

До  
Членовете на Научно жури  
СА „Д. А. Ценов“  
Катедра „Финанси и кредит“

## РЕЦЕНЗИЯ

на член на научно жури, определено със Заповед № 293/ 27.03.2025 г. на Ректора на СА  
„Д. А. Ценов“ – Свищов  
относно дисертационен труд за присъждане на ОНС „доктор“

**Рецензент:** доц. д-р Ваня Денчева Цонкова, катедра „Финанси и счетоводство“, ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, научна специалност „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“

**Автор на дисертационния труд:** докторант Владислав Любомиров Любенов, d010221238, по докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка (финанси)“

**Тема на дисертационния труд:** „Актуални проблеми при оценяване на дялови инструменти“

**Научен ръководител:** проф. д-р Стефан Маринов Симеонов

### I. Общо представяне на дисертационния труд

#### 1. Предмет

Обект на изследване в дисертационния труд са акциите и дяловете от борсово търгувани фондове, както и свързаните с тях макроикономически показатели – инфлацията и домакинското потребление (с. 9 от дисертацията). Предмет на изследването са взаимовръзките между доходността на тези инструменти и макроикономическите величини (също с. 9). Оттук докторантът формулира тезата за „наличието на устойчива връзка между капитализационния доход от акциите и инфлационните процеси...“ (с. 9), както и четири работни хипотези (с. 10), свързани с:

- ефективността на използваните оценъчни и прогностични модели за цените на акциите;
- влиянието на времевия хоризонт върху точността на прогнозите;
- ролята на капиталовата доходност като предиктор на инфлацията;
- и наличието на връзка между промените в цените на акциите, поведението на домакинствата и инфлационната динамика.

Целта на дисертацията, в тясна връзка със заложените изследователски задачи, е да допринесе за съвременното разбиране на оценяването на дялови инструменти чрез разкриване на статистически значими зависимости между капиталовите пазари, потреблението и инфлацията, както и чрез предлагането на модел с практико-приложна стойност за прогнозиране (сс. 10-11).

#### 2. Обем

Дисертационният труд е в обем от 254 стандартни страници, включително 8 страници въведение, 225 страници основен текст, 8 страници заключение и списък на използваните източници. Допълнително е включен списък с авторовите публикации по темата.

### 3. Структура

Дисертационният труд е структуриран по класически академичен модел и включва: въведение, теоретичен преглед (гл. 1, с. 13–99), методологична обосновка на използваните статистически и иконометрични инструменти (гл. 2, с. 100–171), детайлно емпирично изследване (гл. 3, с. 172–237) и заключение. Изложението е обогатено с 11 фигури и 13 таблици, илюстриращи количествени резултати, иконометрични зависимости и авторови модели.

Във **въведението** (с. 8–12) се аргументира актуалността на темата, в съответствие с което са формулирани обектът, предметът, тезата и хипотезите, целта и задачите, а също са изяснени методологията и обхвата на изследването.

В **първа глава** (с. 13–99) са представени теоретичните основи на оценяването на дялови инструменти, като са разгледани същността на акциите и мястото им във финансовия пазар, логиката на времевата стойност на парите, както и класическите дисконтови модели на база дивидент, свободен паричен поток и остатъчен доход. Анализирани са алтернативни методи чрез пазарни коефициенти и е отчетена ролята на финансовия анализ в инвестиционния процес. В последователни параграфи са представени основни концепции за измерване на риска, включително чрез CAPM и Value at Risk, както и приложението на техническия анализ. Глава първа завършва с критичен преглед на съвременните модели за анализ на времеви редове – ARIMA, GARCH и VAR, включително техни усъвършенствани версии, като се акцентира върху възможностите и ограниченията при тяхното приложение при изследване на финансовите пазари и прогнозирането на доходност и волатилност. *В цялата глава се откроява аналитичният подход на автора, който не само систематизира съществуващите модели, но и предлага критична обосновка относно техните ограничения и приложимост в съвременната инвестиционна практика.*

**Втора глава** (с. 100–171) е посветена на методологията на емпиричното изследване и съдържа систематичен преглед на основни статистически и иконометрични подходи, прилагани в анализа на зависимости във финансовите пазари. Разгледани са линейни и многофакторни регресионни модели, тестването на хипотези, както и основни модели за времеви редове – AR, MA, ARMA, ARIMA, VAR, GARCH. Авторът аргументира избора и приложимостта на моделите чрез използване на статистически тестове за стационарност, автокорелация и причинност (включително тестовете на Dickey-Fuller, Ljung-Box и Granger), както и чрез информационни критерии (AIC, BIC) при оценка на тяхната адекватност. В методологичната част са разгледани още технически аспекти, свързани с трансформацията на променливите (включително избор между аритметична и логаритмична доходност) и честотен анализ, както и хипотезата за ефективните пазари и портфейлната теория. *Главата създава стабилна теоретико-методологична рамка за изграждане и верификация на авторовите модели в емпиричната част на труда.*

**Трета глава** (с. 172–237) е посветена на емпиричното изследване и се състои от две основни части. В първата се разработва и тества авторов ADL модел, разширен със стохастичен дисконтов фактор (SDF), изведен от капиталовата доходност. Моделът е приложен върху данни за САЩ за периода 1985–2022 г. и показва по-висока прогностична ефективност спрямо базов AR(2) модел, особено в условия на инфлационна нестабилност. В тази връзка е изведена и модифицирана версия на кривата на Филипс, в която SDF участва като фактор, свързващ инфлационните очаквания с динамиката на финансовите пазари. Втората част е фокусирана върху ефекта на благосъстоянието, анализиран чрез връзката между капиталовата доходност и потреблението на домакинствата. С помощта на GMM методология

са оценени модели, отчитащи ролята на доходността, инфлацията и други макроикономически фактори. Резултатите потвърждават наличието на статистически значим ефект на благосъстоянието, особено при по-кратки (месечни) времеви интервали. *Получените резултати потвърждават валидността на предложените модели и допринасят за по-доброто разбиране на взаимодействието между капиталовите пазари, инфлационната динамика и потреблението, като предлагат инструментариум с практико-приложна стойност в макроикономическото прогнозиране.*

**Заклучението** (с. 238–245) обобщава основните резултати от теоретичното и емпиричното изследване, като систематизира потвърдените хипотези и валидираните модели. Подчертана е тяхната приложимост в макроикономическото прогнозиране, а също така е дадена обща насока за бъдещи изследвания.

#### 4. Литература

Докторантът е използвал 103 източника, включващи научни трудове на български и английски език, както и специализирани публикации. Литературната основа обхваща класически и съвременни автори в областта на финансите, иконометрията и оценяването на дялови инструменти, както и изследвания, свързани с капиталовите пазари, инфлацията и потреблението. Използваната литература допринася за изграждането на стабилна теоретична и методологична основа и подпомага формирането на оригинален изследователски принос.

#### 5. Приложения

В дисертационния труд не са обособени самостоятелни приложения като отделен раздел, но в основния текст, особено в третата глава, присъстват множество таблици и графики, които изпълняват функцията на вътрешни аналитични приложения. Те представят емпиричните резултати от авторовите модели, визуализират статистически зависимости между макроикономически променливи и допринасят за по-доброто онагледяване и интерпретиране на изследователските изводи.

### II. Преценка на формата и съдържанието на дисертационния труд

#### 1. Преценка на актуалността на разработвания в дисертацията научен проблем и формулираните: предмет и обект, теза, цели, задачи и методи на изследване; яснота и аргументираност на идеите, откроеност на новостите

Актуалността на изследвания в дисертационния труд научен проблем е безспорна, предвид ключовото значение на капиталовите пазари и тяхното взаимодействие с макроикономическите величини в условията на глобална нестабилност. Необходимостта от концептуално обосновани и статистически издържани модели за прогнозиране на икономически процеси е особено належаща, тъй като съществуващите подходи се оказват непълноценни за обхващане на сложната динамика между пазарните индекси и макроикономическите показатели.

Дисертационният труд на Владислав Любомиров Любенов се откроява с ясно формулирани обект и предмет на изследване, последователно развити цели и задачи, както и с теоретично обоснована и методологично защитена теза. Предложените четири работни хипотези са логически свързани с изследователската структура и подлежат на емпирична проверка чрез подходящ статистико-иконометричен инструментариум. Изложението се характеризира с последователност, яснота и аргументираност, като авторът демонстрира задълбочено разбиране за сложната природа на изследваните взаимовръзки. Откроява се

приносният характер на труда, изразен в разработването и прилагането на оригинални модели за анализ на връзките между капиталовите пазари, инфлацията и потреблението.

**2. Анализ на степента на разработеност на изследваната проблематика от други учени и доколко е отразено собственото отношение на автора по разглежданите въпроси**

Независимо от изобилието от утвърдени модели и концепции за изследване на връзката между финансовите пазари и макроикономическата динамика, авторът убедително аргументира необходимостта от нов изследователски подход, съобразен с актуалните условия на нестабилност и структурни промени в средата. В изложението се откроява ясно изразено авторово отношение, което съчетава критичен прочит на съществуващите подходи с предложение за оригинални модели и интерпретации на взаимовръзките между капиталовите пазари и реалната икономика.

**3. Мнение за обема на дисертационния труд, за качеството и броя на илюстративния материал. Отношение към научната, езиковата и стиловата редакция**

Обемът на дисертационния труд е в съответствие с академичните изисквания и е оптимален за обосноваване и защита на поставените цел, изследователска теза и хипотези. Представянето на количествените резултати е придружено с таблици и графики, които помагат за по-ясното онагледяване и аргументиране на емпиричните изводи.

Структурата на труда е балансирана и логически последователна. Съдържанието на главите и параграфите следва зададените цел и задачи във въведението и е подчинено на доказването на изследователската теза. Разпределението между теоретичен преглед, методологична обосновка и емпиричен анализ е отчетливо и добре премерено.

Дисертационният труд е издържан в терминологично и езиково отношение. Изложението е стегнато и аргументирано. На места се открояват известни несъвършенства в стила, по-видими във въведението, където изказът е по-описателен. В структурата няма изводи в края на отделните глави — избор, който приемам, тъй като показва липсата на елементарни или формални обобщения, и е в синхрон с насочеността на труда към специализирана аудитория.

**4. Преценка на използвания инструментариум и коректността на изчислителните процедури**

В дисертационния труд е използван сложен и многокомпонентен статистико-иконометричен инструментариум, който позволява прецизно моделиране на взаимовръзките между капиталовите пазари и макроикономическите процеси. Авторът използва разнообразни съвременни модели за анализ на зависимости и динамика, като аргументира тяхната приложимост спрямо формулираните хипотези и задачи на изследването.

Изборът на модели и методи е мотивиран както теоретично, така и емпирично чрез съответни статистически тестове и информационни критерии. Докторантът изпълнява прецизно изчислителните процедури, без пропуски или методологични несъответствия, а резултатите представя с нужната яснота и аналитична интерпретация.

**5. Мнение за спазване правилата на научната етика**

Литературните източници са цитирани коректно, при спазване на правилата на научната етика и съгласно възприетия в СА „Д.А. Ценов“ АРА стил. Позоваването е адекватно, последователно и съгласувано със съдържанието на разработката.

### **6. Мнение доколко авторефератът отразява точно и пълно труда**

В автореферата присъстват задължителните приети елементи, както следва: обща характеристика; структура и съдържание на дисертационния труд; основно съдържание на дисертационния труд; насоки за бъдещи изследвания; справка за научните приноси; публикации по темата; списък на участията в научни конференции и форуми; справка за съответствие с националните изисквания по ПП на ЗРАСРБ; декларация за оригиналност на труда.

Авторефератът отразява достоверно структурата, логиката и съдържанието на дисертационния труд.

Пряко свързани с темата на дисертацията са **5 публикации** в периода 2021-2023 г., от които една статия и четири доклада. Две от публикациите са в съавторство с научния ръководител. За същия период докторантът е взел участие в **4 конференции**, от които една в чужбина, което свидетелства, че за кратък срок той успява популяризира резултатите от своите изследвания пред научната общност.

### **III. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд**

В заключението на дисертацията и в автореферата Владислав Любенов формулира своето виждане за основните приноси на труда. Приемам това представяне за прецизно и обективно, но скромно отразяващо авторовите достижения. По-конкретно моето виждане за приносите е:

1. **Систематизация и критичен преглед на съществуващите концепции и модели за оценяване на дялови инструменти и измерване на риска от притежаването им.** Анализирани са техните ограничения и приложимост в актуалната инвестиционна практика.
2. **Целенасочено представяне на основните статистически и иконометрични подходи, от гледна точка на тяхното използване при изследване на финансовите пазари.** Подробно са разгледани техните предимства и ограничения в контекста на съвременната икономическа реалност.
3. **Разработване и тестване на нови математически модели за изразяване на връзката между капиталовата доходност и инфлацията, приложими в условията на инфлационна нестабилност – моделите ADL-SDF и NKPC-SDF.** В тези модели стохастичният дисконтов фактор участва като свързващ елемент между инфлационните очаквания и динамиката на финансовите пазари, като се верифицира твърдението, че доходността от капиталовите пазари предхожда инфлационните промени с месечен интервал.
4. **Апробиране и предлагане на усъвършенствани прогностични модели, фокусирани върху ефекта на благосъстоянието чрез връзката между капиталовата доходност и потреблението на домакинствата.** Моделите включват също значими фактори като безработица, спестявания, домакински дългове и инфлация, като потвърждават наличието на статистически значимо влияние на капиталовата доходност върху потреблението като макроикономическа величина, особено в кратък (месечен) срок.

Моето мнение е, че авторовите приноси заслужено могат да се систематизират в две основни групи – научни и научно-приложни. **Научни**, тъй като в дисертацията има обогатяване на съществуващите инвестиционни теории, и **научно-приложни**, защото се представят нови модели, които надграждат съществуващите и имат непосредствено приложение

за анализа и управлението на реални икономически процеси посредством изследването на финансовите пазари.

#### **IV. Критични бележки и въпроси по дисертационния труд**

Цялостното ми впечатление от дисертационния труд е силно положително. Посочените дребни несъвършенства в стила се неутрализират от последователната, задълбочена и аргументирана мисъл на автора в цялото изложение, както и постигнатите значими резултати. Стандартно бих препоръчала включването на изводи и обобщения в края на отделните параграфи и глави, за да бъде текстът по-четивен. Въпреки това, отново подчертавам, че липсата им може да се отдаде на насочеността на труда към компетентната професионална общност.

Докторантът Владислав Любенов предлага интересни насоки за бъдеща изследователска работа в областта на инвестиционния анализ и моделиране, които му препоръчвам да реализира.

#### **Въпроси към докторанта:**

1. Във Вашето изследване се прави обвързване между капиталовия доход от дялови инструменти и макроикономически показатели (конкретно инфлацията и потреблението), като се използват данни от САЩ. Можете ли да конкретизирате доколко наблюдаваните от Вас зависимости са валидни в контекста на българския капиталов пазар, който се характеризира с ниска ликвидност, ограничен брой активни участници и традиционно слабо индивидуално участие на домакинствата на капиталовия пазар?

2. Какви конкретни препоръки за централните банки и макроикономическите регулатори могат да бъдат направени въз основа на разработения от Вас модел за прогнозиране на инфлацията чрез капиталовата доходност?

#### **V. Обобщена оценка на дисертационния труд и заключение**

Представеният за рецензиране дисертационен труд отговаря на изискванията на националната и университетската нормативна рамка в СА „Д. А. Ценов“. Чрез дисертацията авторът демонстрира солидна теоретична подготовка, отлично владение на статистико-иконометричния инструментариум, както и адекватно интерпретиране на получените резултати при решаването на сложни финансови проблеми. Трудът притежава необходимата актуалност, съдържа научно значими резултати и предлага нови идеи с ясна приложимост. Значителна част от идеите и резултатите са популяризирани на научни форуми и публикувани в престижни издания.

Всичко това ми дава основание да дам положителна оценка на дисертационния труд и да предложа на уважаемите членове на Научното жури да гласуват за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ по докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка (финанси)“ на докторант Владислав Любомиров Любенов.

25.04.2025 г.,  
Велико Търново

Изготвил рецензията:  
(доц. д-р Ваня Цонкова)