



ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ "НЕОФИТ РИЛСКИ"
Стопански факултет
Катедра „Финанси и отчетност“

С.А. "Д.А.Ценов" - Свишов
Вх.№ 93.00-20/30.04.2025

СТАНОВИЩЕ

от

доц. д-р Владимир Емилов Ценков
преподавател в катедра "Финанси и отчетност" в Стопански факултет при
Югозападен Университет "Неофит Рилски"

Относно: дисертационен труд на тема
"АКТУАЛНИ ПРОБЛЕМИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕ НА ДЯЛОВИ ИНСТРУМЕНТИ",
разработен от **Владислав Любомиров Любенов**
с научен ръководител: Проф. д-р Стефан Маринов Симеонов

Професионално направление 3.8. „Икономика“, Научна специалност
„Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (финанси)“

1. *Обща характеристика на дисертационния труд*

Актуалност на изследването можем да определим като безспорна. Дисертационният труд на Владислав Любенов е посветен на изследване на значението на капиталовата пазарна доходност, от една страна като фактор в оценяването на дяловите капиталови активи, а от друга, на разширяването на схващането за неговата значимост в контекста на основен макроикономически показател какъвто е този на инфлацията. Актуалността на дисертационното изследване можем да определим като налична. Основание за това можем да намерим, като в значението на един от ключовите въпроси на капиталовата търговия свързан с определянето на онази цена на акциите, която достатъчно аргументирано да отразява рационалните и адекватни във времеви аспект пазарни прогнози, така и в установилата се комплексност на инвестиционния процес свързана с променящата се среда. Благодарение на дигиталните технологии съвременната инвестиционна среда разшири достъпа до нови пазари, инструменти и участници, което доведе до значимо нарастване на потенциала на капиталовите пазари. Нарасналата интензивност в капиталовата търговия, оформяща комплексността на влияние и анализ на системния риск, води и до нарастване на многообразието от фактори и влияния формирации

инвестиционните очаквания и в частност до по-комплексното влияние на пазарната динамика. Влияние което в настоящата дисертация успешно е анализирано в контекста на зависимостта между капиталовите пазари, инфлацията и потреблението.

Дисертационният труд е в обем от 254 страници и е структуриран във въведение, изложение в три глави и заключение. Използваната библиография включва 103 източника, главно заглавия на чуждестранни автори.

Дефинираните от докторанта *обект и предмет на изследване* са в логическо единство и поставят удачно необходимата рамка на дисертационното изследване. А именно, като *обект* се посочва капиталовата търговия свързана с дялови инструменти и показателите от реалната икономка свързани с инфлацията и домакинското потребление. Предмета на изследване внася допълнителна конкретизация на обекта на изследване като акцентира капитализираната доходност от щатски борсов индекс S&P 500 и връзката ѝ с инфлационната динамика и потреблението на домакинствата в САЩ в периода 1985 - 2022 г.

Защитаваната *изследователска теза* акцентира върху наличието на устойчива връзка между капитализационния доход от акциите и инфлационните процеси, която взаимозависимост може да бъде използвана за подобряване на краткосрочните инфлационни прогнози, като тази връзка се реализира частично чрез ефекта на благосъстоянието върху потребителското поведение.

Така заложената изследователска теза изисква осъществяването на аргументиран подбор на подходящ и надежден иконометричен инструментариум позволяващ открояването на връзката между изследваните променливи при разкриване на свързващата и централна роля на фактора на доходността от капиталовите пазари. Именно тази необходимост от цялостен и задълбочен анализ виждаме конкретно представена в последователността от изследователски цел и работни задачи формулирани от докторанта. Последните правят впечатление със своята реалистична конкретика, логическо единство и дават възможност много ясно и отчетливо да се открие последователността от действия формиращи изследователските търсения на докторанта.

В Глава първа се акцентира върху подходите за оценяване на акциите в контекста на развитие на разбиранията по отношение на мястото и значението на пазарната доходност в този оценъчен процес. Прави добро впечатление ясното и последователно представяне на основните методи на оценяване, техните положителни страни и недостатъци водещи до еволюционно развитие на следващите модели. Направените изводи и обобщения са правдиви и подкрепени с необходимите позовавания към релевантни емпирични изследвания.

В Глава Втора докторантът акцентира върху методологията и спецификата при иконометричното обхващане на изследването на

финансовите пазари, като по този начин доразвива разглежданата материя в първата глава с поставяне на акцент върху макро-ниво то свързано с пазарната динамика като цяло. Намираме представените от него статистически подходи за удачно подбрани, а направения им анализ за адекватен и подкрепен с необходимите литературни позовавания. В търсене на аргументировка на използваната в трета глава иконометрична методология, докторантът представя широк набор от възможни иконометрични подходи, като правдиво посочва техните предимства и ограничения. По този начин е постигнато не само ясно разбиране за направения от него финален избор на иконометрична методология, но и този избор категорично се очертава на фона на останалите алтернативни подходи. Поставения категоричен акцент от страна на докторантът върху приложението на линейна регресия и Generalized Method of Moments (GMM) е разбираем и приемлив, но същевременно не можем да се съгласим в пълнота с категоричността на неговата позиция, че по-сложните модели в сравнение на линейната регресия дават по-малко категорични и трудни за анализиране резултати. Положително оценяваме позоваването от страна на докторанта на автори от Стопанска Академия „Димитър А. Ценов“, което показва както приемственост в развитието на научното познание, но и акцентира върху значението и приложението на конкретни модели, като Честотният анализ на променливостта и тренда (ЧАПТ).

Третата глава на дисертацията е посветена на доказване на валидността на неокейнсианския възглед за кривата на Филипс, като докторантът прилага авторов подход в това отношение използвайки за целта пазарната доходност и базирания върху нея стохастичен дисконтов фактор (SDF). Отчитайки значението и влиянието на монетарната и фискални политики удачно е пристъпено към използването на месечни данни за анализ. Това решение за провеждането на емпиричното изследване намираме за положително, а както е видно от генерираните емпирични резултати и плодотворно, сравнявайки резултатите от приложението на използваната иконометрична методология получени с едномесечни и с тримесечни данни. Като значим приносен момент на дисертационното изследване можем да определим установената връзка и прогностична способност на пазарната доходност спрямо динамиката на инфлацията, с което не само се доказва неокейнсиански подход към значението на кривите на Филипс, но и докторанта дава допълнителна насока на анализ включвайки и нивото на потребление чрез очертаване на влиянието на ефекта на благосъстояние. По този начин е достигнато до формирането на оценка за ключовата роля на пазарната доходност упражняваща, както пряко въздействие в процеса на прогнозиране на инфлационната динамика в краткосрочен план, така и косвеното инфлационно влияние, чрез действието на ефекта на благосъстоянието водещ до засилване на потреблението следствие на повишена пазарна доходност. Значимостта на тези емпирични резултати *per se* е налична, но тук може да се акцентира и върху сигнализиращата роля на пазарната динамика - до колкото формираните пазарни очаквания на инвестиционната общност в момент t , изразени чрез пазарната доходност и

SDF, представляват база за успешно прогнозиране на инфлационната динамика, то в същото време инфлационните прогнози са и компонент на очакваната бъдеща пазарна доходност в момента $t+1$, което дава изходна позиция за анализ на постигнатите от докторанта емпирични резултати и в контекста на Хипотезите за ефективните и адаптивните пазари, както тази за адаптивните очаквания.

Обобщавайки в структурен аспект можем да посочим, че заложения в първа глава акцент върху значение на дисконтовия фактор за адекватното оценяване на акциите, в основата на който лежи именно пазарната доходност, е доразвит с установеното в трета глава макроикономическо значение на пазарната доходност влияние по отношение на динамиката на показателите за инфлацията и потреблението.

Давайки една обобщена оценка за степента на справяне на докторанта по отношение на обективния анализ на обекта и предмета на изследване и спрямо аргументираното отстояване на изследователската теза, бихме могли да посочим, че *той е успял да се справи с поставените пред него изследователски задачи и дисертационният труд има своята приносна значимост и аргументираност.*

2. Оценка на научните и научно-приложни приноси свързани с дисертационния труд.

Към дисертационния труд са посочени три научни и приложни приноси отразяващи пряко резултатите от проведеното дисертационното изследване. Можем да изразим *съгласие с тяхната валидност* и да посочим, че те вярно отразяват и обобщават крайните резултати постигнати от изследователската дейност на докторанта.

3. Оценка на автореферата

Автореферата към дисертационния труд е изготвен според общоприетите изисквания и дава необходимата и ясно представена информация за структурата, съдържанието и резултатите от дисертационното изследване.

4. Публикации свързани с дисертационния труд

По отношение на реализираните публикации във връзка с дисертационното изследване могат да бъдат отчетени общо *пет публикации*, като така представената публикационна активност напълно покрива изискуемите обеми в това отношение.

5. Критични оценки, препоръки и въпроси

Като *препоръка за бъдещите изследователски търсения* на докторанта, освен адекватно формулираните и представени от него насоки за бъдещи изследвания в автореферата, бихме могли да предложим тестването на

създадения авторов модел за прогнозиране на инфлацията базиран на капиталовия пазар, и в условията на други развити икономики, както и по отношение на различни периоди на изследване. По този начин би могло да се внесе необходимата времева диференциация на прогнозния потенциал на пазарната доходност спрямо инфлационната динамика, особено в условията на различните фази на икономическия цикъл. Потенциал за подобно развитие на изследователските търсени виждаме и в емпиричните резултати от настоящото дисертационно изследване, където при селекцията на тестваните модели е приложно разделение на периоди.

Също така, могат да се отправят следните препоръки по отношение на прецизирането на представянето в дисертационния труд:

- При формулирането на обекта и предмета на изследване трябва да се акцентира върху това, че използваната пазарна доходност е свързана с пазарни индекс S&P 500, тъй като направените словесни определения, макар и обобщаващо точни, при тяхно директно интерпретиране могат да доведат до объркване за използване на пазарна доходност от Exchange-traded Funds (ETF's).
- При представянето в трета глава на дисертацията на селекционните критерии за общо тестваните 26 модела за месечно прогнозиране на инфлацията са представени количествени резултати, които са адекватно интерпретирани, но е пропуснато да се представи списък на тестваните модели - същите са представени само като абривиатури.
- Може да се отправи препоръка за осъществяването на по-интензивна и фокусирана публикационна активност пряко отразяваща непосредствените емпирични достижения на дисертационния труд;

Трябва да се подчертае, че въпросните препоръки не са от съдържателен характер на представеното, а по-скоро от гледна точка на постигане на по-категорично представяне.

Към докторанта може да бъде зададен следния въпрос:

Ако прием допусканията на Неокейнсианската теория за инфлацията, то върху нея от една страна оказват влияние икономическите фактори на труда и производството, а от друга страна, очакванията за нейната динамика на широката публика, както удачно посочват в дисертационния труд очакването за инфлация е вид самоопределящо се пророчество. В тази насока на размисъл и имайки предвид същността на индекса VIX, отразяващ чрез търговията на дериватни ценни книжа инвеститорските очаквания за бъдещата пазарна динамика, как определяте възможността да разширите използвания от вас авторски прогностичен модел обхващащ пазарната доходност, динамиката на инфлацията и потреблението с индекса VIX?

6. Заключение

Обобщавайки бих могъл да изразя положителната си оценка за качествата на дисертационния труд на тема: „АКТУАЛНИ ПРОБЛЕМИ ПРИ ОЦЕНЯВАНЕ НА ДЯЛОВИ ИНСТРУМЕНТИ“. Отчитайки достойнствата на научната разработка давам положителна оценка на дисертационния труд и предлагам на уважаемото научното жури да присъди на **Владислав Любомиров Любенов** образователната и научна степен „доктор“ по научната специалност *„Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (финанси)“*.

29.04.2025 г.

Гр. Благоевград

/ доц. д-р Владимир Ценков/