
**ЮЗУ „НЕОФИТ РИЛСКИ“-БЛАГОЕВГРАД
СТОПАНСКИ ФАКУЛТЕТ
КАТЕДРА „ФИНАНСИ И ОТЧЕТНОСТ“**

СТАНОВИЩЕ

от доц. д-р Елена Велкова СТАВРОВА, ЮЗУ “Неофит Рилски“

за дисертационния труд на

на СОНЯ ГЕОРГИЕВА ГЕОРГИЕВА

на тема:

**„СЛЕДКРИЗИСНО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ
ПАЗАРИ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА“,**

представен за придобиване на образователната и научна степен

„ДОКТОР“

по научна специалност

3.8. „ИКОНОМИКА“

ДОКТОРСКА ПРОГРАМА

„Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“

1. Актуалност и значимост на разработвания научен проблем

Представената за рецензиране дисертационна разработка има за цел да изследва проявлението на хипотезата за ефективните пазари на основните европейски капиталови пазари в посткризисен период изхождайки от сходните параметри, в които те се развиват, като са групирани на база интегрираност в рамките на Европейския съюз и общи характерни черти като ликвидност, търгувани обеми, равнище на корелация, предсказуемост на възвращаемостта, и достъпност на оповестяваната информация.

Синхронизирайки правилата за осъществяване на борсова търговия в условията на либерализиран пазар, качеството на обменяната информация се явява основен коригиращ фактор по отношение поведението на основните участници на капиталовите пазари, чиито основен мотив е реализиране на доходност на база асиметрия на информацията по отношение бъдещото развитие на доходността от тази инвестиция.

Глобалната финансова и икономическа криза се оказва още една възможност за проверка на основните форми, нарушения и аномалии на Хипотезата за ефективните пазари и тестване на нейната сила в условията на ликвидни, дълбоки капиталови пазари от една страна и на приспособяващи се преходни пазари с ограничен обем търговия и стремеж за догонващи темпове чрез синхронизиране на правила, стандарти за търговия и интегриране в обща система за елиминиране на ефектите от мащаба.

Избраната от докторанта тема е актуална и интересна, защото:

- Кризите са състояния на неравновесие на икономическата системата и те представляват нескончаем процес, който само заменя един обект и обхват с друг във времето, но срещу тези състояния е необходимо да бъдат предприети необходимите регулаторни и организационни действия;
- Формулировки на ефективни решения за пазарно поведение на икономическите агенти на капиталовите пазари не могат да бъдат предложени без доброто познаване достиженията на експертите, работили в областта на изследването и управлението на кризи;
- Високото равнище на интеграция на капиталовите пазари е показало отново, че непреодолим е ефектите на разпространение или неразпространение на информация, от една страна, и от друга това равнище на свързаност е създадо предпоставки за предаване на шокови състояния от други, външни за общността пазари.

Съдържанието на представената за рецензиране разработка напълно съответства на темата на дисертационния труд. Научното изследване предлага оригинални идеи в няколко основни направления:

- анализ на генезиса и еволюцията на икономическа мисъл в областта на теоретичното обяснение на ефектите на незабавното и рационално отразяване на цялата налична информация в цените на капиталовите активи чрез Хипотезата за

случайното блуждаене, Хипотезата за ефективните пазари и други теоретични обосновки;

- разработване на иконометричен модел, осигуряващ адекватно отразяване на времевите зависимости между динамиката на цените на активите на различните типове капиталови пазари за прогнозиране на тяхната нестационарност и променливост във времето ;

- изследвано е функционирането на трансмисионен механизъм и равнища на корелация между капиталовите пазари на Централна и Източна Европа под въздействието на кризисни импулси и степента на влияние върху тях.

2. Обща характеристика и структура на дисертационния труд

Дисертационният труд е в обем от 239 страници и включва: въведение, четири глави, заключение и списък за ползваната литература (241 заглавия, в т.ч. 15 на кирилица, 226 на латиница и 178 интернет-източника). Разработката включва 17 таблици, 18 графики , 17 фигури с резултати и приложения от 23 таблици.

Научната разработка съответства на изискванията за дисертационен труд. Използваните в него методи гарантират решаването на поставените изследователските задачи и постигането на основната цел.

Във въведението е представена общата концепция на разработката и актуалността на темата. Дефинирани са стандартни за труд с такъв характер компоненти като: обект, предмет, цел и задачи на научното изследване, изследователската теза и приложените методологични подходи в дисертационния труд.

В **Глава Първа** се прави терминологично обследване на проблема и мястото на Хипотезата за ефективните пазари в различните ѝ форми на проявление и проявени аномалии в еволюцията на научното познание за наблюдение, изследване и анализ при моделирането на процесите на капиталовите финансови пазари.

Изследвана е проявата на хипотезата в условията на развити и развиващи се капиталови пазари на страните от Централна и Източна Европа, характеризиращи се със специфични характеристики като основа за приемане или отхвърляне проявлението ѝ в различна пазарна среда. Този анализ се явява ефективен бекграунд за прилагането на иконометрични методи и подходи при изследване на поведението на анализираните променливи, отразяващи информационното взаимодействие между различните типове пазари.

Направен е аналитичен преглед на изследвания и публикации за проявлението на хипотезата за ефективните пазари от етапа на обособяването, терминологичното идентифициране и установяване на закономерности на проявление както и предизвиканите промени в институционалната и регионална рамка в изследвания на финансови институции, финансови анализатори и изследователи. Установени са нива на взаимодействие, оценени чрез проявление на конкретни ефекти и процеси, подлежащи на анализ и оценка на въздействие.

В глава Втора е описана методологичната основа за осъществяване на иконометричното изследване на база:

- идентифицирани са позитивите от прилагането на иконометрични модели за описване поведението на наблюдаваните променливи - GARCH и EGARCH-метода, Метода на условната възвращаемост, корелация и автокорелация по отношение възвращаемостта на капиталовите инструменти като възможности за получаване на коректна информация за колебанията на анализирани променливи;

- Аргументирано е приложението и е описаната технологията за приложение на допълнителните необходими тестове с иконометричен софтуер за проверка на хипотезата и получаването на статистически и иконометрично значими резултати за установяване на връзките и посоките на въздействие между изследваните променливи ;

Трета глава на дисертационния труд представлява изследване върху поведението и информационните връзки между основните борсови индекси в релацията „развит пазар-развиващ се пазар“ в контекста на хипотезата за ефективните пазари и установяване на посоката за информационно въздействие в релацията като ефект от въздействието на глобалната икономическа и финансова криза.

Направен е описателно представяне на 13 национални и един колективен европейски борсов индекс от периода на институционализирането им, структурата на представените в него капиталови инструменти, период на въвеждане на тегловите характеристики на книгата на основните публични компании, представени в индексите, ефектите върху тяхното поведение на глобалната финансова и икономическа криза.

Представена е дескриптивната статистика (средна стойност, медиана, максимална стойност, минимална стойност, стандартно отклонение , асиметрия и эксцес) на индексите в кризисния и след кризисния период и са установени някои общи, но и значителен брой съществено различаващи се тенденции на поведение през двата периода.

В подкрепа на емпиричното представяне на динамика, връзки и зависимости и допълнителен тест на адекватността на получените резултати от иконометричното изследване на поведението на анализирани 14 борсови индекси е приложен и графичен метод за онагледяване възвращаемостта на капиталовите инструменти в предкризисен, кризисен и следкризисен период, който дава възможност да се установи липсата на нормалното разпределение на нито един от разглежданите индекси през нито един от трите изследвани периода. За подобряване резултатността от изследването по отношение корелационните зависимости са приложени още три теста, които да тестват информационната ефективност на изследваните борсови индекси съгласно ХЕП.

Формулирани са изводи и обобщения относно равнището на значимост на авторегресионните коефициенти за пазарната ефективност в предкризисен, кризисен и следкризисен период , като е сравнена ефективността им през трите

периода, както и поведението към повишена или влошена ефективност в резултат от кризисната среда.

Четвъртата глава на дисертационния труд завършва изследването чрез идентифициране на каналите за транслиране на негативните шокове между капиталовите пазари, и по-конкретно на развиващите се капиталови пазари от Централна и Източна Европа и самостоятелно за България чрез прилагане на VAR-модели с ефект от три лага. За променливи величини са приложени преките чуждестранни инвестиции и нетните чуждестранни активи в търсенето на корелация с борсовите индекси.

От особено значение са изводите, които са направени за влиянието на двете променливи върху поведението на българския борсов индекс, както и връзката между ефективността на капиталовия пазар и неговите параметри.

Характеристика на научните и научно-приложните приноси в дисертационния труд. Достоверност на материала

Докторантката може с основание да претендира за научни и научно-приложни приноси в следните по-важни направления:

- ❖ Направен е анализ и са изведени заключения на изследванията на световни икономически школи за същността на хипотезата за ефективните пазари, както и регистрираните проявление, аномалии, нарушения в различна макроикономическа среда;
- ❖ Направено е сравнително изследване между развитите и развиващите се пазари и състоянията им на ефективност и неефективност и емпирично е доказана хипотезата за ефективните пазари настраните от Централна и Източна Европа за периода 2004 – 2014 година ;
- ❖ Емпирично е доказано доминиращото влияние на преките чуждестранни инвестиции, сравнено с нетните чуждестранни активи като значим трансмисионен механизъм за пренос на пазарни шокове с отрицателен знак;
- ❖ На база показатели на българският борсов индекс е дочаказано частното и специфично проявление на влиянието на нетните чуждестранни активи преимуществено пред преките чуждестранни инвестиции, което дефакто отличава тенденциите у нас и процесите на останалите капиталови пазари от Централна и Източна Европа.

3. Оценка на научните резултати и приносите на дисертационния труд

Научните резултати и приноси на дисертационния труд могат да бъдат характеризирани по следния начин:

- обогатяване на съществуващите знания (изследване на постиженията на икономическата научна мисъл, публикации в научни списания, електронни източници, бази от изследвания и статистически данни на международни финансови институции) в областта на тенденциите в капиталовите пазари на страните от Централна и Източна Европа;

- разработване на методология за приложение на иконометричен софтуер за тестване на модели, както и съпътстващите го разширения при тестване на адекватността им при изследване на връзки и зависимости между капиталовите пазари, характеризиращи развитие на пред кризисни, кризисни състояния, а след това и динамика на пост кризисното възстановяване;

- потенциален практико-приложен ефект (предложени са конкретно дефинирани политики в областта на прогнозирането на кризисни състояния, управлението им, както и възможности за коригиращи действия по предотвратяването им).

4. Оценка на публикациите по дисертацията и авторството

Докторантката СОНЯ ГЕЕОРГИЕВА ГЕОРГИЕВА представя 1 самостоятелна и 2 в съавторство публикации по темата на дисертационния труд, както следва:

- 1 научен доклад на тема „ПАЗАРНА ЕФЕКТИВНОСТ В СЛЕДКРИЗИСНОТО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА“ на Шеста международна научна конференция на УНСС – Равда, 2015 година ;

- 1 статия в списание “Cambridge Journal of Education and Science”, 2015 година ;

- 1 доклад на тема „СЛЕДКРИЗИСНА ДИНАМИКА НА ВОДЕЩИТЕ ЩАТСКИ И ЕВРОПЕЙСКИ БОРСОВИ ИНДЕКСИ“ , ПРЕДСТАВЕН НА Единадесета международна научна конференция на младите учени в УНСС, 2015 година;

Всички публикации имат ясно изразен авторски характер и са тясно свързани с темата на представения за защита дисертационния труд .

5. Литературна осведоменост и компетентност на докторанта

Авторката притежава високо равнище на осведоменост за теоретичните и емпирични изследвания в избраната от нея проблемна област, което несъмнено е добра предпоставка за осъществяване на изследване със научно-приложен характер, на каквото сме свидетели тук.

Използвана е богата библиография (научни монографии, студии, статии, учебници, практически ръководства) и актуална статистическа информация. Направените изводи, оценки, препоръки и обобщения са коректни и достоверни с конкретни препратки за формиране на политики.

5. Оценка за автореферата

Авторефератът съответства на необходимите изисквания за структура и съдържание и правилно отразява съдържанието на дисертационния труд, неговите основни резултати и приноси моменти.

6. Критични бележки

Въпреки, всички вече отбелязани достойнства към разработката могат да бъдат отправени критични бележки, които биха, по мое скромно мнение да

допринесат за подобряване и продължаване на изследователските усилия в тази толкова интересна област.

1. В Уводната част е изписана основната цел на изследването (стр. 15) и за разписани задачите за нейното постигане. Изследването за проявлението на Хипотезата за ефективните пазари по отношение на България липсва и сред поставените задачи, така и сред постигнатите цели (стр. 187). По скромна преценка това изследване заслужава необходимото внимание и присъствието му в тези толкова важни части на разработката.

2. Липсата на изводи и обобщения след всяка от главите (с изключение на т.4.1. Анализ на обобщени данни на стр. 182 и т. 4.2. Анализ на данните за България на 185 стр.) затруднява оценка на поставените цели и задачите за тяхното реализиране.

3. Избраната трилагова база, т.е. деветмесечна за изследване на механизмите за пренос на кризисни явления върху капиталовите пазари не може да бъде определена категорично като достатъчно информационно натоварена. Препоръчвам прилагането на значително по-дълъг период имайки предвид високата степен на волатилност на капиталовите пазари в краткосрочен период и възможността за получаване на още по-адекватни резултати.

Лични впечатления и други въпроси, по които рецензентът счита, че следва да вземе отношение:

Познавам докторантката **Соня Георгиева Георгиева** като докторант на редовно обучение в катедра „Финанси и отчетност“ и считам, че личностните ѝ качества като изключителна работоспособност, системност на изследователските усилия, стремеж за овладяване и прилагане на съвременни иконометрични методи в изследователските си действия са предпоставка за успешна научна кариера и реализация.

7. Заключение

Считам, че дисертационният труд на тема **„СЛЕДКРИЗИСНО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА“**, представен от **СОНЯ ГЕОРГИЕВА ГЕОРГИЕВА** отговаря на изискванията за придобиване на образователната и научна степен „доктор“.

8. Оценка на дисертационния труд

Давам оценка „положителна“ на дисертационния труд на тема **„СЛЕДКРИЗИСНО ВЪЗСТАНОВЯВАНЕ НА КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА“**, разработен от **СОНЯ ГЕОРГИЕВА ГЕОРГИЕВА** за придобиване на образователната и научната степен „доктор“ в професионално направление 3.8 „Икономика“ докторска програма „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“

РЕЦЕНЗЕНТ

(Доц. д-р Елена СТАВРОВА)

гр. Благоевград, 29.04.2015 г.