

## РЕЦЕНЗИЯ

От: *проф. д.ик.н. Румен Младенов Георгиев, пенсиониран преподавател, СУ “Св. Климент Охридски”;*

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** в СУ “Св. Климент Охридски”, професионално направление 3.8 Икономика, научна специалност „Политическа икономия”.

**Основание** за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд, съгласно Заповед № РД 38-386/22.06.2017 на Ректора на СУ “Св. Климент Охридски”.

Автор на дисертационния труд: *Любен Федев Иванов*  
Тема на дисертационния труд: *„Фундаментален анализ на публичните дружества в България”*

### 1. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Икономика“ на „Стопанския факултет“ на СУ “Св. Климент Охридски” по научна специалност „Политическа икономия“, задочна форма на обучение, съгласно Заповед на Ректора на СУ “Св. Климент Охридски” от 2012 г.

- Докторантът е роден на 27.06.1983 г. През 2001 г. завършва средното си образование в Природо-математическата гимназия - гр. Враца. От 2001 до 2008 г. докторантът получава съответно образователно-квалификационните степени „бакалавър” и „магистър” по икономика в Стопанския факултет на СУ “Св. Климент Охридски”. През 2012 г. Любен Иванов продължава обучението си в задочна докторантура по научна специалност „Политическа икономия”, направление 3.8. Икономика.
- От 2009 г. Любен Иванов се развива професионално в сферата на икономиката и финансовите пазари. Докторантът последователно работи като експерт-анализатор в отдел „Макроикономически изследвания“ на БНБ, а по късно като асистент в „Стопанския факултет“ на СУ и старши проверяващ по дисциплината „Икономика“ към International Baccalaureate Organization (IB).

- Основните му умения са: *Анализ на финансови отчети, Анализ и оценка на търговски дружества, Анализ на данни с R (програмиране), Изграждане и управление на курсове с Moodle, Отличен писмен и говорим английски език, Машинопис по десетопръстната система.*
- *Дисертационният труд е представян и обсъждан редовно, съгласно приетия план за подготовката му, на катедрени заседания на катедра „Икономика“ при „Стопанския факултет“ на СУ „Св. Климент Охридски“.*

## **2. Обща характеристика на представения дисертационен труд**

- *Дисертационният труд се състои от въведени (с мотиви за изследването), четири глави, заключение, списък с основни дефиниции и означения и библиография. Дисертационният труд е структуриран в 132 страници, от които основният текст е 125 страници. Структурата на дисертационния труд съответства на поставената цел и изследователски задачи.*
- *Разработената от Любен Иванов дисертация е по актуална и значима за българската икономика и финансовата система в частност тема. Изпълнението на поставените задачи напълно съответства на целта на изследването и прави възможно извеждането на основната авторова теза. Целта, задачите и тезата напълно кореспондират с обекта и предмета на дисертационния труд.*
- *В дисертацията са използвани 120 литературни източника на български и английски език. Използваните литературни и статистически източници са по темата на дисертацията и подпомагат задълбочеността и обективността на анализа.*

## **3. Оценка на изследването и получените резултати**

- *В дисертацията по комплексен начин са изследвани методите и техниките за оценка на фундаменталната стойност, а обект на изследването са Българска фондова борса – София и реализираната възвращаемост при прилагане на различни методи за инвестиране в акции. Поставените в центъра на научното изследване въпроси са с безспорна актуалност, тъй все още не съществува консенсус в научните среди относно полезността от фундаменталния анализ.*
- *Целта на изследването е формулирана ясно – да се установи, чрез прилагане на научния метод, до каква степен използването на*

- моделите за анализ на фундаментална информация е полезно за инвеститорите на БФБ при опитите им да реализират оптимална (за дадено ниво на риск) възвращаемост от управляваните от тях портфейли. За постигането на целта на изследването са поставени и решени следните изследователски задачи, разгледани в точките по-долу.
- В Глава 1<sup>-ва</sup> се изясняват в теоретичен аспект и синтезират същността, предимствата и ограниченията на фундаменталния анализ на стойността на (акциите на) публично търгуваните дружества чрез преглед на литературата. Разгледани са същността на инвестирането в реални и финансови активи, разликата между инвестиране и спекулация, историческото развитие на теориите за оценка на финансови и реални активи, и основните теоретични пробиви при развитието на теорията на фундаменталния анализ и спецификацията на формален, икономичен модел за оценка на фундаменталната стойност.
  - В Глава 2<sup>-ра</sup> се прави преглед на проведените до момента емпирични изследвания на полезността на различните модели за фундаментален анализ и използваните в тях методологии. Изследваните емпирични модели са както по-прости модели с една счетоводна променлива така и по-комплексния модел на остатъчния доход. Той интегрира в себе си две основни счетоводни променливи – счетоводна стойност на собствения капитал и сегашна стойност на очакваните бъдещи свръхпечалби. Счетоводната стойност на собствения капитал е известна от счетоводните отчети на компанията, а очакваните бъдещи свръхпечалби са функция на очакваните бъдещи счетоводни печалби (доход). Бъдещите печалби не са известни, но се предполага, че съществува връзка между историческите печалби и бъдещите такива.
  - В Глава 3<sup>-та</sup> е представен изследователски анализ на БФБ и търгуваните на нея акции. Изследването се съсредоточава върху 3 основни области: а) исторически преглед на развитието на БФБ за периода 1997-2015 г.; б) на политически и макроикономически фактори върху движението на основните борсови индекси; в) реализираната в исторически план възвращаемост от инвестиране в акции на БФБ, нейното разпределение и факторите, които влияят върху икономическата ѝ значимост. В резултат на анализа, най-новата история на БФБ обосновано е разделена на три периода. Направени са важни изводи относно движението на цените на акциите през отделните периоди, реализираната възвръщаемост и

условията за провеждането на изследователския експеримент по отношение полезността от фундаментален анализ при инвестиране на БФБ.

- Глава 4<sup>та</sup> е възлова за дисертацията. В нея е представено емпиричното изследване на три алтернативни модела на фундаментален анализ, тествани с данни от БФБ. Търси се и се обосновава отговор на основния въпрос: *Полезен ли е фундаменталния анализ при инвестиране на БФБ?*

Разработена е методология, която не зависи от изборния модел за оценка на фундаменталната стойност и неговата спецификация. Тя може да се използва за всеки един модел и при различни допускания. Това позволява тази методология да се използва за сравняване на статистическата значимост на аномалната възвращаемост при различни спецификации на моделите за фундаментален анализ. В контекста на изследването, методологията е използвана, за да се установи статистическата значимост на аномалната възвращаемост на спецификациите *VP*, *VP* и *RaVP* на модела на остатъчния доход. Тестването на хипотезите за различните видове модели позволява да се установи връзката между използването на повече информация и статистическата значимост. Допълнителен плюс на предлаганата методология е, че изследването за статистическа значимост помага да се установи и икономическата значимост на различните предлагани модели. Резултатите са лесни за интерпретация тъй като получената от даден модел възвращаемост се сравнява с нулевата възвращаемост, която липсата на риск предполага. Нарастването на икономическата значимост, при равни други условия, води и до висока вероятност тестваният модел да е статистически значим при дадено ниво на значимост.

- В заключението водещо значение има формулирането на резултатите от прилагането на моделите и изследователския анализ. Обяснена е основната тенденция, а именно, че с нормализирането на икономическата среда и подобряването на качеството на счетоводната отчетност на включените в изследването дружества, моделите за оценка на фундаменталната стойност, които използват основно счетоводна информация, повишават полезността си като инструмент при взимането на инвестиционни решения в контекста на Българска фондова борса - София.

- Докторантът логически и последователно изпълнява поставените задачи, с които постига поставените цели в дисертацията.

#### **4. Оценка на научните и научно-приложни приноси**

*Потвърждавам констатациите в автореферата, че на базата на изследването в дисертацията, са постигнати следните приноси от научен и научно-приложен план:*

- 1. Направено е комплексно изследване на българския капиталов пазар за периода 1997-2015 г., на възвращаемостта от инвестирането в различни дружества и на макроикономическите, геополитическите и институционалните фактори, влияещи на тази възвращаемост.*
- 2. Развита и приложена е методология за изследване на икономическата и статистическата значимост на даден модел за оценка на фундаменталната стойност при зададен обхват на изследването и спецификация на модела. Разработената методология използва съвременни изчислителни техники и методи от класическия статистически анализ на Роналд Фишер и е съобразена с особеностите на българския капиталов пазар.*
- 3. Разработена е спецификация на три различни модела за оценка на фундаменталната стойност и оценка на икономическата и статистическата значимост на всеки един от тях в исторически план в контекста на българския капиталов пазар. Спецификацията е добра основа за практическо приложение, което налага нуждата от правене на определени преценки и допускания. Тези преценки и допускания могат да варират между различни изследователи в зависимост от личните им предпочитания и наличните данни. Те отразяват и подчертават комплексната природа на фундаменталния анализ.*

Бих подчертал, че изследването от докторанта на българския капиталов пазар като методология, период и обект на изследване е уникално. Извършена е огромна по обем и качество аналитична и изследователска работа. Доказано е, че инвестирането в акции на случаен принцип в България през последните години вече не може да води до положителни резултати – нужно е по-широко използване от

професионалните и индивидуалните инвеститори на методологията на фундаменталния анализ. Направените емпирични анализи могат да бъдат полезни за професионалисти в областта на инвестирането на Българската фондова борса - София, като например портфолио мениджъри във взаимни фондове, застрахователни и презастрахователни дружества, пенсионноосигурителни дружества, инвестиционни и финансови консултанти, индивидуални инвеститори, които обмислят да вложат спестяванията си на българския капиталов пазар. Изследването може да представлява интерес и за представители на академичните среди с интереси в областта на инвестирането – преподаватели, студенти и докторанти, които да използват разработената методология и поставената основа за свои собствени изследвания, които да разширят и задълбочат разбирането за ползите и ограниченията на фундаменталния анализ в контекста на инвестирането на Българска фондова борса – София.

#### **5. Оценка на публикациите по дисертацията**

- Оценка на качеството на управление чрез модификация на модела за фундаментален анализ на Edwards-Bell-Ohlson /2016/
- Качествен фундаментален анализ – кратък преглед на литературата /2015/
- Evaluation of the Aggregate Signal Measure F\_Score as a Tool to Separate Winners from Losers at the Bulgarian Stock Market Universe /2014/
- Инвестиране на база отношението цена/счетоводна стойност - теоретична обосновка и емпирични изследвания /2014/
- Оценка на качеството на управление чрез модификация на модела за фундаментален анализ на Edwards-Bell-Ohlson /2016/
- Качествен фундаментален анализ – кратък преглед на литературата /2014/
- Инвестиране на база отношението цена/счетоводна стойност - теоретична обосновка и емпирични изследвания /2014/

- The Application of the Aggregate Signal Measure F\_Score as a Tool to Separate Winners from Losers at the Bulgarian Stock Market Universe /2013/

*Първо, в цитираните публикации докторантът популяризира голяма част от резултатите и изводите от изследването.. Похвално е, че публикациите са осъществени в едни от най-реномираните специализирани научни издания и на конференции, които представляват висока трибуна за авторски тези.*

*Второ, благодарение на публикациите по темата на дисертацията Любен Иванов добавя ново и задълбочено знание по важната тематика на прилагането на моделите на фундаменталния анализ за българския капиталов пазар, която е все още не добре изследвана в нашата научна и професионална литература.*

## **6. Оценка на автореферата**

*Авторефератът представя коректно съдържанието на дисертационния труд, като притежава задължителните реквизити за съставяне на автореферат на дисертационен труд. В резюмиран вариант се представя съдържанието и резултатите в четирите глави от изложението. В автореферата са изложени най-важните приносни моменти в дисертацията.*

## **7. Критични бележки, препоръки и въпроси**

*Като при всяка дисертация и към тази могат да бъдат отправени някои препоръки, които обаче не нарушават цялостното ми много добро впечатление за качеството, резултатите и приносите на дисертационния труд.*

- *Смятам, че съществува известна схематичност в изложението и обвързването на отделните компоненти в дисертацията. При представянето на дескриптивния анализ можеше по-задълбочено да се разгледат факторите на обекта. Не всички изследователски решения на автора са мотивирани задълбочено. В бъдещата си работа докторантът е добре да се стреми към по-голяма детайлност при излагане на разработките си, което ще спомага и за постигане на по-добро възприемане и по-лесна приложимост на резултатите.*

• Проблематиката на дисертацията определено ми е близка не само заради професионалния ми опит, но и заради научните ми търсения, и с интерес бих желал да получа отговор на следните въпроси:

Въпрос №1 Какво е виждането на автора за възможностите на базата на техническия анализ да се разработва печеливша инвестиционна стратегия?

Въпрос №2 Какво е мнението на докторанта за възможностите в бъдещата работа да разработи многофакторен анализ, дори панелно изследване, със зависима променлива цена на акциите, като се направят допускания за основните независими променливи, с които ще се обясни дисперсията на пазарната цена (ценови коефициенти, коефициенти за ефективност, динамика в печалбата, собствения капитал, задлъжнялостта, структурни прекъсвания за кризи и политически събития и др.)?

## **8. Заключение**

**Въз основа на така представените обстоятелства заявявам своята еднозначна положителна оценка на представения за публична защита пред научно жури дисертационен труд на тема „Фундаментален анализ на публичните дружества в България“ с автор Любен Федев Иванов. Същият отговаря в пълна степен на изискванията на Закона за развитието на академичния състав в Република България, Правилника за прилагане на ЗРАСРБ и вътрешните нормативни документи в тази област на СУ “Св. Климент Охридски”, поради което предлагам научното жури да присъди на Любен Федев Иванов образователна и научна степен „доктор“.**

26.08.2017 г. / гр. София

Подпис: .....