

До ИУ – Варна  
Катедра „МИО“

## РЕЦЕНЗИЯ

от проф. д-р Андрей Боянов Захариев, член на Научно жури по открита процедура за защита на дисертационен труд на докторант Бистра Колева Радева на тема: „РЕГУЛИРАНЕ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ ФИНАНСОВИ ПАЗАРИ И ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА“ за придобиване на ОИС „Доктор“ по професионално направление 3.8 - Икономика, докторска програма „Световно стопанство и международни икономически отношения“ към катедра „Международни икономически отношения“, Икономически университет – Варна

### 1. Обща информация

- изготвил становището: проф. д-р Андрей Боянов Захариев, катедра „Финанси и кредит“ при СА „Д. А. Ценов“, Свищов;
- основание за написване на становището – рецензията е написана съгласно заповед на Ректора за назначаване на научно жури, заповед РД №06-852 от 04.04.2019 г. и решение на Научното жури за изготвяне на становище от 08.04.2019 г.;
- автор на дисертационния труд – докт. Бистра Колева Радева;
- тема на дисертационния труд – **„РЕГУЛИРАНЕ НА МЕЖДУНАРОДНИТЕ ФИНАНСОВИ ПАЗАРИ И ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА“**.

### 2. Данни за дисертанта

Докт. Бистра Радева е зачислена през 2016 г. към катедра „МИО“ на ИУ-Варна под научното ръководство на доц. д-р Георги Маринов. Завършила е ИУ-Варна в спец. „МИО“, магистър е по МП „Международен бизнес“. Завършила е гимназия с преподаване на английски език и го владее на ниво С1. Владее и немски и испански език. Хоноруван асистент по „Международен икономикс“ към катедра „МИО“.

### 3. Общо представяне на дисертационния труд

В структурно отношение дисертационният труд включва въведение, три глави, заключение с обобщение на получените резултати от изследването и библиография. Дисертационният труд е в обем от 237 страници, включва 12 таблици и 30 фигури. Използваните източници са над 260.

Докт. Радева фокусира внимание върху проблема за нестабилността на финансовите пазари и възможността за тяхното регулиране. Изследвана е връзката между възвръщаемост, норма на риска и обем на търговията. Разгледани са конкретни модели за определяне на нормата на риска от гл. г. на управлението на риска и инвестициите на фондовия пазар. За авторката борсите се определят като важна част от международните финансови пазари и реал. място, където се пресичат интересите на инвеститори, публични компании и регулаторни органи. Индивидуалните инвеститори, тяхното поведение и роля в пенсионната индустрия е обект на отделно внимание в дисертацията.

**Обект** на дисертационния труд е „регулирането на международните финансови пазари“, а **предмет** респ. „моделиране на връзката регулиране международни финансови пазари – парична политика“.

**Цел** на дисертацията е изследване на влиянието на регулирането на международните финансови пазари и паричната политика върху благосъстоянието на индивидуалните инвеститори.“

За постигане на така поставената цел са формулирани **научни задачи**:

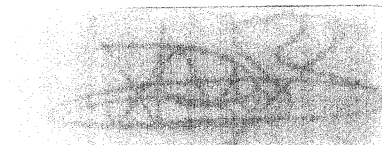
- Да се разкрие същността на регулирането на международните финансови пазари и паричната политика в исторически план, да се уточни теоретичната постановка, да се обоснова същността и природата на международните финансови пазари и паричната политика днес в контекста на ниски лихвени проценти, периоди на бум и сривове, с цел определяне на значението и ролята на регулирането при управление и превенция на подобни явления.
- Да се определи мястото и значението на индивидуалните инвеститори като участници на международните финансови пазари, за да се определи необходимостта от тяхната защита и регулиране.
- Да се разкрият и изследват факторите, които оказват влияние върху инвестиционната активност на индивидуалните инвеститори, за да може получените данни да се използват за разработване на насоки на действие в посока стабилизиране на финансовата система и повишаване ефективността на регулирането.
- Да се изведат данни и да се изследват вътрешноприсъщи характеристики на борсовите индекси.
- Да се дадат препоръки за подобряване на ефективността на регулирането на финансовите пазари.

В дисертацията се защитава следната изследователска **теза**: „Дебатът за ефективността на регулирането на фондовите пазари налага изследване на нормата на риска на финансовите пазари като важен аспект при създаването на стратегии, свързани с регулирането на пазара. Стабилизирането на финансовата система е предпоставка за привличане на индивидуалните инвеститори, чиято инвестиционна активност се налага от пенсионната реформа, но се нуждае от допълнителни стимули. Извеждането на вътрешноприсъщите характеристики на индивидуалните инвеститори и борсовите индекси позволява анализ на състоянието на фондовия пазар и систематизирането на препоръки за повишаване ефективността на регулаторната рамка. Паричната политика е неизменна част от финансовите пазари, като нейната роля и значение са емесени.“

**Извод**: Научният фундамент на дисертацията, заявен чрез така обявените обект, предмет, цел, теза и задачи е научно издържан и прецизно формулиран. Те представят пред научната общност един изграден научен работник, култивиран до етап на защита под негово ръководство на своя научен ръководител – доц. д-р Георги Маринов.

#### **4. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд**

Научният труд отговаря на изискванията за изследване за придобиване на образователната и научна степен „доктор“. В структурен план в глава първа се



достига до извода, че „измерването на ефективността на фондовия пазар е много важно за всички заинтересовани страни - инвеститори, политици и др. Зрелите нива на ефективност на фондовия пазар се възприемат по целия свят като барометър за икономически просперитет и перспектива за изследваната страна. Връзката между цените на акциите и лихвения процент е отрицателна“. В глава втора се установява, че „познанията за управление на финансите в периода непосредствено преди пенсионирането и личностната диспозиция заедно сформират личностното ниво за финансова подготовка“. Във финалната глава трета с помощта на множество изчислителни процедури с високо научно качество се установява, че „разделението на индексите по признака „малък-голям“ пазар е доста отчетливо и ясно видимо при кълстеризацията“. Аргументирано е изведен извода за добре открояваща се връзка при изследването на отношението „риск-доходност“ по съответния индекс при „дългосрочните“ стратегии показващ отчетлива връзка, с пиков момент в периода 2016-2017 г. За източноевропейските индекси е дадена оценка за „носене на относително висок риск при относително ниска доходност“.

**Извод:** Прегледът на дисертацията в съдържателен план позволява да се направи заключение за наличие на изграден учен-изследвател, с богато портфолио от методически инструменти, с прецизно култивирани качества за анализ и синтез и разработка добила своите финални црихи в рамките на благоприятна научна среда на катедрения колектив на катедра „МНО“ при ИУ – Варна.

#### **5. Идентифициране и оценяване на научните и научно – приложните приноси в дисертационния труд**

В автореферата на дисертационния труд са изведени следните основни приносни моменти:

- В критичен план са изведени и изследвани основни концепции при регулирането на финансовите пазари, на база обобщаване на съществуващите теории, с открояване на ролята на индивидуалните инвеститори.
- Осъществено е емпирично проучване, с прилагане на факторен анализ на влиянието на възрастовия фактор при вземане на финансови решения от индивидуални инвеститори.
- Извършено е емпирично проучване, с прилагане на факторен анализ на планирането преди пенсиониране като аспект на управлението на финансите на индивидуални инвеститори.
- Чрез емпирично иконометрично проучване е извършена оригинална класификация на пазарите, базирано на критериална система, изградена върху движението на фондовите им индекси с установяване на връзката между регулирането и самите пазари.
- Авторът формулирани обосновани препоръки към политиката на националния регулатор.

**Извод:** На база представената разработка считам, че посочените по-горе научни и научно-приложни приносни моменти присъстват в дисертационния труд.

## 6. Публикации и участие в научни форуми

Докт. Радева подкрепя своето дисертационно изследване със следните научни публикации и участия в научни форуми:

1. Радева, Бистра. Възрастта като фактор за вземане на финансови решения” - VANGUARD SCIENTIFIC INSTRUMENTS IN MANAGEMENT, vol. 11, no. 1, 2015, ISSN 1314-0582

2. Колева, Бистра. Управление на финансите. Планиране преди пенсиониране - VANGUARD SCIENTIFIC INSTRUMENTS IN MANAGEMENT, vol. 13, no. 1, 2017, ISSN 1314-0582

Доклади: 1. Радева, Бистра. Движение на акциите и GARCH моделиране на борсовите индекси // 23-та Научно-практическа конференция “Глобални и регионални измерения на международните икономически отношения”, СА-Свищов, април 2019 г.

**Извод:** Приложените научни публикации доказват, че е осигурена публичност на работата на докторанта и съответствие с изискванията по ИИЗРАС в Република България. Чрез тях докт. Радева ясно потвърждава своите качества на учен-изследовател. Дадената позитивна оценка от страна на Редакционни колегии и Организационни комитети на научни форуми е атестат за качества и научна издържаност на представената по рецензията за оценка научна продукция.

## 7. Критични бележки и препоръки

Секторното прецизиране и анализ на регулациите вкл. БАЗЕЛ III, Платежоспособност II и т.н. позволяват извеждане на паралели, прилики и различия, които от своя страна да бъдат обект на едно по-задълбочено бъдещо изследването от автора на дисертационния труд.

## 8. Въпроси към дисертанта

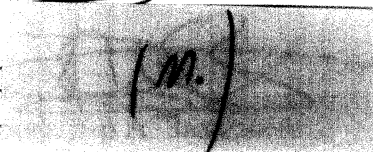
- Какво е влиянието на нарастващите регулации върху достъпа на институционалните инвеститори до финансовите пазари и решенията на техните финансови отдели за активни портфейлни операции?
- Посочете три най-важни ползи и респ. три най-съществени недостатъка, от позициите на паричната политика на БНБ, свързани с прехода на България от режим на валутен борд към членство в Европейския валутен съюз!

## 9. Заключение

На база на оценката на качествата на дисертационния труд, авторефератам публикациите и изведените приноси моменти правя заключение с пълно основание и убеденост да предложа на уважаемото Научно жури да присъди образователната и научна степен „Доктор” по научна специалност „Световно стопанство и международни икономически отношения” на докт. Бистра Колева Радева.

гр. Свищов  
10.05.2019 г.

Изготвил становището  
гг



**РЕЦЕНЗИЯ**

**на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“  
по докторска програма**

**„Световно стопанство и международни икономически отношения“**

**Изготвил рецензията:** доц. д-р Валентина Макни, научна специалност „Международни икономически отношения“, катедра „МИО“ при ИУ-Варна

**Основание за написване на рецензия:** участие в научно жури със заповед № РД-06-852/04.04.2019 г. на Ректора на Икономически университет – Варна и първо заседание на научното жури, проведено на 08.04.2019 г.

**Относно:** дисертационен труд за присъждане на ОНС „доктор“ в професионално направление 3.8 „Икономика“ в ИУ-Варна

**Автор на дисертационния труд:** Бистра Колева Радева, докторант по докторска програма „Световно стопанство и международни икономически отношения“

**Тема на дисертационния труд:** „Регулиране на международните финансови пазари и паричната политика“

**1. Данни за дисертанта**

Бистра Колева Радева е редовен докторант по докторска програма „Световно стопанство и международни икономически отношения“ към катедра „МИО“ при ИУ-Варна в периода 02.02.2015 г. – 02.02.2019 г. (с едногодишен период на прекъсване). Научен ръководител е доц. д-р Георги Маринов. Висшето си образование завършва с пълно отличие в Икономически университет – Варна, като придобива ОКС „бакалавър“ по „Международни икономически отношения“ и ОКС „магистър“ по две научни специалности: „Международен бизнес“ и „Бизнес консултиране“. През 2012 г. печели първо място в конкурс на Община Варна и Териториална организация на научно-техническите съюзи – Варна за „Най-добра дипломна работа“ в направление „Икономика“ на тема „Етични проблеми в маркетинга, насочен към деца“. Има активна публикационна дейност още по време на следването си, което показва сериозните изследователски наклонности и научни перспективи пред докторант Радева.

В периодите 10.2013 – 06.2014 и 02.2015 – 05.2015 г. е хоноруван асистент в катедра „МИО“ към ИУ-Варна, където води семинарни занятия по четири дисциплини в областта на европейската интеграция, международния икономикс и глобализацията.

## 2. Общо представяне на дисертационния труд

Дисертационният труд на тема: „Регулиране на международните финансови пазари и паричната политика“ е в общ обем от 237 страници. Изследването съдържа 12 таблици и 30 фигури. Използваната литература отразява впечатляващите 269 източника, в това число 37 на български език и 232 на английски език, което показва богатата осведоменост на автора и стабилната теоретична и емпирична база, върху която построява своето изследване. Трудът включва въведение, три глави (добре балансиран), заключение и библиография.

Още първото впечатление, което прави разработката, и то се затвърждава до края на дисертационния труд, е многопластовият критичен поглед на автора в областта на международните финанси и паричната политика, който успешно е интегриран в задълбочено научно изследване. Безспорно докторант Радева умело съчетава отличното познаване на специализираната литература с уменията си за прилагане на специфичен статистически и иконометричен инструментариум, за да изследва и открие търсените от нея финансово-икономически и поведенчески зависимости. Всяка следваща глава е пропита с широк спектър от научни подходи и методи с интердисциплинарен характер, като например, факторен и клъстерен анализ, тестове за единични корени, GARCH моделиране, исторически анализ, поведенчески анализ и др. Такова комплексно съчетание на научен инструментариум е рядко срещано явление в дисертационни трудове, а и като цяло в научните изследвания. При това ясно се откроява силно аналитичният и критичен характер на разработката, наситена с много съждения, логически връзки и доказани хипотези. Въпреки, че ръкописът има някои слаби места, той е с характер на цялостен и завършен научен труд, който отговаря на всички изисквания за дисертабилност.

Предметът на изследването е изключително актуален и особено за България, защото връзката регулиране – международни финансови пазари – парична политика, ще има все по-голямо значение за индивидуалните инвеститори и тяхното бъдещо финансово поведение, като се имат предвид демографските тенденции, неадекватността на пенсионната система, волатилността на фондовите пазари, промяната в нормата на риска и др. Всички тези фактори намират отражение в авторското изследване през призмата на по-съвременните теории за финансите, а именно поведенческата икономика. По мое мнение, обектът на изследване би могъл да се преценира, защото на практика обект на изследване са борсовите индекси и индивидуалните инвеститори, а

не регулирането на финансовите пазари като цяло. Но от своя страна докторантът много точно е определил и обосновал ограниченията на своята разработка.

Целта и произтичащите от нея научни задачи са коректно изпълнени. Защитена е изследователската теза. Въз основа на получените резултати и направените анализи авторът отправя конкретни препоръки към регулаторните органи, свързани с подобряване на финансовата грамотност на населението, с цел увеличаване на неговото благосъстояние.

### **3. Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд**

Структурата на дисертационния труд следва строга логическа последователност и оставя впечатление у читателя, че докторантът е напълно наясно какво прави и защо го прави. Редно е да се отчете и високият научен стил и език на разработката и научната убеденост, с която авторът прави своите заключения.

**Първа глава** традиционно съдържа задълбочен анализ на теоретичните концепции и тяхното развитие за регулирането на финансовите пазари и паричната политика. В нея акцент аргументирано намира модерният поведенчески модел във финансовата икономика. Този подход позволява да се докажат и в следствие да се изследват многостранните връзки: индивидуални инвеститори – пенсионни фондове – финансови пазари – парична политика, като фокусът е върху значението и уязвимостта на индивидуалния инвеститор, както и перспективите за по-ефективни политики в посока финансова защита и регулиране.

**Втора глава** развива емпирично, доказаните в литературата поведенчески механизми за анализ на финансовото поведение на инвеститорите в контекста на тяхната значимост за ефективното функциониране и развитие на паричната политика и финансовите пазари. Анализът в тази глава е насочен към вътрешноприсъщите характеристики на индивидуалните инвеститори, защото, както двете проучвания установяват, с помощта на факторен анализ, ниската финансова грамотност на възрастното население води до относително слаба инвестиционна активност, която от своя страна трудно кореспондира с прехвърлянето на отговорността от пенсионната система към вземането на самостоятелни финансови решения от хората, превръщайки ги в индивидуални инвеститори без необходимата финансова подготовка.

**Трета глава** разширява обсега на изследването, търсейки причините за крайностите, т.е. периодите на бум и срив на финансовите пазари, изследвайки движението на борсовите индекси. Стига се до извода, че по-ефективната парична

политика по време и около такива сринове може да оптимизира отношението риск-доходност и да намали нормата на риска. Това би стимулирало активността на дребните акционери в среда на ниски лихвени проценти, предлагайки им по-голяма сигурност и защита, доколкото може да се говори за защита, когато се визират финансовите пазари.

В заключението авторът обобщава изводите от своите изследвания и дава завършек на научното си търсене чрез конкретно формулирани препоръки към следваните политики. Нещо, което липсва в заключението, е открояване на насоки за бъдеща изследователска работа, т.е. в коя област биха могли да се задълбочат изследванията, макар, че на места в изложението има подобни загатвания.

Авторефератът коректно отразява целта, задачите, съдържанието и резултатите в научната разработка.

#### **4. Идентифициране и оценяване на научните и научно-приложните приноси в дисертационния труд**

В автореферата докторантът е приложил справка, съдържаща 5 приноса. Задълбоченото запознаване с представения ръкопис ми дава основание да приема посочените приноси, като четири от тях считам за научни, а последният принос по същество има практико-приложен характер. Той представя авторските препоръки и предложения към националния регулатор, въз основа на получените резултати от емпиричните изследвания. Особено важни към принос №5 считам следните препоръки:

- разработване на система с образователни програми, която да повиши финансовата грамотност на населението още в по-ранна възраст, в това число придържане към практиката на страните с най-развити пазари. Това би стимулирало инвестиционната готовност на индивидуалните инвеститори, увеличавайки финансовите им познания, а от там и тяхното благосъстояние;

- установяване на разпоредби, гарантиращи финансова прозрачност и предотвратяване на пазарни манипулации;

- намаляване нормата на риска чрез поддържане на подходящо отношение риск-възвръщаемост. Това би могло да се постигне с оптимизиране на броя и качеството на професионалистите, които се занимават с независими изследвания, механизми за мониторинг и бързо вземане на решения.



Дисертационният труд на Бистра Радева може да бъде полезен за по-нататъшни изследвания върху поведението на индивидуалните инвеститори, с цел намиране на повече зависимости, отнасящи се към диверсификацията на инвестиционния портфейл.

## **5. Публикации и участие в научни форуми**

За периода на докторантурата Бистра Радева има необходимите самостоятелни публикации от участия в конференции, като в допълнение има и доклади в съавторство, един от които на английски език. Редно е да се отбележи, че авторът има самостоятелен доклад и участие в монография още преди зачисляването ѝ като докторант в ИУ-Варна. Това доказва сериозна наклонност към научно-изследователска работа.

## **6. Бележки и препоръки**

Нямам забележки по същество към работата, но след цялостния прочит, в мен се оформиха няколко въпроса, които са от дигитално естество. В последния доклад за търговия на СТО от 2018 г. основното заключение е, че дигиталните технологии като IoT, изкуственият интелект и блокчейн ще променят все повече потребителските навици и предпочитания. Доколко авторът смята, че новата парадигма на дигиталния свят ще трансформира в перспектива инвестиционния пейзаж на индивидуалните инвеститори? Тук визирам също и една статия на Rahul Jain от 2018 г., в която се твърди, че дигитализацията води до промяна в начина на използване на традиционните инструменти за спестявания и инвестиции, включително инвестициите във взаимни фондове, ELSS фондове, пенсионни фондове, e-wallets, изкуствен интелект и финансови консултации от работи, което в бъдеще може да автомазира цялостния инвестиционен процес, измествайки човешките интервенции.<sup>1</sup> В посочения контекст, според автора, какво отражение би имало всичко това върху поведенческите модели на индивидуалните инвеститори, в това число тяхната склонност към търсене и прилагане на нови методи на инвестиране и доходност? Като продължение на въпроса, може ли да се търси бъдеща промяна в нормата на риска от перспективата на дигиталните технологии?

Вторият ми въпрос е свързан с високата волатилност на финансовите пазари, в частност на фондовите пазари, особено в периоди на финансови кризи, както и високия процент на спекулативна търговия и крупни институционални инвеститори, които на

---

<sup>1</sup> <https://www.businesstoday.in/opinion/columns/digitization-has-led-to-an-increase-in-investments/story/277989.html>

практика имат силно влияние върху пазарите. В този смисъл, доколко реално инвестициите и участието на индивидуалните акционери на фондовите пазари имат добра предпоставка да бъдат защитени?

Препоръката, която бих отправила към Бистра Радева е да продължи да развива научно-изследователските си интереси в сферата на международните финанси и паричната политика, като участва със свои разработки в чуждестранни специализирани научни издания, за да станат научните ѝ приноси достойни на международната академична аудитория.

### **Заключение**

Рецензията на дисертационен труд атестира дисертант Бистра Колева като надежден млад научен работник, който има задълбочена научно-теоретична подготовка, умее да формулира сериозни научни и научно-приложни проблеми, да извършва самостоятелни научни изследвания, използвайки мултидисциплинарен инструментариум, да формулира и интерпретира научни резултати и да предлага адекватни решения.

**Изложеното в настоящата рецензия ми дава основание с пълна убеденост да подкрепя докторанта и да дам своята положителна оценка на дисертационния труд, поради което ще гласувам с „да“ и препоръчвам на уважаемите членове на Научното жури да дадат своя положителен вот за присъждане на Бистра Колева Радева на образователната и научна степен „доктор“ по професионално направление 3.8 Икономика.**

13.05.2019 г.

гр. Варна

Рецензент:

  
/доц. д-р Валентина Макни/