
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 АНИ ЯНКОВА СТОИЦОВА-СТОЙКОВА

на тема:

**„КАПИТАЛОВИТЕ ПАЗАРИ ОТ ЮГОИЗТОЧНА ЕВРОПА –
ЕФЕКТИВНОСТ, ХОМОГЕННОСТ И ИНВЕСТИЦИОННИ
ОЧАКВАНИЯ“,**

представен за придобиване на образователната и научна степен
„ДОКТОР“, професионално направление, 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 и на различните типове равнища на ефективност на капиталовите пазари на 11 от страните от Югоизточна Европа в посткризисен период на база сходни параметри и общи характерни променливи и връзката им с пазарната динамика, обществени нагласи с цел установяване тяхната синхронност и хомогенност.

В процеса на синхронизирането на интернационализирането на правилата за осъществяване на борсова търговия в условията на либерализиран пазар, качеството на обменната 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 оказа още една възможност за проверка на основните форми, нарушения и аномалии на действието и валидността на Хипотезата за ефективните пазари и базиращите се на нея модификации 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:

- Финансовите кризи са състояния на неравновесие на икономическата системата и те представляват перманентен процес, който само заменя един обект и обхват с друг във времето, но срещу тези състояния е необходимо да бъдат изучавани, изследвани, но

също така е необходимо да бъдат разработени планове ма необходимите за предприемане 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 основните теоретични модели и постиженията на експертите, работили в областта на изследването и управлението на кризи;

- Високото равнище на интеграция на капиталовите пазари е показало отново, че ефектите на разпространението или неразпространение на информация, от една страна, и от друга това равнище на свързаност са създали непреодолими предпоставки за предаване на шокови състояния от други, външни за общността пазари.

Предложеното съдържание на представената за рецензиране разработка напълно съответства на избраната тема 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 свързаност и хомогенност и променливост във времето ;

- изследвана е степента на пазарна ефективност на борсовите пазари и връзката между тяхната динамика и отражението върху нагласите на обществото, и оттам изводи за хомогенността и синхронността на капиталовите пазари на Югоизточна Европа под въздействието на кризисни импулси и степента на влияние върху тях. На база проявлението на Хипотезата за ефективните пазари е установена връзката между нагласите на публиката и реализирана чрез динамиката на потребителското и бизнес доверие и връзката с равнището на развитие на капиталовия пазар.

2. Обща характеристика и структура на дисертационния труд

Дисертационният труд е в обем от 270 страници и включва: въведение, четири глави, заключение и списък за ползваната литература (230 заглавия, в т.ч. 12 на кирилица, 218 на латиница и 18 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 Увода докторантката 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.

Глава Първа е изследвана проявата на хипотезата за пазарната ефективност и нейното отражение върху обществените очаквания в условията на развити и развиващи се капиталови пазари на страните от Югоизточна 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 анализирани променливи, отразяващи

информационното взаимодействие между различните типове пазари, функциониращи в условията на различни степени на проявление на тази хипотеза. Идентифицирани са основни борсови аномалии и митове по отношение нейното проявление.

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 на регионален принцип 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 – Модел на условната възвращаемост, Причинност по Грейнджър, корелационна матрица, GARCH, PGARCH 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 анализирания 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 ;

- Анализирани са историческото развитие, специфичните условия за функциониране, основните изчислявани борсови индекси търгувани обеми на борсовите пазари на страните от Югоизточна Европа;

- Акцент в разработката е емпиричният анализ на равнището на пазарна ефективност, пазарна синхронизация и хомогенност в предкризисен и следкризисен период GARCH-модели, корелационна матрица на авторегресионните коефициенти, коефициентите за постоянство и ливъридж коефициентите чрез AGARCH LM тест;

Трета глава на дисертационния труд представлява изследване върху връзката между динамиката на борсовите индекси и отражението им върху обществените нагласи и установяване на посоката за информационно въздействие в релацията като ефект от въздействието на глобалната икономическа и финансова криза.

Изборът на този контекст за анализ представлява изключително ценен тъй като освен, че с него се измерва оптимизма на инвестиционната общност и субективното мнение за състоянието на икономиката въобще , но и служи като базис за прогнозиране на бъдещото потребление инвестиционните нагласи, и накрая върху съвкупното търсене на обществото като цяло.

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 динамиката в състоянията им на пазарна ефективност, пазарна хомогенност и свързаност и емпирично действието на хипотезата за ефективните пазари на страните от Югоизточна Европа за предкризисния и следкризисния период , както и посоката на влияние при отделните индекси;

- ❖ Емпирично е доказана пряката връзка между равнището на развитие на капиталовите пазари и нивото на тяхната пазарна ефективност, синхронно и хомогенно поведение в предкризисния и следкризисния период, отбелязвайки позитивни пазарни трендове. Различно, а именно нехомогенно и несинхронизирано е поведението при отчитане въздействието на финансовата криза 2008 година.
- ❖ На база резултати от иконометричното изследване е доказано разнопосчното влияние между пазарната динамика на борсовите пазари с по-ниска и с по-висока капитализация и очакванията и нагласите на инвеститорите чрез релацията «бизнес-доверие-капиталов пазар» и обратно.

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 (установени са критични области и потенциални зони за въздействие като ограничен достъп до участие и инвестиционни алтернативи, неликвидност на пазарите, предложени са конкретно дефинирани политики в областта на прогнозирането, идентифициране и формулиране на регионални политики за подобряване на обективността и информираността на инвеститорите за подобряване на инвестиционните нагласи).

4. Оценка на публикациите по дисертацията и авторството

Докторантката АНИ ЯНКОВА СТОЙЦОВА-СТОЙКОВА представя 2 самостоятелни и 4 в съавторство публикации по темата на дисертационния труд, както следва:

- **2 научни доклада от участия в национални и международни научни прояви в съавторство :**

Tsenkov, V., Stoitsova-Stoykova, A. (2016). The impact of the global financial crisis on the market efficiency of capital markets of South East Europe. *Tourism & Management Studies International Conference , TMS, Algarve, Portugal, 16-19 October 2016.*

Ценков, В., Стойцова-Стойкова, А. (2017). Въздействие на глобалната финансова криза върху пазарната ефективност на капиталовите пазари от Югоизточна Европа. Сборник с доклади от научна конференция, *Научна конференция "Финансовата наука – между догмите и реалността", Икономически университет-Варна, 14-15 октомври 2016*

- **2 самостоятелни статии в научни списания у нас:**

1 статия в списание „Икономически алтернативи“. Relationship between public expectations and financial market dynamics in South-East Europe capital markets. *Economic Alternatives, 2. – 2017 година*

1 статия в списание „Икономика и управление“ Синхронизираност на капиталовите пазари в Югоизточна Европа в периода 2005-2015. 2017 година (приета за публикуване).

- **1 научна статия в съавторство в чужбина:**

Tsenkov, V., Stoitsova-Stoykova, A. (2017). The impact of the global financial crisis on the market efficiency of capital markets of South East Europe. *International Journal of Contemporary Economics and Administrative Sciences*. (приета за публикуване).

- **1 в научна статия в съавторство у нас**

Ценков, В., Стойцова-Стойкова, А. (2017). Взаимодействие между обществените нагласи и борсовата динамика на страните от Югоизточна Европа. *Икономическа мисъл*, 3.

Всички публикации – както в съавторство, така и самостоятелни, 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 приносни 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 Увода и след това в съдържанието е използвано различни наименования по отношение на идентични тестове, например „Зависимост по Грейнджър“ (15 стр.) „Тест на Грейнджър“ (182 стр.) и „Грейнджър връзка“ (188 стр.), което затруднява възприемането на предложените за изследване зависимости. Уеднаквяването на терминологията ми подобрило възприемчивостта на текста.

2. Липсата на изводи и обобщения след всяка от главите затруднява оценка на поставените цели и адекватността на получените резултати и постигнатите цели при тяхното реализиране.

3. В дисертационния труд докторантката е отчела връзката между динамиката на борсовите индекси и динамиката на потребителското и бизнес доверие в контекста на инфлационните очаквания. Препоръчвам на докторантката в предстоящи изследвания да доразвие изследваната проблематика за връзката между динамиката на инвестициите на борсовия пазар и съвкупните спестявания на икономическите агенти във финансовата система, които в условията на реализиран парадокс на спестяването е алтернативен източник за ефективно включване в икономическия оборот на иначе изключени от него реурси.

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

Познавам докторантката **Ани Янкова Стойцова-Стойкова** като докторант на редовно обучение в катедра „Финанси и отчетност“ и считам, че личностните й 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 **„Капиталовите пазари от Югоизточна Европа – ефективност, хомогенност и инвестиционни очаквания“**, представен за защита от **Ани Янкова Стоицова-Стойкова** отговаря на изискванията за придобиване на образователната и научна степен „доктор“.

8. Оценка на дисертационния труд

Давам оценка „положителна“ на дисертационния труд на тема **„Капиталовите пазари от Югоизточна Европа – ефективност, хомогенност и инвестиционни очаквания“**, разработен от **Ани Янкова Стоицова-Стойкова** за придобиване на образователната и научната степен „доктор“ в професионално направление „Икономика“, докторска програма „**Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка**“.

гр. Благоевград,
04.06.2017 г.

Подпис:
(доц. д-р Елена Ставрова)