНИ И ЗАЕМАНЕ НА АКАДЕМИЧНИ ДЛЪЖНОСТИ В СУ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ”.

#### **5. Публикации и участие в научни форуми**

Основните резултати от дисертационния труд са апробирани в научната общност чрез различни научни форуми. В материалите по процедурата са представени шест публикации на Божидар Недев, от които три самостоятелни и три в съавторство. Представените публикации са пет статии в специализирани издания и един доклад от международна конференция, който е публикуван в Сборник с доклади. И в количествено и в качествено отношение, представените публикации надхвърлят съществено практически възприетите стандарти за докторска дисертация.

## **6. Критични бележки и препоръки**

Основните ми критични бележки са свързани с два аспекта на дисертационния труд. Единият е насочеността на изследването към обяснения на наблюдаваните явления единствено чрез поведенчески характеристики. Това е твърде тясна рамка за обяснение на сложните процеси, които са обект на изследването. В тях се отразяват и им влияят, освен евентуални поведенчески особености, още и специфичната пазарна инфраструктура, ниската ликвидност на българския капиталов пазар, регулациите за институционалните инвеститори. Имат значение и конкретно използваните данни за възвръщаемостта на изследваните емисии от акции. Авторът дискутира някои от тези фактори, но така или иначе остава в рамките на обяснение, което е изцяло фокусирано само върху несъвършеното поведение на инвеститорите.

Вторият аспект е свързан с възможността на инвеститорите да следват оптималните стратегии, изведени теоретично в дисертационния труд. Поради нормативната невъзможност за извършване на къси продажби за част от разглеждания период и поради практическата невъзможност да се подържат позиции с равни тегла в портфейлите на инвеститорите, изведените инерционни стратегии, водещи до свръх-нормални печалби, са по-скоро теоретична конструкция, отколкото реална възможност за инвеститорите.

Направените бележки не намаляват постигнатите резултати. Те следва да се разглеждат като препоръки за бъдеща работа на дисертанта и като поле за разширяване на изследванията в областта на капиталовите пазари.

## **7. Въпроси към дисертанта**

За по-доброто осмисляне на изложените в дисертацията изводи, мисля, че ще е полезно авторът да отговори на следния въпрос. В каква степен крайният резултат зависи от метода за интерполация, с който се генерират изкуствени данни, попълващи времевите редове, в дните и периодите, когато няма търговия с дадена емисия.

## **8. Заключение и предложение**

На базата на постигнатите резултати и изложените по-горе аргументи считам, че предложеният дисертационен труд на Божидар Людмилов Недев напълно отговаря на критериите и изискванията, залегнали в ПРАВИЛНИКА ЗА ПРИЛАГАНЕ НА

ЗАКОНА ЗА РАЗВИТИЕТО НА АКАДЕМИЧНИЯ СЪСТАВ В РЕПУБЛИКА БЪЛГАРИЯ и в ПРАВИЛНИКА ЗА УСЛОВИЯТА И РЕДА ЗА ПРИДОБИВАНЕ НА НАУЧНИ СТЕПЕНИ И ЗАЕМАНЕ НА АКАДЕМИЧНИ ДЛЪЖНОСТИ В СУ „СВ. КЛИМЕНТ ОХРИДСКИ”. С настоящата рецензия изразявам моето **положително мнение** за присъждането на образователната и научна степен “доктор” на Божидар Людмилов Недев.

*София, 14.01.2018 г*

**ЧЛЕН НА НАУЧНОТО ЖУРИ:**

*(Проф. д-р Стефан Петранов)*