

## РЕЦЕНЗИЯ

**относно:** процедура за защита на дисертационен труд на докторант Любен Федев Иванов на тема “Фундаментален анализ на публичните дружества в България” за придобиване на образователната и научна степен “доктор” по професионално направление 3.8 Икономика, докторска програма – Политическа икономия

**от проф. д-р Стефан Христов Петранов,** заемащ длъжността “професор” в Катедра Икономика на СУ “Св. Климент Охридски”, член на Научното жури

### **1. Данни за дисертанта**

Любен Иванов е зачислен на свободна докторантура през 2012 година в професионално направление 3.8. Икономика, по научна специалност Политическа икономия към катедра “Икономика” на Стопанския Факултет на СУ “Св. Климент Охридски”. Същевременно, от 2010 г. до сега, той е асистент към същата катедра като води семинарни занятия по Микроикономика, Макроикономика и други дисциплини от бакалавърските и магистърските програми на Факултета. От 2012 година е старши проверяващ по дисциплината Икономика в *International Baccalaureate Organization*. Преди да стане докторант има професионален опит като експерт в отдел “Макроикономически анализи” на Българската народна банка.

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

Дисертационният труд съдържа Заглавна страница; Съдържание, Основни означения; Основни съкращения и дефиниции, Въведение; изложение с четири глави и Обобщение; Заключение с резюме на приносите и насоки за бъдещи изследвания; Библиография на кирилица и латиница. Изложението е илюстрирано от 27 графики. В автореферата е представена декларация за оригиналност. С тези реквизити дисертационният труд отговаря на изискванията на чл. 27, ал.2 от Правилника за прилагане на закона за развитие на академичния състав в Република България Освен това, като цяло, представеният труд по своя замисъл, мащаб и структура има характеристиките на дисертация за научната и образователна степен “доктор”.

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

Преди всичко следва да се обърне внимание на актуалността на темата на дисертацията. В нея се разглежда важен въпрос за българската икономика –

възможностите за приложение на фундаменталния анализ при инвестиране на регулирания капиталов пазар в България. Този въпрос е актуален поради теоретичните му измерения, свързани с ефективността на пазар, който се характеризира с малки обеми и ниска ликвидност, какъвто е българският. Той е актуален и поради чисто практическите му измерения за инвестиционната общност, като в дисертационния труд се предлага научноприложно решение, свързано с прилагането на фундаменталния анализ.

От използваната литература в текста личи, че докторантът познава много добре релевантната икономическа литература (чуждестранна и българска), а също личи още, че има и сериозни теоретични познания по изследвания въпрос. Използван е съвременен научен апарат, адекватен на изследователската теза и произтичащите от нея задачи. Представените теоретични и емпирични резултати демонстрират възможностите му да провежда самостоятелни изследвания. С това считам, че дисертационният труд отговаря на изискванията от Чл. 66, ал. (1) и (2) от Правилника за условията и реда за придобиването на научни степени и заемане на академични длъжности в СУ "Св. Климент Охридски". Авторефератът представя коректно съдържанието и резултатите на дисертационния труд.

Като цяло работата е добре структурирана, като добро впечатление прави оформлението на труда с форматирането, списъка на основните означения, списъка на съкращенията и дефинициите и използваната литература. Изложението е последователно и логически свързано между отделните части. Всяка от главите завършва с подходящо оформено обобщение, сумиращо основните изводи от главата.

Глава Първа на дисертационния труд има въвеждащ характер – в нея се излага тематиката на изследването, дефинират се някои основни термини, коментират се литературни източници, които авторът разглежда в контекста на задачите на дисертацията. Проследява се историческото развитие на теорията и на моделите за оценка на вътрешноприсъщата стойност на финансови активи – по специално акции. Изложението в главата е убедително, изводите са добре аргументирани.

Втора глава е фокусирана върху прегледа и анализа на резултатите от емпирични тестове на валидността на основни модели за фундаментален анализ. Прави се анализ на резултатите, докладвани в международната икономическа литература, относно връзката между фундаментална стойност и пазарна цена.

В Глава Трета се излага институционалният контекст на изследването – разглежда се в исторически план развитието на капиталовия пазар в България. Темата

на дисертацията е зададена именно върху българския капиталов пазар и е логично преди да се пристъпи към тестиране на изследователските хипотези да се разгледа неговото историческо развитие и специфичните му характеристики.

В Глава Четвърта на дисертационния труд са представени резултатите на автора от емпиричното изследване на три алтернативни модела за фундаментален анализ. По същество това е главата, където са съсредоточени същинската изследователска работа и основните научно-приложни резултати на дисертанта. Изследваните модели са съответно BP, VP и RaVP, които са с различна комплексност и съответно с различни изисквания към необходимата информация. Тестирани са съответните хипотези на изследването, изложени са статистическата и икономическата значимост на резултатите. Получените оценки и резултати дават основание да се потвърди изследователската теза.

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

С достигнатите в труда си резултати, дисертантът показва в възможността да се използва фундаменталния анализ по принцип и стига до редица конкретни изводи за българския фондов пазар в частност. Получените резултати са полезни както от теоретична гледна точка за ефективността на възникващи и нисколиквидни пазари, така и практически за инвестиционната общност по отношение на направените конкретни изводи.

Приемам приносите, които са заявени в представения автореферат, като считам, че специално трябва да се подчертаят критичният анализ на развитието на българския капиталов пазар и резултатите от приложението на трите предложени модела за фундаментален анализ. Считам, също така, че като принос може да се отчете и задълбочената дискусия на теоретичните постановки и емпирични тестове на модели за фундаментален анализ, публикувани в специализираната икономическа литература.

#### **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 четири самостоятелни публикации на Любен Иванов – две статии в рецензирани печатни сборници с докторантски трудове и две статии в сборници с доклади от международни научни конференции.

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

Имам три принципни критични бележки към представения дисертационен труд основно по отношение на проведения експеримент и на резултатите в емпиричната част на дисертацията.

Едната ми бележка е свързана с това, че емпиричната част е проектирана и изпълнена въз основа на т.н. хеджиран портфейл. При тази техника половината от инвестиционните позиции са “дълги”, а другата половина са “къси”. Но заемането на “къси” позиции е специфична борсова операция, която до този момент не е възможна на Българската фондова борса. Такъв метод на анализ, базиран на по този начин хеджиран портфейл, се използва в икономическата литература и авторът цитира източника, върху който се основава изследването му, но той е логично да се прилага за анализ на развити пазари, където заемането на къси позиции е практически възможно. От тази гледна точка, мисля, че по-достоверна и практически по-издържана постановка на експеримента би било да се разглеждат портфейли само с дълги позиции. По принцип е възможно експериментът да се конструира и по този начин.

Втората ми бележка е по отношение на броя на позициите в изследваните портфейли. В проведения експеримент се приема, че инвестиционен портфейл, съставен от акциите на поне 20 дружества, е достатъчно добре диверсифициран и в него няма систематичен риск. Това разбиране не е съвсем точно. Такъв портфейл не би съдържал системен риск, само ако дружествата в него са съзнателно подбрани така, че да не са свързани помежду си. Но, ако например се вземат 20 дружества от имотния сектор, то портфейл, съставен от техни акции очевидно ще има системен риск – пазарния риск на имотния сектор. Т.е. тук ключово е не числото 20, а начинът на подбор на дружествата в инвестиционния портфейл. Понеже в текста не са дадени подробности нито по начина на генерирането на случайните портфейли, нито по състава на “фундаменталните” портфейли, трудно е да се прецени доколко това би представлявало проблем. Поради това мога да препоръчам да се представят повече подробности по тези въпроси, за да бъде по-солидно аргументирана процедурата на експеримента. От друга страна представянето на състава на “фундаменталните” портфейли ще повиши практическата стойност на разработката.

Последната ми бележка е по отношение на методологията за избор на параметрите на проведения експеримент. Резултатите от експеримента зависят от параметри, които са избрани по субективна преценка от автора. Това са цената на капитала, дългосрочният темп на нарастване на аномалната печелба в модела VP, безрисковия лихвен процент, очакваната рискова премия на пазара. Авторът е приел

определени стойности и е получил съответни резултати. При приемане на други стойности, резултатите биха били други и могат да се окажат различни по смисъл. Авторът коректно е коментирал субективността и ограничеността на такъв подход, но се е ограничил само с коментара. По-убедително би било да се разгледат различни сценарии, с различни стойности на параметрите и на тази база да се изследва чувствителността на резултатите спрямо изменението на параметрите. Ако при различни стойности на параметрите, биха се получавали сходни резултати, то това би било доказателство за устойчивост на резултатите и много силен аргумент в защита на тезата на автора.

Горните критични бележки не намаляват стойността на постиженията и приносите в дисертацията и се надявам да бъдат полезни в бъдещата работа на автора.

### **7. Въпроси към дисертанта**

Въпросите ми към дисертанта произтичат от критичните ми бележки:

1. Счита ли, че в бъдещи разработки ще е удачно да се възприеме сценарийния подход за определянето на параметри, за които няма еднозначни и ясни стойности? Какви предимства и недостатъци вижда той в такъв подход?

2. Как би могло да се подходи при търсене на достатъчно добре диверсифицирани портфейли (т.е. нямащи специфичен риск), вместо априорно да се приеме, че портфейл с 20 позиции е добре диверсифициран?

### **8. Заключение и предложение**

На базата на постигнатите резултати в дисертационния труд на докторанта Любен Иванов считам, че той **отговаря на критериите и изискванията за присъждане на степен “доктор”**, залегнали в Правилника за прилагане на Закона за развитие на академичния състав в Република България и в Правилника за условията и реда за придобиването на научни степени и заемане на академични длъжности в СУ “Св. Климент Охридски”. Изразявам моето **положително отношение** за присъждането на образователната и научна степен “доктор” на Любен Федев Иванов.

*София, 25.08.2017 г.*

**ЧЛЕН НА НАУЧНОТО ЖУРИ:**

*(Проф. д-р Стефан Петранов)*