

## **РЕЦЕНЗИЯ**

**от проф. д-р Ганчо Тодоров Ганчев**

Югозападен университет „Неофит Рилски“

относно

присъждане на ОНС „доктор“ на **Соня Георгиева Георгиева**

за дисертационен труд на тема

„Следкризисно възстановяване на капиталовите пазари от Централна и Източна Европа“

### **1. Кратка информация за автора**

Соня Георгиева Георгиева е редовен докторант в катедра „Финанси и отчетност“ при Стопански факултет на ЮЗУ „Неофит Рилски“. Дисертационният ѝ труд „Следкризисно възстановяване на капиталовите пазари от Централна и Източна Европа“ е насочен към катедра „Финанси и отчетност“ за откриване на процедура за защита.

### **2. Кратка характеристика на дисертационния труд**

Дисертационният труд се състои от увод, изложение в четири глави, заключение и списък с използваната литература (241 използвани източника, от които 15 на български, 226 на английски език, както и 18 интернет източника). Общият обем на разработката е 239 стандартни страници. В основния текст са включени 17 таблици, 18 графики и 17 фигури с резултати. В приложението са поместени допълнителни 23 таблици. Прави положително впечатление изключително богатият набор от използвани източници, по-голямата част от

които са на английски език.

В увода на дисертацията акцентът се поставя върху спецификата и актуалността на изследвания проблем. Дефинирани са основната цел, задачите, обекта и предмета на дисертацията. Формулирана е и научноизследователска теза, при ясно зададени ограничителни условия на научната разработка.

В глава първа са отразени характерните особености, типични за развиващите се капиталови пазари, към които принадлежат и пазарите от Централна и Източна Европа, направен е паралел между развитите и развиващите се капиталови пазари. В отделните подглави са представени характеристиките, типични за развиващите се капиталови пазари, както и изискванията, които те поставят пред иконометричното моделиране. Разгледани са теоретичните и емпирични доказателства за това дали моделите от типа ARCH/GARCH са подходящи да обхванат тези характерни особености и адекватно да моделират входящите данни. Представянето на хипотезата за ефективните капиталови пазари (ХЕП) поставя акцент върху нейното съдържание и приложение при развиващите се капиталови пазари, както и породените от това изисквания към емпиричните данни.

Авторката определя въвеждането на критерии като информационна ефективност/неефективност и асиметрия за важен фактор за гарантиране на обективността на прилаганите иконометрични модели при анализа на временните редове. Разгледани са различните пазарни аномалии като своеобразен индикатор на неефективните пазари. Въздействието на глобалната финансова криза от 2008 г. върху информационната ефективност на изследваните пазари и механизмите за нейното разпространение също е обект на изследване.

Разглежда се и взаимосвързаността между финансовите пазари в контекста на нарастващата интеграция и процеса на глобализация. Отчетено е,

че освен тяхното положително въздействие върху икономическото развитие, засилването на тези връзки е направило пазарите уязвими от шокове, идващи от други пазари. Авторката правилно обръща внимание на факта, че за да се определи степента на пазарната взаимосвързаност и породената от нея податливост към пазарни шокове, е полезно да се проучат механизмите на предаване на променливост, а именно „spillover“ ефект и ефект на заразата.

Във втора глава изключително изчерпателно е описана методологията за провеждането на емпиричните изследвания чрез прилагане на EGARCH модели и VAR модели. По отношение на прилагането на EGARCH моделите е изяснена същността на явленията корелация и автокорелация, подробно е описано приложението на ARCH теста, изяснен е моделът на условната възвръщаемост, дефинирана е променливостта на възвръщаемостта, както и е изясняна процедурата по прилагане на GARCH модели. По отношение на прилагането на VAR моделите е разкрита задълбочено и точно процедурата по установяване на единичен корен (unit root) в статистическите редове при използвани променливи, както и процедурата по прилагане на регресионен анализ-Vector Autoregressive Model.

Глава трета обобщава детайлно резултатите от изследваната пазарна ефективност на капиталовите пазари от Централна и Източна Европа. Проследени са информационните връзки на влияние с насоченост развит-развиващ се пазар в контекста на ХЕП, като се отчита въздействието на глобалната финансова криза от 2008 г.

Практическият анализ е разделен условно на три етапа. През първия се анализират входящите данни за възвръщаемост от изследваните индекси. Той отразява техните статистически свойства, представени в дескриптивната им статистика. Прилага се графичен тест за проверка на нормалното разпределение

- Quantile-Quantile Plots. През втория етап от практическия анализ се извършва иконометрично моделиране на входящите данни, посредством

предварително селектирани EGARCH модели. Тези модели се подлагат на процедура по селекция, целяща да представи този от тях, даващ най-точни резултати при иконометрично обхващане на входящите данни. При третия етап от практическия анализ се прави преглед на предварително определени показатели и се оформят обобщение и изводи относно предмета на изследване и изследователската теза. Авторката достига до следните изводи:

- От всички изследвани индекси от ЦИЕ само полският индекс WIG присъства и за трите разглеждани периода в групата на по-ефективните капиталови пазари.

- Като с постоянно влошена пазарна ефективност в предкризисния, кризисния и следкризисния период може да определим унгарския, чешкия, латвийския и руския индекси;

- Кризата най-значимо влошава пазарната ефективност на руския, латвийския, естонският, литовския и българския индекс, т.е. индексите на страни с преобладаващо фиксирани валутни курсове;

- В следкризисното си възстановяване естонският и литовският индекси успяват да преминат в групата на по-ефективните пазари;

- При пряко сравнение между предкризисния и следкризисен период можем да обобщим, че не се наблюдава подобрене на пазарната ефективност на разглежданите индекси, независимо дали става дума за групата на по-ефективните или тези с по-слаба ефективност;

В глава четвърта авторът достига до следните изводи:

От гледна точка на анализа на детерминиращите канали за пренасяне на негативни финансови явления от един капиталов пазар в друг, емпиричните резултати доказват, че по отношение на обобщените данни, включващи информация за изследваните развиващи се капиталови пазари от Централна и Източна Европа преките чуждестранни инвестиции (FDI) са значим трансмисионен механизъм за пренасяне на финансовата зараза от развитите

към развиващите се фондови пазари. Резултатите от това взаимодействие показват тенденция на постоянна отчетлива връзка и синхронност между преките чуждестранни инвестиции (FDI) и стойностите на индексите (INDEX). Нетните чуждестранни активи (NFA) се явяват променлива, която също съдейства за пренасянето на кризисни импулси, въпреки че не се наблюдава засилена синхронност и детерминираност между динамиката на нетните чуждестранни активи (NFA) и стойностите на индексите (INDEX). Взаимодействието между преките чуждестранни инвестиции (FDI) и нетните чуждестранни активи (NFA) засилва този механизъм за пренасяне на заразата.

Обобщавайки получените резултатите във връзка с анализа на данните за България относно влиянието на преките чуждестранни инвестиции и нетните финансови активи върху фондовия пазар, в качеството им на предполагаеми канали за разпространение на кризисни явления между развитите и развиващите се страни, могат да се направят следните изводи. Въз основа на резултатите от прилагане на VAR моделите по отношение на данните за България се установява, че нетните чуждестранни активи (NFA) са значим механизъм за пренасяне на финансовата зараза от развитите капиталови пазари към развиващите се, към които принадлежи и българският. Получените емпирични резултати показват, че съществува синхронност между динамиките на нетните чуждестранни активи (NFA) и преките чуждестранни инвестиции (FDI), но тя не води до влияние върху капиталовия пазар, тъй като по-голямата част от българските дружества не са листвани на фондовата борса (не са публично търгувани) и съответно по-голямата част от инвестициите са насочени към реалния сектор. От което следва, че другият канал за предаване на заразата е реалният сектор на икономиката. Съпоставяйки резултатите от приложените VAR модели по отношение на обобщените данни за Централна и Източна Европа и данните за България, може да се каже, че и в двата случая е налице съвпадение по отношение на установяването на нетните чуждестранни

активи (NFA) като значим механизъм за предаване на кризисни въздействия между финансовите пазари. От гледна точка на преките чуждестранни инвестиции (FDI) при данните за България се наблюдава отклонение от общата тенденция, отнасяща се за капиталовите пазари от Централна и Източна Европа, т.е. не се установява, че преките чуждестранни инвестиции (FDI) са канал за предаване на финансова зараза.

В допълнение към дисертационния труд авторката прилага три публикации-една в международно научно списание и две, представляващи доклади в международни научни форуми.

### **3. Приносни моменти**

Приносите, обобщени в автореферата, са три.

Първо, представени са емпирични доказателства, противоречаща на хипотезата на ХЕП в страните от ЦИЕ за периода 2004-2014 г.

Второ, направен е убедителен опит за измерване степента на информационна ефективност на финансовите пазари с акцент върху последиците от глобалната финансова криза 2007-2008 г., като не е установена подобряване на ефективността на пазарите след кризата.

Трето, установено е емпирично, че преките чуждестранни инвестиции представляват важен трансмисионен механизъм за пренасяне на негативни шокове върху пазарите на ЦИЕ. Нетните чуждестранни активи на банковия сектор играят като цяло второстепенна роля.

Четвърто, извежда се важна емпирична зависимост, засягаща българския капиталов пазар, а именно значителната роля на нетните чуждестранни активи на банковия сектор при пренасяне на външните влияния върху българския капиталов пазар.

Отбелязаните приноси отговарят на фактическите приноси, реализирани в

рецензираната дисертация.

#### **4. Критични бележки и препоръки**

Разглежданият дисертационен труд не е лишен от известни недостатъци.

Например, не е изяснено, защо единствено при полския финансов пазар ХЕП не може да бъде отхвърлена. Това вероятно има нещо общо с факта, че Полша е единствената страна в ЕС, която не отбелязва свиване на икономиката в резултат на глобалната финансова криза, както и с факта, че Полша е единствената страна в Европа, която сключи предпазно споразумение с МВФ, което е насочено към избягване на т.нар. tail risks.

От допълнително разясняване се нуждае и обстоятелството, че основен канал за пренасяне на негативните външни шокове върху българската икономика се явяват колебанията на нетните чуждестранни активи на банковия сектор.

Отбелязаните пропуски са същевременно препоръки за по-нататъшни изследвания на авторката.

#### **5. Заключение**

В заключение следва да подчертаем, че разглежданата дисертация отговаря на всички законови изисквания за присъждане на ОНС „доктор“, по научната специалност Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка, професионално направление 3.8 Икономика и аз убедително препоръчвам на уважаемото жури да я присъди на докторант Соня Георгиева Георгиева.

Благоевград,  
12 май 2016 г.

**РЕЦЕНЗЕНТ:**  
**Проф. д-р Ганчо Тодоров**