

РЕЦЕНЗИЯ

на дисертационен труд „АКТУАЛНИ ПРОБЛЕМИ ПРИ
ОЦЕНЯВАНЕ НА ДЯЛОВИ ИНСТРУМЕНТИ“
с автор докт. Владислав Любомиров Любенов №d010221238, катедра
„Финанси и кредит“ при СА „Д. А. Ценов“

Изготвено от проф. д-р Стоян Проданов с научна специалност 05.02.05
„Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“, регистриран в
НАЦИД от 01.12.2018 г.,

Форма на докторантура: Докторант редовна форма

Водеща обучението катедра: Катедра „Финанси и кредит“ при Факултет
„Финанси“

Научен ръководител: проф. д-р Стефан Маринов Симеонов

Докторска програма: „Финанси, парично обръщение, кредит и
застраховка“ (Финанси)

Уважаеми членове на научното жури,

Темата на дисертацията на докторант Владислав Любомиров Любенов
е „Актуални проблеми при оценяване на дялови инструменти“. Настоящата
рецензия е разработено в съответствие с изискванията на Закона за
развитието на академичния състав в Република България - ЗРАСРБ,
Правилника за прилагане на ЗРАСРБ - ППЗРАСРБ и Правилника за
вътрешния ред на Стопанска академия "Д. А. Ценов".

1. Обща информация за докторанта

Докторант Владислав Любенов се е обучавал по докторска програма
към катедра "Финанси и кредит" на СА „Д. А. Ценов“ по научна
специалност "Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка
(Финанси)". Завършил е бакалавърска и магистърска степен в СА „Д. А.
Ценов“, отличава се със задълбочен академичен интерес към проблемите на
инвестициите и корпоративните финанси.

2. . Общо представяне на дисертационния труд, преценка на формата и структурата на дисертационния труд.

Представеният за рецензиране дисертационен труд има характеристиките на завършено изследване за придобиване на образователна и научна степен „Доктор“. Във въведението са изложени задължителните актуалност на темата, обект и предмет на изследване, теза, цел, задачи и методология, като разработката в тази част напълно отговаря на утвърдените академични стандарти.

За обект на дисертацията се определят борсово търгуваните капиталови финансови инструменти, с акцент върху акциите и ETF фондовете, а предметът е насочен към начините на тяхното оценяване и влиянието на екзогенни фактори върху груповото пазарно оценяване. Тезата е адекватно формулирана и съдържа необходимата научна проблемност: „очакванията за бъдещата доходност от капиталовия пазар са пряко съпоставими с макроикономическите индикатори на реалния сектор на икономиката“. Целта и задачите са ясно поставени, като целта е създаване на принос към научната литература чрез емпирично изследване на взаимовръзките между стойността на капиталовия пазар и макроикономическите индикатори. Особен интерес представлява структурирането на изследването около тестването на работните хипотези, което допринася за аналитичната дълбочина на труда.

Относно формалните изисквания, дисертацията съдържа 13 таблици и 11 фигури, с общ обем от 254 стандартни страници, като включва въведение, основен текст, разделен в три глави, заключение, списък на цитираните и използваните литературни източници и декларация за оригиналност.

В библиографията са използвани 103 литературни източника. Докторантът е автор на 5 публикации, съгласно приложената справка, с общо 40 точки по Правилника за развитие на академичния състав. Докторантът е зачислен със Заповед №135/15.03.2021 г., като обучението е започнало на 01.04.2021 г. със срок от 3 години. Приключено е с право на защита.

Тези факти потвърждават, че дисертационният труд отговаря както на съдържателните, така и на формалните изисквания за защита на образователна и научна степен „Доктор“.

3. Научна и съдържателна оценка на разработката

Актуалността на разглеждания дисертационен труд се обуславя от засилената необходимост за подобряване на съществуващите модели за прогнозиране на инфлацията и потреблението, особено в условията на динамично променящата се икономическа среда. През последните десетилетия се поставя под съмнение ефективността на традиционните методи за прогноза, което налага разработването на нови подходи, способни да отчетат изменящите се взаимовръзки между финансовите пазари и макроикономическите индикатори. От практическа гледна точка темата е особено значима, тъй като точните прогнози за инфлацията са ключови както за правилното оценяване на дяловите инструменти, така и за ефективното провеждане на монетарната политика.

На основата на съществуващите познания в областта, в изследването докторантът формулира следните работни хипотези, които определят основните задачи на дисертационния труд:

- 1) Различните оценъчни и прогностични модели за цените на акциите, систематичния риск и макроикономическото въздействие върху капиталовия пазар демонстрират различна степен на ефективност и интерпретация в зависимост от използваните факторни величини.
- 2) Времевият хоризонт оказва съществено влияние върху точността на пазарните прогнози, като различни периоди изискват различни модели за предвиждане на ценовите движения.
- 3) Капитализационната доходност на акциите притежава прогностичен потенциал и може да бъде използвана като индикатор за бъдещата инфлационна динамика.

- 4) Съществува статистически значима връзка между промените в потребителското поведение, инфлацията и пазарните цени на акциите, като тези взаимовръзки се отразяват и върху стойността на широките борсови индекси.

В съответствие с поставената основна цел и дефинираните работни хипотези, изследването си поставя следните конкретни задачи:

- Разработване на модел за обогатяване на инструментариума за анализ на връзката между инфлацията и финансовите пазари чрез интегриране на стохастичния дисконтов фактор като ключов елемент в теорията за оценяване на активи, с цел по-прецизно определяне на справедливата стойност на дяловите инструменти.
- Изследване на възможности за по-точно прогнозиране на инфлацията, като основен фактор за оценка на бъдещите парични потоци и реалната доходност на финансовите инструменти, особено в условия на променлива инфлация.
- Откриване на статистически значими зависимости между капиталовите пазари, макроикономическите показатели, потребителското поведение и ефекта на благосъстоянието върху съвкупното търсене, с цел по-добро разбиране на механизмите за формиране на рисковите премии и оценяването на дяловите инструменти.

Методологията на изследването е основана на използването на:

- Основна дескриптивна статистика, включително стандартно отклонение, средна аритметична стойност, вариация и корелационен анализ;
- Регресионен анализ чрез прилагане на метода на обобщените моменти (Generalized Method of Moments) за оценяване на влиянието на различни фактори;
- Анализ на времеви серии за прогнозиране на инфлацията на база данни от финансовите пазари.

Теоретичните основи на използваната методология са подробно изложени във втора глава на дисертационния труд, докато приложението на конкретните модели и техники е осъществено в третата глава.

Емпиричната част на дисертационния труд се базира на обширен масив от данни, обхващащ периода от 1985 до 2022 г., като са използвани месечни и тримесечни наблюдения. Основните емпирични индикатори включват: индекса на потребителските цени (CPIAUCSL) за измерване на инфлацията, възвръщаемостта на индекса S&P 500 като показател за пазарната доходност, и овърнайт лихвения процент на Федералния резерв за определяне на безрисковата доходност. За валидиране на моделите са използвани допълнителни макроикономически показатели като равнището на безработицата, нивото на спестяванията, потребителските разходи и лихвените спредове, което осигурява комплексен анализ на взаимовръзките между финансовите пазари и инфлационните процеси.

4. Съдържание на дисертационния труд

Структурата на дисертацията е развита в класическите три глави. Балансираната структура допринася за реализирането на поставените цели и задачи.

Във въведението е обоснована актуалността на темата, дефинирани са обектът и предметът на изследването, формулирана е основната изследователска теза, целта, задачите и използваната методология. Основен акцент е поставен върху необходимостта от разработване на нови модели за оценяване на акции и прогнозиране на инфлацията в съвременната динамична икономическа среда.

Първа глава е именувана „Теоретични основи, изследвания и концепции за оценяване на акции“ в обем от 89 стр. Тази глава представя теоретичната рамка на оценяването на акции. Разгледани са основни модели като дисконтирането на дивиденди, оценяването чрез свободен паричен поток и Residual Income моделите. Анализирани са също така коефициентни

методи като P/E , както и концепции за оценяване на риска – чрез линейни модели и методи като VaR. Специално внимание е отделено на приложението на ARIMA, GARCH и VAR модели в контекста на оценяването на акции.

Втора глава е „Методология на емпиричното изследване на финансовите пазари“ от 69 стр. В тази част е описана емпиричният подход за анализ. Използвани са методите на линейна и многофакторна регресия. Приложени са модели за времеви серии – ARIMA, GARCH, VAR. Изградени са специфични финансови модели за възвръщаемост и риск. Описано е използването на Generalized Method of Moments (GMM) за анализ на взаимовръзките между доходността от капиталовите инструменти и макроикономическите показатели.

Трета глава, „Емпирично изследване на влиянието на доходността от финансовите инструменти върху икономическите показатели“ е с обем от 67 стр. Главата е посветена на практическото прилагане на разработената методология. За целите на сравнителния анализ са приложени различни варианти на кривата на Филипс и други класически модели за прогнозиране на инфлацията, като получените резултати са верифицирани чрез широк набор от статистически тестове и критерии за оценка на прогностичната им способност. Емпиричните резултати потвърждават високата статистическа значимост на разработения ADL-SDF модел, особено при краткосрочни прогнози на инфлацията, като същевременно изтъкват и ограниченията на традиционните прогностични модели в условията на съвременната икономическа динамика.

Основните акценти в този раздел са:

- Прогнозиране на инфлацията чрез модела ADL-SDF (стохастичен дисконтов фактор);
- Сравнение на различни модели за прогнозиране на инфлацията;
- Изследване на ефекта на капиталовия пазар върху потреблението чрез анализа на благосъстоянието на домакинствата;

- Обобщение на емпиричните резултати, потвърждаващи значимата роля на капиталовия доход като предиктор за инфлационната динамика и потребителското поведение.

В заключението са формулирани основните изводи от изследването, подчертавайки установената зависимост между капитализационната доходност на акциите, инфлацията и потреблението. Посочени са и възможни насоки за бъдещи изследвания, свързани с разширяване на моделирането на финансови зависимости в условия на нестабилна икономическа среда.

5. Научни и научно-приложни приноси в дисертационния труд.

Дисертационният труд представя оригинални резултати, които допринасят както за развитието на теорията в областта на оценяването на финансовите активи и инфлационното прогнозиране, така и за практическото приложение на тези модели в съвременната икономическа среда. На базата на проведеното теоретично изследване, разработените авторски модели и извършената обстойна емпирична верификация, могат да бъдат изведени следните ясно формулирани научни и научно-приложни приноси. Те отразяват новостта, значимостта и приложимостта на резултатите от дисертационната работа както в научните изследвания, така и в практиката на финансовия анализ и икономическото прогнозиране.

1) Изграждане на нов математически модел за връзката между инфлацията и капиталовия пазар. Докторантът разработва два авторски модела: ADL-SDF (Авторегресивен дистрибуционен лаг с включен стохастичен дисконтов фактор) и NKPC-SDF (Новокейнсианска крива на Филипс със стохастичен дисконтов фактор). Чрез тези модели е верифицирана хипотезата, че доходността от капиталовия пазар предшества пропорционални изменения в инфлацията с един месец. Бе потвърдено, че инфлационната премия остава релевантна във финансовото моделиране.

2) Статистическо изследване на влиянието на капитализационния

доход върху благосъстоянието и потреблението на домакинствата. Изследвана е ролята на капитализационния доход в бюджетите на домакинствата чрез моделиране на ефекта на благосъстоянието върху потребителското харчене. Изведена е количествена характеристика на тези взаимовръзки.

3) Установяване на влияещи фактори в краткосрочен и средносрочен план върху благосъстоянието. Идентифицирани са статистически значими фактори: безработица и спестявания (за месечни наблюдения) и плащания по дългове и инфлация (за тримесечни наблюдения) като основни детерминанти на ефекта на благосъстоянието върху разходите на домакинствата. Докторантът обоснова установява влияещите фактори, но анализът е концентриран предимно върху няколко макроикономически индикатора (безработица, спестявания, дългове, инфлация). За по-силна обосновка би било полезно да се разшири анализът с допълнителни фактори като доходност на облигации, потребителски кредити и доходи от труд.

Основните заявени научни приноси са изпълнени и са подкрепени с аргументирано емпирично изследване, приложена е актуална статистическа методология. Иновативността на дисертацията се открива основно в интеграцията на стохастичен дисконтов фактор в моделирането на инфлационните процеси и в количественото обвързване на благосъстоянието с потреблението.

6. Оценка на публикациите по дисертацията

Докторантът е автор на 5 публикации по темата на дисертационния труд, в това число една научна статия и два доклада самостоятелно и участва като съавтор в още два доклада. Публикациите са доказателство за умението да се популяризират авторските идеи сред общността. Общият брой на събраните точки е 40, което покрива националните изисквания.

7. Оценка на автореферата

Представеният автореферат от докторант Любенов представя по оптимален начин постигнатото в дисертационния труд. Чрез автореферата докторантът потвърждава умението да анализира и синтезира, да създава модели, да систематизира изводи.

8. Критични бележки, препоръки и въпроси

Нямам съществени критични бележки и препоръки. Имам два въпроса към докторанта:

- i. В дисертацията се застъпва тезата за прогностична способност на капитализационната доходност спрямо инфлацията. Как бихте оценили влиянието на шокови събития (например финансови кризи, пандемии) върху стабилността на тази връзка и какви подходи бихте предложили за компенсиране на подобни ефекти в модела?
- ii. В своя анализ използвате индекса S&P 500 като измерител на пазарната доходност. Какви особености или потенциални ограничения бихте идентифицирали при прилагането на вашия модел към други капиталови пазари, например в България или в други развиващи се икономики?

9. Обобщено заключение и оценка:

Дисертационният труд представлява задълбочено и оригинално научно изследване, което успешно съчетава теоретичен анализ и емпирична верификация. Авторът демонстрира високо ниво на аналитични умения чрез разработването на нови модели за прогнозиране на инфлацията и оценяване на капиталовия пазар. Научните и научно-приложните приноси са ясно формулирани и обосновани с помощта на съвременен статистически инструментариум. Постигнатите резултати допринасят за развитието на икономическата наука, особено в областта на финансовото прогнозиране и анализа на благосъстоянието. Дисертационният труд отговаря на всички

академични стандарти, количествени и качествени изисквания за присъждане на образователна и научна степен „Доктор“.

Дисертационният труд показва, че кандидатът притежава задълбочени теоретични знания и висок капацитет за провеждане на самостоятелни научни изследвания. Гласувам мотивирано „За“ присъждането на образователната и научна степен „доктор“ на Владислав Любомиров Любенов.

29.4.2025 г.

Рецензент:

/Проф. д-р Стоян Проданов/