

РЕЦЕНЗИЯ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен
„Доктор” по икономика

Автор на дисертационния труд: ***Соня Георгиева,***
докторант в катедра „Финанси и отчетност“ при
Югозападен Университет „Неофит Рилски” – Благоевград

Тема на дисертацията: ***„Следкризисно възстановяване на капиталовите
пазари от централна и източна Европа”***

Научен ръководител: ***гл. ас. д-р Владимир Ценков***

Рецензент: ***доц. д-р Стефан Симеонов***
катедра „Финанси и кредит”, Стопанска Академия „Д. А. Ценов”;
Професионално направление 3.8 Икономика;
Научна специалност: 05.02.05 –
Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (Финанси)

определен съгласно Заповед № 599 от 1 март 2016 год.
на Ректора на ЮЗУ „Неофит Рилски” – Благоевград.

дата за защита 30 май 2016 г.

1. Информация за дисертанта

Соня Георгиева започва професионалното си изграждане в сферата на икономиката още с гимназиалното си образование (1994-1998) в Техникум по Икономика „Иван Илиев” - Благоевград, където завършва със специалност „Счетоводна отчетност”. Непосредствено след това изучава като бакалавър специалност „Финанси” в ЮЗУ „Неофит Рилски”, където същевременно придобива и професионална квалификация по педагогика за икономически дисциплини. През 2003 г. придобива и магистърска степен по „Финанси” във Великотърновския Университет „Св. Св. Кирил и Методий”.

От 2004 г. Соня Георгиева развива и обогатява професионалните си компетенции и в практиката, с длъжности като: инспектор в партньорство с USAID и др. НПО от САЩ и Холандия; консултант за небанкови финансови услуги; счетоводител, гл. счетоводител, и др.

От февруари 2013 г. Соня Георгиева е редовен докторант в катедра „Финанси и отчетност” при Югозападния Университет.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертацията е в общ обем 239 страници, от които 26 стр. приложения. Данните в изложението са организирани в 17 таблици и за онагледяване са приложени 18 графики и 17 фигури. Налице са всички необходими компоненти на дисертационно изследване.

Актуалността на темата е обусловена от разностранните процеси на възход, сътресения, следкризисно възстановяване и затруднения в борсовата активност на капиталовите пазари ясно проявени през последните десет години. Същевременно в инвестиционната практика и финансовата наука се задълбочават търсенията на по-обективни и сигурни модели за анализ и прогнозиране на инвестиционната активност, което води до преусмисляне и развитие на фундаментални концепции.

За **обект** на дисертацията е избрана „хипотезата за ефективните пазари, разгледана като фундаментална категория, различните аномалии и форми на нарушение на нейните постановки“. Поставен по този начин, обектът звучи нетрадиционно на пръв поглед, поради неговата не обективна, а концептуална същност, което го асоциира с предмет на изследване. Независимо от това той коректно поставя изследователския фокус в съвкупността с останалите параметри на научното изследване.

Като, **предмет** на изследването е поставено „действието (проявлението) на ХЕП по отношение на капиталовата търговия на развиващите се пазари, представена чрез борсовите индекси на страните от Централна и източна Европа, както и отчитане на детерминиращото влияние на развитите пазари“.

Дисертацията е изградена върху основната **изследователска теза**, че „изследваните пазари показват нарушение на слабата форма на ХЕП и че не се наблюдава подобрене на пазарната ефективност на разгледаните индекси при пряко сравнение на предкризисния и следкризисния периоди, както за групата на по-ефективните пазари, така и за тези с по-слаба ефективност“. Въпреки, че тезата е поставена в края на въведението, тя е формулирана коректно и дисертабилно и поставя заявка за действително сериозно изследване. По същество тя включва две хипотези, като втората допълва и конкретизира първата.

Главната цел на дисертацията по същество търси обосновка на изследователската теза.

Дефинирани са 11 **задачи**, с което детайлно са конкретизирани последователността от стъпки в дисертационното изследване и очакваните резултати към всяка от тях.

Изследването е реализирано чрез адекватно подбрана и старателно обоснована сериозна **методология**. Освен традиционните методи на анализ и синтез, адмирации заслужава приложението на количествените аналитични методи, сред които се отличават EGARCH (обобщената авторегресионна условна хетероскедастичност) и VAR (векторната авторегресия).

Емпирика – за целите на практическия анализ са събрани данни за индексите на 14 фондови борси (Френския CAC40; Немския DAX; Английския FTSE 100; EURO-STOXX 50; Американския S&P 500; Румънския BET; Унгарския BUX; Латвийския OMXR; Естонския OMXT; Литовския OMXV; Чешкия PX; Българския SOFIX; Полския WIG; Руския RTSI). Осигурена е необходимата представителност по отношение на продължителност и обхватност на данните за единадесетгодишния период от 2004 до 2014 г. включително. Организираната по този начин база данни гарантира максимална достоверност, сравнимост и обективност на анализите.

Списъкът на литературата включва достойна за уважение бройка от 241 литературни източника и 18 информационни сайта, почти изцяло на английски.

Отличават се:

- отлично познаване на специализираната проблематика;
- професионална компетентност при трактовката на явленията;
- прецизно ползване на специализираните понятия;
- задълбоченост на анализа и пълнота на изследването, в резултат на което са открити научно-приложни изводи с убедителна аргументация.

3. Структуриране

Изложението е структурирано в четири глави, което удачно способства потвърждаването на изследователската теза и изпълнението на поставените задачи. По отношение на глава четвърта е допусната известна небалансираност, поради нейния обем, който е едва 10 страници. Следва да се отчита обстоятелството, че водеща е семантиката и композицията в общата логика на изследването, което оправдава обособяването в самостоятелна глава на „Трансмисионните механизми за пренасяне на кризисни влияния върху капиталовите пазари от централна и източна Европа“.

4. Основно изложение

В глава първа, озаглавена „Основни аспекти при анализа на ефективността на капиталовите пазари“ на основата на критичен анализ на теоретичните постановки и съвременните изследвани са открити следните главни изводи:

- За успешно прилагане на иконометричните модели за обясняване на финансовите процеси и тяхното моделиране, се открояват две особености – нестационарността и изменящата се във времето променливост.
- Аргументира се подходящото приложение на GARCH моделите при анализ на автокорелацията и хетероскедастичност.
- Статистическите модели показват нарушаване на ХЕП.
- Като частен случай за проявление на *серийна корелация* се отчита нейното проявление в краткосрочен план и последваща коригираща реакция в дългосрочен.
- Наблюдава се по-силно застъпено нарушение на ХЕП при развиващите се, отколкото при развитите пазари. Скоростта на включване на информацията в пазарните цени също е една от разграничителните черти между ефективните и неефективни пазари.
- Въпреки положителното въздействие на увеличената взаимосвързаност между финансовите пазари върху икономическото развитие, засилването на тези връзки е направило пазарите по-склонни към шокове, идващи от други пазари.
- Интензивността на „spillover“ ефектите се засилва по време на кризи, което е в съответствие с аргумента, че интеграцията между пазарите се увеличава по време на криза в резултат на ефекта на заразата.

В глава втора се описва на методологията за провеждане на емпиричния анализ. Прецизно и коректно е представена последователността от стъпки и задълбочено е аргументиран подбор на методи за моделиране на данните.

- Обосновава се прилагането на *AIC (Akaike's information criterion) тест* и *LRHT (Likelihood ratio hypothesis test)* за определяне на *EGARCH* модел за изследване на отделните периоди при анализа на възвръщаемостта от борсовите индекси.
- При селекцията на подходящ модел според способността му да отстранява наличните автокорелации и хетероскедастичност са приложени *ARCH-test* и *Ljung-Box Q-statistics*.

- Обосновава се приложението на *t-разпределение на Стюдънт* за определяне успеха при моделиране на входящите данни.
- Отражено е проявата на свойства, които се отклоняват от допусканията на *Метода на най-малките квадрати*.
- Отбелязва се приложението на *P-value* като израз на вероятността за проявлението на даден процес.
- Открити са значенията на коефициентите (p , q) показващи *асиметричното отразяване на информацията*, както и Y_j коефициента, отчитащ *въздействието на добрите и лошите новини*.
- Представено е приложението на проверката за наличие на *единичен корен* и ADF (Augmented Dickey and Fuller test) за установяване на *стационарност*.
- Аргументирано е приложението на *векторна авторегресия (VAR)*.

В глава трета се извършва практическа „Оценка на пазарната ефективност на капиталовите пазари Централна и Източна Европа.“ В резултат на обширния и задълбочен анализ са открити следните главни изводи:

- Статистически значимите AR(1) показват наличието на неефективност в по-голяма степен за развиващите се отколкото за развитите капиталови пазари в съотношение 9/2. Най-висока неефективност през предкризисния период е регистрирана за Русия, а в следкризисния период за САЩ.
- През кризисния период се наблюдава най-малка статистически значима стойност на AR, поради което този период се определя като най-ефективен съобразно слабата форма на ХЕП.
- От всичките 11 изследвани индекса само полският WIG присъства и за трите периода в групата на по-ефективните пазари.
- С постоянно влошена ефективност (в пред, по време на и след кризисния период) се характеризират: унгарският; чешкият; латвийският и руският.
- Най-влошена пазарна ефективност в резултат от кризата се отчита за: руския; литовския; естонския; латвийския и българския индекси.
- В следкризисното си възстановяване естонският и литовският индекси успяват да преминат в групата на по-ефективните пазари.
- Обобщенията показват, че прякото сравнение между предкризисния и следкризисния период не показват подобрене на пазарната ефективност и за двете групи индекси (на по-ефективните и по-слабо ефективните пазари).

В глава четвърта се разглеждат *трансмисионните механизми за пренасяне на кризисни влияния върху капиталовите пазари от Централна и Източна Европа*. В резултат на осъществения анализ са изведени следните главни констатации:

- Преките чуждестранни инвестиции (FDI) представляват значим трансмисионен механизъм за пренасяне на финансовата зараза от развитите към развиващите се фондови пазари.
- Нетните чуждестранни активи (NFA) също способстват пренасянето на кризисни импулси, въпреки че не се наблюдава засилена синхронност и детерминираност между динамиката на NFA и фондовите индекси.
- Взаимодействието между NFA и FDI засилва трансмисионното въздействие.

В 23 таблично оформени приложения са представени резултатите от практически приложените модели.

5. Оценка на изследователските резултати

Ясно открити са резултати които са обобщени в следните три пункта:

- Доказва се оборимостта на ХЕП за капиталовите пазари от Централна и Източна Европа, което е аргументирано с установените автокорелации и нелинейни зависимости в изменението на фондовите индекси;
- Анализите на показателите информационна ефективност и информационна асиметрия представят развиващите се капиталови пазари от Източна Европа в по-голяма степен информационно неефективни спрямо капиталовите пазари от Западна Европа и САЩ.
- Относно каналите за пренасяне на финансова зараза от развитите към развиващите се фондови пазари е установено, че преките чуждестранни инвестиции (FDI) имат детерминиращо влияние, докато нетните чуждестранни активи в по-малка степен.

Ясно откритите резултати показват успешно изпълнение на поставените цел и задачи и потвърждават дефинираната изследователска теза.

6. Оценка на научните и практико-приложни приноси

В автореферата са обобщени четири приносни моменти, които се определят с научно-приложен характер. Те напълно съответстват на постигнатите резултати в дисертационния труд и са категорично изразени.

- Установени са емпирични доказателства, отхвърлящи постановките на Хипотезата за ефективните пазари (ХЕП) по отношение на изследваните развиващи се капиталови пазари от Централна и Източна Европа в рамките на периода 01.01.2004-31.12.2014 г.
- Установена е засилена неефективност при развиващите се пазари от Централна и Източна Европа в сравнение с развитите пазари от Западна Европа и САЩ.
- Установи се, че за капиталовите 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. Тази значимост е доминираща в сравнение с въздействието на нетните чуждестранни активи (NFA).
- В условията на глобалната криза от 2008 г. българския капиталов пазар показва отклонение от установените зависимости на влияние, като статистически значим канал за предаване на финансовата зараза не са преките чуждестранни инвестиции (FDI), а нетните чуждестранни активи (NFA).

7. Оценка на публикациите по дисертацията

Възлови въпроси и резултати от дисертационната работа на докторант С. Георгиева са представени пред заинтересованата читателска аудитория и научните среди с една статия и два доклада от научни конференции. Като единият доклад и статията са в съавторство с научния ръководител. Отличава се статията в *Cambridge Journal of Education and Science*, което е високо признание за сериозната научно изследователска работа на докторант Георгиева. Следва да се подчертае, че другите две публикации не отстъпват по сериозност на изследването, емпирика и значимост на резултатите.

8. Оценка на автореферата

Авторефератът е изграден съгласно правилата и коректно синтезира основните моменти от дисертацията. Същият адекватно и достоверно представя целите на дисертационно изследване и постигнатите с него резултати.

9. Критични бележки и препоръки

Съществени критични констатации не се отличават.

Авторското мнение на места в автореферата не е достатъчно ясно открито от достиженията на съвременната инвестиционна теория, представени в трудове на световните автори. Това не следва да се отчита като проблем, тъй като в дисертационното изследване съвсем коректно са посочвани и отличени виждания на различните автори.

Резултатите от такова сериозно изследване могат да бъдат по-широко представени със статии и доклади в научни конференции. Препоръчвам цялото дисертационно изследване да бъде публикувано, поне в електронен формат, което вярвам ще бъде отразено с интерес от професионалната ни общност и ще бъде от полза за автора.

Препоръчвам на Соня Георгиева да продължава да работи със същите високи научно-изследователски стандарти, което вярвам ще доведе и до по-оригинални търсения.

10. Въпроси към защитата на дисертацията

- 1) При авторовото обобщение за практическото проявление на факторите в контекста на ХЕП (стр. 40) „... *инвестиционното поведение се характеризира с покупката на финансови активи и продажбата им с цел предпазване от загуба. Това се обяснява не с разумното инвестиционно поведение, а със страха на индивидите и на тази основа се отхвърля възможността за рационалност и ефективност на пазарите*“. Това становище практически игнорира арбитражирането и краткосрочното спекулативно поведение, които формират доминиращата част от борсовия оборот, сделки и обеми.
 - В такъв случай, как да приемаме реалното изменение на борсовите цени и в частност можем ли да игнорираме инвестиционното и ценовото значение на късите продажби?

- 2) Защо в изследването се прилага само (Exponential) EGARCH модела, а не се използват някои от другите възможни модели на обобщената условна хетероскедастичност, като: (Nonliniar) NGARCH; (Integrated) IGARCH; (Threshold) TGARCH; GARCH-M (in-mean); (Quadratic) QGARCH; (Asymmetric) AGARCH; (Family) fGARCH; (Glosten-Jagannathan-Runkle) GJR-GARCH; (Continuous-time) COGARCH или стандартния GARCH модел? Възможно ли е да се твърди, че EGARCH моделите са най-подходящи за моделиране на променливостта в рамките на капиталовите пазари в Централна и Източна Европа?
- 3) Възможно ли е част от характеристиките на променливостта в рамките на изследваните капиталови пазари да се дължи на специфични поведенчески характеристики на инвеститорите в техните рамки? Възможно ли е разкриването на потвърждаването или отхвърлянето на хипотезите за ефективните пазари да бъде извършено чрез модели от поведенческите финанси?

11. Заключение

На основата на така представените констатации, цялостната оценка за дисертационната работа е **категорично позитивна**. Поставените цели и задачи са успешно изпълнени, изследователската теза е аргументирано потвърдена, открити са осезаеми практически и научно-приложни приноси. Предвид посоченото, предлагам на научното жури **да присъди ОНС „Доктор” по икономика на Соня Георгиева**.

15 април 2016 г.
Свищов

Рецензент: