

РЕЦЕНЗИЯ

от акад. Иван П. Попчев

Вх. № P2 20 - 319 / 09.05.2018г

на дисертационен труд за присъждане на образователната и научна степен

"доктор" по докторска програма

Социално управление

от **Мирослав Димитров Владимир**

на тема "Активно управление на портфейли от ценни книжа с модела

BLACK - LITTELMAN"

На основание чл. 9 от Закона за развитие на академичния състав в Република България, чл. 30, ал. 3 от Правилника за прилагането му, чл. 36, ал. 3 от Правила за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в Икономическия университет – Варна и решение на Факултетния съвет „Управление“ /Протокол No. 29 от 11.04.2018 г./ съм назначен за член на Научно жури за откриване на процедура за защита на дисертационен труд на докторант Мирослав Димитров Владимир на тема: "Активно управление на портфейли от ценни книжа с модела BLACK - LITTELMAN" за придобиване на образователната и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.7. – Администрация управление, докторска програма – Социално управление.

Като член на Научното жури съм получил:

1. Заповед РД No.06-987 гр. Варна 08.04.2018 г. на Ректора проф. д-р Пламен Илиев.
2. Уведомително писмо 19.04.2018 г. от Ръководител отдел НИДД Ива Игнатова.
3. Правила за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в Икономическия университет – Варна.
4. Извадка от Правила за „доктор“.
5. Примерна структура за формата и съдържанието на рецензия. Приложение 1.
6. Дисертация.
7. Автореферат.
8. Част от документи по процедурата, според заявлението на Мирослав Димитров Владимир до Ректора на ИУ – Варна проф. д-р Пламен Илиев (без дата и неподписано).

При оценка на дисертационния труд, определящи са изискванията за Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ), Правилника за неговото прилагане (ППЗ) и Правила за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в Икономическия университет – Варна и поради това ще бъдат точно предадени:

1. Съгласно чл. 6 (3) от ЗРАСРБ "дисертационният труд трябва да съдържа научни или научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката. Дисертационният труд трябва да показва, че кандидатът притежава задълбочени теоретични знания по съответната специалност и способности за самостоятелни научни изследвания".

2. Според чл. 27 (2) от ПЗЗ дисертационният труд трябва да се представи във вид и обем, съответстващи на специфичните изисквания на първичното звено. Дисертационният труд трябва да съдържа: заглавна страница; съдържание; увод; изложение; заключение – резюме на получените резултати с декларация за оригиналност; библиография.

Според Правилата на ИУ – Варна, условията и реда за придобиване на образователната и научна степен „доктор“ се определят в чл. 34 и чл. 35.

Чл. 34. (1) Образователната и научна степен „доктор“ се присъжда на лица, които притежават образователно-квалификационната степен „магистър“, след обучение в докторантура и успешна защита на дисертационен труд при условията и по реда на ЗРАСРБ, на ПЗЗРАСРБ и на настоящите правила.

(2) Дисертационният труд по ал. 1 трябва да съдържа научни или научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката. Дисертационният труд трябва да показва, че кандидатът притежава задълбочени теоретични знания по съответната специалност и способности за самостоятелни научни изследвания.

(3) Дисертационният труд по ал. 1 трябва да бъде представен във формата на монографичен ръкопис, отговарящ на съответните изисквания за монография. В него задължително да присъства научноприложно решение на реален практически проблем с обществена значимост.

Чл. 35. (1) За да се яви на защита на дисертационния труд за придобиване на образователната и научна степен „доктор“, кандидатът трябва да е изпълнил следните изисквания:

1. да е отчислен с право на защита;
2. да е представил дисертационен труд, отговарящ на изискванията на чл. 34, ал. 2 и 3;
3. да е взето решение от първичното звено, обсъждало дисертационния труд, за откриване на процедура за неговата защита, в съответствие с чл. 31, ал. 1 и ал. 2 от настоящите правила.
4. (Изм. с решение на АС от 17.12.2015 г.) основните резултати от направеното изследване по темата на дисертационния труд да бъдат публикувани в поне една самостоятелна статия и в поне два доклада, като поне една от научните публикации е включена в индексирани, реферирани и оценявани списания.

Според ксероксно копие на диплома за висше образование на Мирослав Димитров Владимиров с решение на Държавната изпитна комисия Протокол No. 11 от 19.10.1995 г. е признато висше образование и присъдена квалификация икономист по банково дело.

Към документите по конкурса според т. 2 от изискванията не са представени: данни за конкурса, изпълнение на учебните задължения, положени докторантски изпити и др.

Дисертационния труд е изпълнен под научното ръководство на проф. д-р инж. Тодор Стоилов – БАН в обем от 187 страници, 9 фигури, 26 таблици и 6 графики.

На стр. 7 с определена **целта на дисертационния труд**: да се изследва процеса на управление на портфейли от ценни книжа чрез смесване на субективни експертни мнения и прогнози и обективни пазарни оценки за възвръщаемост на активите.

Формулирани са и следните **задачи**:

1. Анализ и оценка на съществуващите модели за управление на портфейли и оценка на областите им на приложение.
2. Разработване на модифициран алгоритъм за модела Black-Litterman, смесващ пазарните оценки за възвръщаемостта на активите със субективно дефинирани прогнози.
3. Създаване на алгоритъм за количествено коригиране на субективни прогнози.
4. Оценка и валидиране на разработения алгоритъм чрез сравняване с класически модели за управление на портфейли на база динамиката на 10 от най-големите пазари на ценни книжа за периода 2004 – 2014 г.

Основната изследователска теза на стр. 8 в дисертационния труд е: Инвеститорите не разполагат с цялата налична информация за очаквана възвръщаемост на активите в процеса на вземане на инвестиционно решение, което прави приложението на портфейлната теория силно ограничено. Съществуват възможности частично да се компенсира отсъствието на пълна информация в процеса на вземане на управленски решения от страна на мениджърите чрез включване на субективни прогнози.

Като се следват формулираната цели и задачи в дисертацията са разгледани:

- ❖ Съдържание (2 – 5);
- ❖ Въведение (6 – 10);
- ❖ Глава Първа: Теоретични основи на управление на портфейли от ценни книжа (11 – 51);
- ❖ Глава II. Black-Litterman: Теоретична рамка и идейни основи (52 – 90);
- ❖ Глава III. Вземане на инвестиционни решения с Black-Litterman (9 – 131);
- ❖ Заключение (132 – 136);
- ❖ Приложения (137 – 176);
- ❖ Литература (177 – 187).

В литературата са общо 149 източници, от които 141 на английски език, а 9 на български език.

В дисертационния труд не са представени публикациите на автора. Данни за такива публикации могат да се намерят на стр. 34 от автореферата, както и от ксероксните копия на 6 публикации, включени в Заявлението до Ректора.

Анализът на публикациите показва следното:

- ❖ 2 публикации са **самостоятелни** (N№. 1 и 2);
- ❖ Всички 6 публикации са доклади на научни конференции на български език.

Липсва информация за това, че „поне една от научните публикации е включена в индексирани, реферирани и оценявани списания“ според чл. 32 т. 4 от Правилата на ИУ – Варна.

Няма списък с цитирания.

Накратко получените резултати могат да се систематизират както следва:

1. Извършен е анализ на модели за управление на портфейли от ценни книжа.
2. Предложен е алгоритъм No. 2, който използва равно претеглена схема като присвоява теглата (0.5 и -0.5).
3. Предложен е алгоритъм No. 3, който използва рисково-претеглена схема, която определя теглата въз основа на риска на съответния актив и отклонението на субективната прогноза, изчислена от CAPM.
4. Извършена е апробация на приложените алгоритми по исторически данни за 10 годишен период (2004 – 2014 г.) на основна част на световните финансови пазари. Получените резултати от апробацията показва работоспособност и ефективност на алгоритмите.

Критични бележки:

1. Екземплярът от дисертационния труд, който ми бе предоставен за рецензиране не отговаря на чл. 27(2) от ПП за ЗРАСРБ. Например: вместо „увод“ има „въведение“, вместо „библиография“ има „литература“, вместо „заключение – резюме на получените резултати с декларация за оригиналност“ има „заключение“ (каквото липсва в съдържанието на стр. 3).
2. В заключението (стр. 132 – 136) няма оценки за изпълнението на целта, на четирите задачи и доказателства за основната изследователска теза.
Липсва собствена оценка на дисертанта за получените научни или научно-приложени приноси.
В автореферата на стр. 33 има такава оценка като IV. Справка за приносните моменти в дисертационния труд каквато липсва в дисертацията.
3. Литературните източници са дадени на много места библиографски непълно: без ISSN/ISBN, страници, издателства и т.н. Забелязват се и грешки в някои източници, например за No. 146 – книгата на Й. Йорданов е написан „Врана“!
Включените 8 български автори (въпреки изброяването на стр. 17) са изключително малък брой тъй като липсват авторите на много книги, учебници и дисертации. Дори публикациите на научния ръководител липсват.
4. В литературата не са включени и публикациите на докторанта. Такъв списък има само в автореферата на стр. 34. На същата страница има двуредова декларация за оригиналност, неподписана. Аналогична декларация в три точки е в документите по конкурса, също неподписана.

5. Не всички литературни източници се цитират в текста. Например, нито един български автор не е намерил място в дисертацията.
6. Твърденията на стр. 136 за българския капиталов пазар са неточни. Например нищо не може да спре достъпа на българските компании до международните капиталови пазари. Това и практиката го потвърждава.

Въпроси по дисертационния труд

1. Въпреки формулираната цел, задачи и теза няма точно дефиниран какъв е научния проблем на дисертацията и защо той трябва да се разрешава?
2. На стр. 7 в целта на дисертационния труд се включва „смесване“. Какво точно означава „смесване“? в 2.3 (стр. 77) са подходи за смесване на оценките. Дадена е формула (47). Може ли да се даде числен пример? Изречението „точността на практика е противоположна на дисперсията“ звучи абсурдно.
3. Задача 2 (стр. 8) предполага „модифициран алгоритъм“. Къде точно е описан този алгоритъм и как е определен като модифициран? По-нататък на стр. 91 за модифицираният алгоритъм се маркира, че „прилага нов начин за формализиране на теглата на субективните прогнози за доходността на отделните активи“. Този начин единствен ли е? След това, като че ли се напуска твърдението за „модифициран алгоритъм“ (в единствено число) и на стр. 92 – 93 е записано, че „втория и третия алгоритъм са разработени и предложени в дисертационния труд“ в 3.1.4.
4. Каква е теоретичната база за втория и третия алгоритъм „за дефиниране на доверието на инвеститорите в декларираните прогнози (стр. 92)?
5. Кога и как използването на предложените алгоритми е целесъобразно за активно управление? Какви могат да са ограниченията или резервите? А възможно ли е да се приложат и за портфейли от облигации, деривати, валути и др.?
6. В приложение No. 16 (стр. 176) е даден MATLAB код използван за оценка на резултатите от изследването. Тъй като на стр. 10 е дадена оценка без доказателства за софтуерните пакети на база на модела Black-Litterman за недостатъчно гъвкави и не позволяват модифициране на конкретната оптимизационна задача. Необходими са доказателства.
7. Има ли предпоставки за продължаване на изследванията по дискутираната проблематика?

Рецензентът се надява, че критичните бележки и въпроси по дисертационния труд ще индуцират у кандидата нови идеи за развитие, а така също и определени усилия **към точност и коректност в изложението.**

Авторефератът е в обем от 34 страници и представя дисертационния труд, след отстраняване на някои неточности, които бяха отбелязани.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Дисертационният труд отговаря на изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България и на Правилата за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в Икономическия университет – Варна. Кандидатът притежава знания по съответната специалност и способности за самостоятелни научни изследвания.

Давам **положително заключение** за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ на **Мирослав Димитров Владимиров**.

Предлагам Научното жури единодушно да гласува на Мирослав Димитров Владимиров да се присъди образователната и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.7. „Администрация и управление“, докторска програма „Социално управление“.

9.05.2018

Рецензент: .



акад. Иван П. Попчев



ИКОНОМИЧЕСКИ УНИВЕРСИТЕТ – ВАРНА

9002, Варна • бул. „Княз Борис I“ 77 • Телефон 052 643 360 • Телефакс 052 643 365

РЕЦЕНЗИЯ

ИКОНОМИЧЕСКИ УНИВЕРСИТЕТ ВАРНА

Вх. № РД-10-398/25.05.2018г.

1. Обща информация

От: доц. д-р Десислава Бориславова Серафимова, Икономически университет – Варна, катедра „Администрация и управление“; професионално направление „3.7. Администрация и управление“, научна специалност „Социално управление“

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.7. Администрация и управление, докторска програма „Социално управление“ в Икономически университет – Варна

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научно жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № РД-06-987/18.04.2018 г. на Ректора на Икономически университет – Варна

Автор на дисертационния труд: Мирослав Димитров Владимиров

Тема на дисертационния труд: „АКТИВНО УПРАВЛЕНИЕ НА ПОРТФЕЙЛИ ОТ ЦЕННИ КНИЖА С МОДЕЛА BLACK-LITTERMAN“

2. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма „Социално управление“ към катедра „Управление и администрация“ на Икономически университет – Варна, професионално направление 3.7 Администрация и управление. Обучението е осъществено в самостоятелна форма на подготовка.

- Мирослав Владимиров е роден на 14.05.1970 г. Завършва Икономически университет – Варна, ОКС „Бакалавър“, специалност „Банково дело“ през 1995 г.
- От 1995 г. до днес работи като преподавател в катедра „Управление и администрация“ на ИУ-Варна.
- В 23-годишния период на научноизследователска и преподавателска работа е участвал в научни 6 проекта, единият от които с проведена специализация в Лондон, Великобритания, по програма „Леонардо да Винчи“ (2003 г.)

3. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Представеният за рецензиране труд е посветен на *актуален* проблем – възможностите за усъвършенстване процеса на вземане на управленски решения от мениджъри, прилагащи активно управление на портфейли от ценни книжа. Изследваният проблем в дисертацията се характеризира с интердисциплинарност, като в него могат да се открият два аспекта на разглеждане – управленски и финансов. Управленският фокус е поставен върху интерпретиране на обхванатите модели за управление на портфейли от гл.т. усъвършенстване процеса на вземане на управленски решения от портфейлните мениджъри в условия на риск и неопределеност.

Логиката на цялото изследване, включително актуалност на проблема, решени и нерешени въпроси до момента, са описани ясно и стегнато. Възприемам *целта* и *изследователските задачи* като добре дефинирани и логически обвързани. Целта на дисертационния труд е „да се изследва процеса на управление на портфейли от ценни книжа чрез смесване на субективни експертни мнения и прогнози и обективни пазарни оценки за възвращаемост на активите“.

Задачите, обектът и предметът на изследването, както и основната *теза* на дисертационния труд следват логиката на поставената цел. Докторантът застава зад *тезата*, че „инвеститорите не разполагат с цялата налична информация за очаквана възвращаемост на активите в процеса на вземане на инвестиционно решение, което прави приложението на портфейлната теория силно ограничено. Съществуват възможности частично да се компенсира отсъствието на пълна информация в процеса на вземане на управленски решения от страна на мениджърите чрез включване на субективни прогнози“.

За написването на дисертацията са използвани 149 литературни източници, сред които 8 на български език.

4. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд

Представеният за рецензиране труд е в обем от 136 страници основен текст, 10 страници литература и 40 страници в приложения. Приложенията съдържат исторически данни и количествени характеристики за възвращаемостта и риска на активите, изменение на индекси, пазарна капитализация в изследваните периоди, списък на пазарите и индексите, включени в изследването и др.

Основното изложение съдържа въведение, три глави, библиографска справка и 3 приложения, представено под формата на монографичен ръкопис, отговарящ на съответните изисквания. Структурният баланс и логическа последователност между частите в основния текст е спазен. Разработката е илюстрирана с множество таблици и фигури, които онагледяват и улесняват възприемането на текста.

В **първа глава** на дисертационния труд е направено разграничение между активно и пасивно управление на портфейли от ценни книжа и е проведен исторически и хронологичен анализ на изследванията на учени в областта на пазарната ефективност, хипотезата за ефективни пазари (в трите ѝ форми – слаба, полусилна и силна), склонността към риск на инвеститорите и поведението им на капиталовите пазари. Изследвани са основните модели за управление на портфейли от ценни книжа и въз основа на критичен анализ дисертантът прави обобщения за техните предимства,

слабости и извежда оценки за възможните области на приложението им. Специално внимание е отделено на модела на *Markowitz* за избор на портфейл, като са открити неговите недостатъци и ограничения.

Втора глава на дисертационния труд е фокусирана върху изясняване същността на модела *Black–Litterman* и възможностите да се използва като средство за преодоляване на някои ограничения в модела на *Markowitz*. Аргументирана е тезата, че моделът на *Black–Litterman* може да се разглежда като допълнително разширение на портфейлната теория. Той лежи в основата на модифицирания алгоритъм, който дисертантът разработва, с оглед усъвършенстване процеса на вземане на решения чрез съвместно използване на данни за реалната пазарна динамика и субективни прогнози.

По мое мнение изборът на теоретичен фундамент е удачен. Обработени са значителни като обем и качество литературни източници, цитирани добросъвестно. Демонстрирани са умения за изразяване на обосновани критични становища по изследвания проблем.

В трета глава на дисертационния труд е изяснено как се извършва оценка и валидиране на разработения от дисертанта алгоритъм чрез сравняване с класически модели за портфейлна оптимизация на база динамика на 10 от най-големите пазари на ценни книжа за 10-годишен период. Подробно са характеризирани обхвата и конструкцията на емпиричното изследване, както и източниците на първични данни. Изведени са потенциални ползи за инвеститорите и портфейлните мениджъри от приложение на апробирания в дисертацията модел. В заключение се предлагат обобщения, потвърждения на предварителни очаквания и коментар относно възможно поведение на инвеститорите.

Въз основа на горните констатации считам, че дисертантът успешно демонстрира уменията си да оформя и представя логично и нагледно резултатите от собствено проучване, да прави обобщения и да аргументира практически препоръки.

5. Идентифициране и оценяване на научните и научно-приложни приноси

Приемам изведените от дисертанта приноси в автореферата.

Според личната ми преценка разработеният от автора модифициран алгоритъм, предлагащ нов начин за формализиране теглата на субективните прогнози за доходност на отделните активи, може да се оцени като най-значим личен принос.

Останалите *научно-приложни приноси* могат да се формулират по следния начин:

- На базата на критичен анализ на еволюцията на моделите за управление на портфейли са очертани възможности за преодоляване на някои техни недостатъци, които могат да се разглеждат като разширение на портфейлната теория.
- Разработената модификация на модела *Black–Litterman*, комбиниращ субективни експертни мнения и обективни пазарни оценки за възвръщаемост на активите, дава възможност за усъвършенстване процеса на вземане на решения от портфейлните мениджъри.
- Извършена апробация и оценка на разработения от дисертанта алгоритъм чрез сравняване с класически модели за портфейлна оптимизация на база

динамика на 10 от най-големите пазари на ценни книжа за 10-годишен период.

6. Оценка на публикациите по дисертацията

Приложени са общо шест публикации, свързани с тематиката на дисертационния труд. Две от тях са разработени самостоятелно, четири – в съавторство. Включват две статии и четири доклада. Всички публикации пряко кореспондират със съществени проблеми, разглеждани в дисертационния труд и отразяват резултатите, постигнати в авторовите изследвания.

Липсва информация за наличие на публикация, включена в индексирани и реферирани списания, съгласно изискванията на Правилата за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в ИУ-Варна.

7. Оценка на автореферата

Представеният автореферат отговаря напълно на възприетите в академичните среди изисквания, съобразен е с правилата за структурата и съдържанието му. Достатъчно точно отразява съдържанието на дисертацията в синтезиран вид и представя изпълненото от докторанта научно изследване и постигнатите най-важни и най-съществени резултати от него. Посочените в автореферата приноси са отразени коректно.

8. Критични бележки, препоръки и въпроси към дисертанта

Към работата на дисертанта могат да се отправят и някои критични бележки.

Разработката би спечелила, ако дисертантът проучи и коментира вижданията и резултатите, постигнати не само от чуждестранни, но и от български автори, работещи по изследвания от него проблем. Понастоящем в литературната справка са посочени само 8 български публикации.

Формулировката на някои наименования на параграфи (напр. § 1.5., § 2.3., 2.4., 2.6.) би могла да бъде по-прецизна и представена в по-разширен вариант, за да даде възможност на читателя да добие пълна и цялостна представа за логиката на изследването, проследявайки съдържанието на труда.

Текстът на дисертацията се нуждае от цялостна редакция, включваща прецизиране на необходимите пояснения на използваните абривиатури и означения, поставени на правилните за целта места, както и отстраняване на допуснатите множество стилистични и граматически грешки.

Изведените критични бележки в никакъв случай не променят общото положително възприятие за дисертационния труд, а имат по-скоро характер на препоръки за бъдещите изследвания на автора.

С оглед на защитата имам следните **въпроси**:

1. Как бихте коментирали разглежданите от вас модели за управление на портфейли в контекста на т.нар. „рационален подход“ и „подход на ограничената рационалност“ в процеса на вземане на управленски решения, известни от общата теория на мениджмънта?

2. На стр. 19 са посочени някои фундаментални допускания в модела на *Markowitz*, касаещи рационалността на инвеститорите, желанието им да избягват риска, достъпът им до вярна и пълна информация за доходност и риск и др. В тази връзка посочете по-подробно как може да се обвърже този модел, и въобще изследванията в дисертационния труд, с постановката за наличие на три типа мениджъри от глг. на склонността им да отчитат риска в процеса на вземане на управленски решения – склонни към риск, избягващи риска и неутрални към риска?
3. В модифицирания модел на *Black Litterman*, както и в повечето от разгледаните в дисертацията модели за управление на портфейли, се акцентира върху ролята на портфейлните мениджъри в процеса на вземане на решения. А каква е ролята на инвеститорите в него, имайки предвид отношенията „инвеститор – мениджър“?

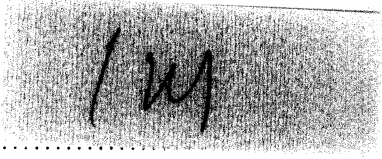
9. Заключение

Въз основа на изложеното по-горе считам, че представеният за рецензиране труд „АКТИВНО УПРАВЛЕНИЕ НА ПОРТФЕЙЛИ ОТ ЦЕННИ КНИЖА С МОДЕЛА BLACK-LITTERMAN“ представлява завършено научно изследване и отговаря на законовите изисквания и на съответния Правилник на Икономически университет Варна.

Авторът демонстрира умения да провежда самостоятелна изследователска работа на добро теоретично и практическо равнище, използва подходящи научни методи и постига научно-приложни резултати.

Изложените аргументи ми дават основание с пълна убеденост да предложа на членовете на уважаемото научно жури да присъди образователната и научна степен „доктор“ на дисертанта Мирослав Владимиров в област на висше образование: 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.7 Администрация и управление, докторска „Социално управление“.

25.05.2018 г.
Варна

Подпис: 
(доц. д-р Д. Серафимова)