

## СТАНОВИЩЕ

**от:** доц. д-р Атанас Петров Атанасов, гост-преподавател в катедра „Икономикс“ на Университет за национално и световно стопанство (УНСС) – София, доцент по научна специалност „Политическа икономия“ (поведенска икономика), доктор по научна специалност „Политическа икономия“,

**относно:** дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8. Икономика (Политическа икономия).

**Автор на дисертационния труд:** Божидар Людмилов Недев, задочен докторант от докторантска програма в направление 3.8 Икономика (Политическа икономия) на Стопански факултет на СУ „Св. Климент Охридски“ – София, понастоящем асистент към катедра "Финанси и счетоводство" в същия факултет.

**Тема на дисертационния труд:** „Анализ на ефекта на инерцията на Българската фондова борса АД в периода 2004 – 2017 г. от гледна точка на поведенческите финанси“.

**Научен ръководител:** доц. д-р Теодор Седларски.

**Основание** за представяне на становището: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд на задочен докторант Божидар Людмилов Недев съгласно Заповед № РД 38 – 663/22.11.2018 г. на Ректора на СУ „Св. Климент Охридски“ за утвърждаване на научното жури за защитата.

### 1. Информация за дисертанта

Божидар Людмилов Недев е възпитаник на немска езикова гимназия, с българска и немска диплома, завършил с отличие бакалавърска степен по специалността Стопанско управление и магистърска степен по специалността Икономика – финанси и банково дело, в Стопански факултет на СУ „Св. Климент Охридски“. През 2014-2015 г. е хонориран в Стопански факултет на СУ „Св. Климент Охридски“ по дисциплините микроикономика и макроикономика, а от есента на 2015 г. постъпва като асистент към катедра "Финанси и счетоводство" в същия факултет, където работи и досега - с преподаване по корпоративни финанси, микроикономика и макроикономика. От същата 2015 г. е задочен докторант в докторантската програма в направление 3.8 Икономика (Политическа икономия) на Стопански факултет на СУ „Св. Климент Охридски“. Владее немски и английски езици, активно участва в

академичния и изследователски международен обмен на Стопански факултет, в т.ч., от гл.т. на дисертационното му занимание, с преподаване в семинар по „Поведенчески финанси“ в партньорство с университет в Германия.

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

Техническата структура на представения дисертационен труд е определена от неговата актуалност и нетрадиционност. Става дума за прилагането на възможностите на знанието от областта на поведенческите финанси в анализа на проявените тенденции на Българската фондова борса АД през периода от 2004 до 2017 г., с обособяване на *подпериоди* по отношение на Голямата рецесия. Общото съдържание се състои главно от четири основни глави (с. 17-185) и дълго приложение (с. 202-279). Четирите глави конструират защитаваната от дисертанта теза за *проявена в предрецесионния период инерционност*, удовлетворително обяснявана от разглеждани в литературата по поведенчески финанси образци, в светлината на които се оценява и интерпретира и поведението на Българската фондова борса в другите изследвани подпериоди.

Изследването стъпва върху представителни специализирани източници на български език, един на руски език и значителен брой на английски език.

Обектът и предметът на изследването са акуратно дефинирани и целенасочено дебатиранни.

## **3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати**

*Намирам за оригинална разработената от дисертанта концепция и за успешно нейното цялостно реализиране. Формулираните цели и конкретизираните задачи са ефективно изпълнени.*

Дисертантът предприема подход на изследване и на построяване на изложението на дисертационния труд, фокусирайки върху *главни аспекти на сравнението между традиционната и поведенската концепции на финансовата наука* (в изложението на първа глава - с оглед контекстуализирането на неговия по-нататъшен анализ) и осигурявайки техническия анализ на разглеждания от него ефект на инерцията на БФБ АД в дефинирания период с прилагането на *висок ранг подготвителни и оценителни процедури* (във втора, трета и четвърта глави). Това е направено на базата на аналитично изведени от него предимства. Предвид характера на селектираните компоненти в конструирането на изследването и предпочетените технически и оценителни средства, той ограничава изследователското си поле и *много ясно и*

*последователно изгражда и защитава своята изследователска теза.* Приложени са аналитично-интерпретативен подход и специфицирани технически процедури и иконометрично оценяване (използван е софтуерният продукт MATLAB и съвместима с него достъпна от литературата програма за специализиран времево-честотен вълнов анализ).

На фона на ценността на сравнителния анализ с традиционната теория, в първа глава (с. 17-75) изпъква ориентацията на автора за прилагането в неговото изследване на проявените поведения на поведенски, но също и на рационални, обяснителни стратегии – сред които тази на *поетапната реакция*, обяснявана с проявления на ефект на котвата, ефект на диспозицията и на тенденция на консерватизъм (вж. с. 67, 68), на *закъснялата/забавената свръхреакция*, обяснявана с комбинацията на консерватизъм и евристика на представителността (вж. с. 68), и др. С моделен анализ на разликата между възвръщаемостта на печелещи и на губещи акции дисертантът показва възможността *ефектът на инерцията да бъде разглеждан от инвеститорите като предмет на инвестиционна стратегия*. Втора глава (с. 76-134) е посветена на методологията за тестване на краткосрочна предвидимост, конструиране на стратегията на инерция и дискусия на постигнатите генерални резултати. В нея е приложена широка база от седмични исторически данни за десетки компании с цел тестване на също така широко множество от десетки инерционни стратегии, като е ползван софтуерният продукт MATLAB, чрез който е извършена и *интерполация на липсващи данни чрез прилагането на кубичен сплайн*. Установено е, че в *предрецесионния период има ефект на инерция*, през периода на рецесия той изчезва, а през следрецесионния период изглежда невъзстановен. Трета глава (с. 135-162) обосновава предимствата и техническата пригодност на времево-честотен вълнов метод - с непрекъсната трансформация, в извършваното изследване, в сравнение със сходни подходи за разлагане на сложна динамика, и задълбочава анализа на ефекта на инерцията на БФБ АД с тестване на ролята на Голямата рецесия за проявлението на ефекта на инерция в дефинираните по отношение на нея подпериоди. Обобщението от тези времево-честотни вълнови свидетелства е, че в периода между 2004 и 2007 г. има „ефект на инерцията в краткосрочен план и възстановяване на фундаменталните стойности на активите в дългосрочен“, а от анализа на високочестотните циклични колебания и фрагментарността на повечето от тях през предрецесионния период се аргументира в полза на *поетапната реакция* към новините от страна на инвеститорите като обяснение на ефекта на инерцията през този подпериод (с. 158). С подобен времево-честотен

анализ е намерена коренно различна времево-честотна структура на измененията на анализирания специфициран портфейл през рецесияния и следрецесияния периоди, общо от 2008 до 2017 г., с липса на ясно изразено връщане към ефекта на инерцията. Направено е заключението, че основни действащи лица на БФБ АД от 2004 до 2017 г. са краткосрочните инвеститори. Четвърта глава (с. 163-185) акцентира върху причините за възникването на ефекта на инерцията на БФБ АД от поведенска гледна точка. С помощта на специфициран иконометричен регресионен анализ на МОКА и на негова подобрена версия дисертантът си поставя за задача да намери свидетелства относно *поетапната реакция* и *забавената свръхреакция* като евентуални причини за ефекта на инерцията в **предрецесияния период** и да асоциира това с релевантни поведенски склонности, с което *да представи принос в емпиричното изследване на поведението на БФБ АД към приносите на д-р Иванчев* в негови публикации от 2017, 2015 и 2013 г. Иконометричните регресионни резултати потвърждават, че *ефектът на инерция в предрецесияния период се дължи на поетапната реакция* и че не може да се говори за обратимост, предпологана от забавената свръхреакция. Имайки предвид обяснението на *поетапната реакция* в литературата с три поведенчески склонности – **ефект на котвата, ефект на диспозицията и несклонността към загуба**, дисертантът застава зад хипотезата, че „инвеститорите, търгували на българския капиталов пазар по време на периода на икономически бум **между 2004 и 2007 г.**, са били подвластни **на всички или поне на една** от тези три поведенчески деформации **редом с** [с. 177-178] **идентифицираните от Иванчев склонности към оптимизъм и желателно мислене, към скорошността и към самоувереността**“ (с. 177-178; акцентът добавен). От една страна той приема като обяснителна склонност „диспозиционен ефект + несклонност към загуба“, а от друга – ефект на котвата; към това, *макар и като по-косвена обяснителна причина на поетапната реакция*, прибавя **характерен национален песимизъм** по модел на Хофстеде [Hofstede] (вж. с. 180; за последното вж. с. 180-181: бел. под линия 54, и с. 276 в 12-странично приложение за модела на Хофстеде, с. 265-278).

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

ПРИЕМАМ самооценките от дисертанта приноси, видни на с. 190-191 от дисертационния труд и с. 50 от автореферата, някои от които с характер на приносни моменти, със забележката, че производният приносен момент за приложимостта на аспект от модела на Хофстеде, който също, в контекста от системата от

изследователски приноси на дисертанта, е ценен, не е разработен в основния текст, а е коментиран в посочената бележка под линия и в Приложение 17.

С характер на ФУНДАМЕНТАЛЕН принос е изследването на времево-честотните характеристики на ефекта на инерцията на граничен фондов пазар като БФБ АД, с анализ на база на непрекъснатата трансформация с вълнички и на времево-честотния спектър. ВАЖЕН приносен момент е заимстването на методика от литературата за проверка на причината за анализирания феномен – дали в дългосрочен план печалбите от ефекта на инерцията се характеризират с тенденция на спад, но запазване на положителния размер (поетапна реакция), или с тенденция на обратимост, с отрицателни стойности (забавена свръхреакция). ОСНОВЕН изследователски принос, от гл.т. на поведенските финанси, представлява *цялостната аргументация и привеждането на доказателства* за проявлението на поведенски образци в изясняването на *ефекта на инерция на БФБ АД, като предмет на инвестиционна стратегия*, опирайки се на водещи съвременни поведенски и др. изследвания.

Имайки предвид съчетаването на два пласта на анализ – статистико-иконометричен и конкретна интерпретация на установени психологически склонности, настоящото изследване на ефекта на инерцията в граничен фондов пазар по примера на БФБ АД стои *в рамките на съвременния мейнстрийм в поведенските финансови анализи* (последният, както е известно, е характерен именно с обединяването на възможностите на традиционния изследователски апарат и тези на интерпретирането и операционализирането на присъщи поведенски аспекти). От тази гл.т., конкретният анализ в изследването на поведението, проявили се или характерни на БФБ АД през разглеждания период, *в светлината на такова обединение*, следва да се признае сам по себе си като ВАЖЕН ГЕНЕРАЛЕН ПРИНОС на дисертанта в изследването на БФБ АД.

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

Приемам за акуратно свързани с дисертационното изследване и излезли в сериозни издания през 2017 и 2018 г. приложените от дисертанта публикации – три авторови, едно от които под печат; и три в съавторство на английски език, едно от които под печат.

### **6. Оценка на автореферата**

Авторефератът коректно отразява структурата, съдържанието, изводите и заявените приноси на дисертационния труд.

## 7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Актуалността, добрата конструкция на изследователското решение, което целенасочено се следва от дисертанта, и амбициозният характер на материята при явно ограничаващ обем на такъв вид дисертационно изследване, влекат след себе си и **неточности и грешки**. Имам предвид преди всичко възгледи и оценки относно аспекти на дискутираните области на поведенския икономикс и поведенските финанси. Без да се спирам конкретно – тъй като това не променя формираното у мен становище, - ще отбележа само характера на допуснатите слабости (с примерни препратки). Те могат да бъдат обобщени по следния начин:

1) *Предоверяване на неотдавнашни публикувани източници*, при което биват игнорирани автори с оригинални приноси в създаването на поведенския икономикс и поведенските финанси или допуснати неточности (например, твърдението, че основоположник на поведенския икономикс е Талер през 70-те г., като е пренебрегнато преди това делото на големия Хърбърт Саймън; коментарът на „мислено счетоводство“ без да се спомене Талер с негови и на съавтори основополагащи приноси от 80-те и 90-те г. в разработването на това направление; некоректност в графика на кривата на функцията на стойността в теорията на перспективите, състояща се в непоказване на „чупка“ в референтната точка поради несклонността към загуба, респ. – поради по-стръмния сегмент на кривата за загуби; привеждане на графика с функция на претегляне на вероятностите в оригиналната теория на перспективите по съвременен източник, а не по оригинална публикация на Канеман и Тверски; и др.;

2) *Теоретико-методологическа непълнота* при схващането и отразяването на някои характерни евристични склонности (например, възприетата от дисертанта рационалност на широкото рамкиране, при положение че отбелязаното от него като характеризиращо се с тясно рамкиране „мислено счетоводство“ се явява резонна психологическа склонност и направление в развитието на теорията на потребителския избор през последните около четири десетилетия, или, още, като се има предвид, че тясното и широкото групиране влияят различно на склонността на индивида към риск, като тясното групиране увеличава несклонността към риск, и т.н.; т.е., заместването на тясното групиране с широко не води категорично до еднопосочен по-добър резултат);

3) *Фактологични неточности или методологически грешки*, дължащи се на такова предоверяване, и *несъобразности, допуснати по невнимание* (например, генерализациите, че традиционната теория е нормативна, а поведенската – позитивна; твърдението, че поведенските финанси, за начало на които дисертантът сочи средата на

90-те г., са подтикнали създаването на теорията на перспективите, която, както е известно, е лансирана от Канеман и Тверски през ... 1979 г.; цитиране на Сара Лихтенщайн и Пол Слович от 2006 г. с възглед, срещнал критика ... през 1979 г., вместо, наред с източника от 2006 г., да се отбележат публикации на двамата от края на 60-те и началото на 70-те г.);


4) *Методологическа непрецизност при възприемането на преводна версия на термини* от поведенския икономикс и поведенските финанси - подценяване, което далеч не е безобидно; по същество то е свързано с интерпретирането на дисциплинарния статус на поведенския икономикс и на поведенските финанси и тяхното отношение към традиционния икономикс и традиционната финансова теория (отнася се за допуснатото внушение за „деформация“ при възприетите преводни версии на евристичната склонност към „мислено счетоводство“, на рамковите ефекти, на евристиката на придържане към статуквото, на ефекта на притежанието, и др., в противоречие с потвърждаването на техния реален характер).

Вече изразих критична забележка относно *невключването в основния текст* на анализ на релевантен поведенски аспект от посочения модел на Хофстеде.

## 8. Заключение

Изразените критични бележки не намаляват високото ми мнение за сериозния изследователски принос на дисертанта. Дисертационният труд представлява стъпка напред в малкото на брой съвременни поведенски изследвания на образци на поведение на граничен фондов пазар като БФБ АД. Той се характеризира с висока проба теоретико-методологичен, интерпретативен и технически анализ, оригинално прилага технически и поведенски подходи, защитава оригинална теза и доразвива обяснения за наблюдавани образци на поведение на българската фондова борса. С това трудът напълно отговаря на главното в изискванията на Закона за развитието на академичния състав в Република България и на Правилника за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в СУ „Св. Климент Охридски“. Заявявам своето ПОЛОЖИТЕЛНО СТАНОВИЩЕ за присъждането на образователната и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8. Икономика (Политическа икономия) на автора на дисертационния труд г-н Божидар Людмилов Недев.

гр. София  
16.01.2019 г.

Подпис: .....  
(доц. д-р Атанас Петров Атанасов)