

РЕЦЕНЗИЯ

от член на научно жури Росица Рангелова Павлова, професор в Института за икономически изследвания при БАН, доктор на икономическите науки по обявена процедура от Висше училище по агробизнес и развитие на регионите (ВУАРР) – Пловдив, Факултет по икономика и управление, катедра „Финанси“, за придобиване на образователна и научна степен (ОНС) „доктор“ по професионално направление 3.8. Икономика, научна специалност „Финанси и банково дело“

Автор: Васил Василев Павлов

Тема: Пазарът на деривативни инструменти - развитие, проблеми и перспективи

Научен ръководител: проф. д-р Цветан ИЛИЕВ

1. Обща информация

На основание на чл. 9 от ЗРАСРБ и чл. 43, ал.1 и 2 от Правилника за организация и провеждане на обучението в ОНС „Доктор“ на ВУАРР – Пловдив и доклад на Декана на Факултета по икономика и управление във ВУАРР е взето решение на Факултетния съвет за избор на Научно жури (Протокол № 85 от 26.02.2020 г.).

Със заповед № 78 от 27.02.2020 г. на Ректора на ВУАРР – Пловдив, проф. д-р Марияна Иванова съм определена за член на научното жури за осигуряване на процедура за защита на дисертационен труд на тема „Пазарът на деривативни инструменти - развитие, проблеми и перспективи“ за придобиване на образователната и научна степен „доктор“ в професионално направление 3.8. Икономика, научна специалност „Финанси и банково дело“. Автор на дисертационния труд е Васил Василев Павлов, докторант на самостоятелна подготовка към катедра „Финанси“ във ВУАРР, тема на дисертационния труд - „Пазарът на деривативни инструменти - развитие, проблеми и перспективи“.

Предадените от Васил Павлов материали по защитата включват: заповед на ректора на ВУАРР за определяне на научно жури, автобиография, дисертационен труд, автореферат, справка за научните приноси, списък и копия на публикациите по темата на дисертационния труд, декларация за оригиналност и достоверност и справка за изпълнение на минималните национални изисквания в дисертационния труд за придобиване на образователната и научна степен „доктор“ в професионално направление 3.8. Икономика по научната специалност „Финанси и банково дело“. Списъкът на документите е пълен. Те са добре оформени.

2. Кратки биографични данни за дисертанта

Васил Василев Павлов е получил висшето си образование през периода 1999-2001 г. в Стопанска академия „Димитър Апостолов Ценов“ – Свищов на ниво бакалавър по специалността „Финанси и финансово дело“, а също магистърска програма по „Финанси“, в резултат на което има придобити квалификации „Мениджър - митническа дейност“, „Мениджър - международен бизнес“ и „Мениджър“. В трудовия си живот (посочено от 2009 до 2020 г.) заема финансови длъжности (директор) в „Ню Енерджи Проджектс“ ЕООД и „Дон Инженеринг“ ЕООД. Избраната тема на дисертационния труд съответства на образователната му подготовка и професионална практика.

3. Общо представяне на дисертационния труд

Дисертационният труд е в обем от 151 страници (които обаче, приведени към стандарта от 1800 знака на страница, са доста по-малко). В структурно отношение трудът се състои от увод, три глави, заключение, включително 5 таблици, 20 фигури и 5 приложения. Приложенията се намират от 144 до 151 стр. и се отнасят до разпределение на валутите от извънборсовата търговия, разпределение на валутните двойки от извънборсовата търговия на валутния пазар, разпределение между основните видове деривати към определена дата и анкетната карта за изследване нагласите на потребителите на финансови услуги за използване на деривативни инструменти. Добра идея е поставеният в началото списък на въведените съкращения.

Списъкът на използваната литература включва общо 79 източника, от които 48 са на български език и 31 - на английски език. Използвани са нормативни актове, издадени в Р. България, вкл. актове на КФН и БНБ. Използвани са статистически данни на БФБ, а също на Чикагската борса и BIS – Банката за международни разплащания.

Актуалността на темата на дисертационния труд произтича от това, че на сегашния етап българският капиталов пазар няма развит сегмент за търговия с деривати, като възможност да се хеджира риска от страна на инвеститорите. В условията на все повече глобализацията се свят на свободно движение на стоки, хора и капитали обаче значението на търговията с деривативни финансови инструменти в страната ни все повече нараства, защото създава предпоставки за привличане на инвеститори. Оттам произтича и необходимостта от неговото изучаване и развитие.

Правилно са дефинирани **обектът и предметът** на изследване в дисертационния труд. Поставената **цел** е (цитирам): „да се анализират и разкрият сложните механизми на функциониране и развитие на пазарите на деривативни инструменти и техните възможности за интегриране на българския капиталов пазар“ (с.7). За нейното

изпълнение са формулирани следните **задачи**: (а) да се анализират международните финансови пазари; (б) да се идентифицират специфичните характеристиките на валутните пазари с оглед на възможностите, които предлагат за диверсифициране на риска и постигането на доходност за инвеститорите чрез вложения във валутни деривати, като се предложат работещи решения за въвеждане на палитра от деривативни инструменти и на българския капиталов пазар; (в) да се анализират проблеми на Българска фондова борса – София АД, оказващи въздействие върху решенията на инвеститорите; (г) да се формулират предложения за промени в съществуващите регулаторни режими у нас, свързани със създаването на условия за търговия с деривативни инструменти на българския капиталов пазар по примера на развитието на подобен вид инструменти на валутните пазари (с. 7-8).

Изследователската теза се отнася до деривативните инструменти само в България и се изразява в това, че (цитирам): „предлагането на деривативни инструменти на българския капиталов пазар, по примера на валутния, създава предпоставки за повишаване на неговата капитализация, за подобряване равнището на ликвидност в икономиката като цяло и за свеждане на рисковия профил на инвестициите у нас до приемливи нива. Всичко това създава стимули за развитие на стартъпите и малките компании“ (с. 8). Правилно е определена и **използваната методология** за изследване. Внимани заслужават и приетите **ограничения** при изследването – то е фокусирано върху особеностите на пазарите на валутни деривати, като основа за развитието на пазар на такива инструменти на основата на различни видове ценни книжа, но не и сделките с деривати на стоковите пазари.

4.Преценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд и мнение относно коректността на автореферата на дисертационния труд

Съдържанието на дисертационния труд е структурирано съобразно темата на дисертацията. То е представено в три логично последователно подредени и пропорционално разпределени по обем глави.

Първа глава има постановъчен характер. В нея са описани същността и особеностите на деривативните инструменти, показано е възникването на пазарите на деривативните сделки, като се преминава по-нататък към същността на валутния пазар, възможностите за арбитраж като основен мотив за участие на валутните пазари и финансовия инженеринг като съвременна структура. **Втора глава** разглежда деривативните инструменти и по-конкретно класифицирането им. Последователно са

разгледани: форуърдни и фючърсни сделки, опционни сделки лихвени и валутни суапи, кредитни и ипотечни деривати, индексни дериватни инструменти. Сполучливо е коментирана и вплетена ролята на ИКТ за развитие на деривативните инструменти, специфичната роля на търговските банки у нас и др.

На базата на въведените познания **трета глава** следва да очертае проблемите и перспективите пред развитието на деривативните инструменти. Това е направено в условията на България, което повишава полезността на дисертацията за нас. Критично са анализирани възможностите на капиталовия пазар в страната ни за въвеждане на деривативни инструменти. Отбелязана е липсата на желание във вземащи решения в тази област за създаване на условия за пстартране на търговия с деривати на фондовия ни пазар. Докторантът подчертава факта, че развитието на деривативни инструменти ще привлече допълнителен капитал към фондовата борса и към капиталовия пазар в страната, което би увеличило и интереса към стоковите борси.

Основната част в тази глава е проведеното анкетно проучване (138 респондента) на инвестиционните намерения за използване на деривативни инструменти в България. Описанието на резултатите е ясно и коректно. Докторантът с основание разчита, че по този начин се очертават познанията по темата и склонността за участие на три основни групи респонденти, а също проблемите и перспективите пред пазара на деривативни инструменти в България. В резултатите се откроява фактическото положение, че тези инструменти изобщо не стоят в ползрението им, когато става дума за инвестиране на собствените им спестявания. На тази база, както и от практиката в страната по отношение на пазарния индекс СОФИКС докторантът дава предложения за регулаторни промени, свързани с търгуване на деривативни инструменти на пазара в България, сред които са: по-активно развитие на университетското образование по управление на риска и дериватите, а също на по-кратки обучителни курсове (в университетите) по деривативни инструменти, за да имат инвеститорите лостове за управление на риска.

Авторефератът е в обем от 49 страници (плюс приложени справки) и е направен според изискванията, като отразява основните резултати, постигнати в дисертационния труд.

5. Определяне и оценяване на научните и научно-приложните приноси в дисертационния труд

Приносите в дисертационния труд имат научно-приложен характер. Те са правилно описани от докторанта и се отнасят до следното:

- Описани са характеристиките и спецификата на използваните деривативни инструменти, които се срещат на основните международни финансови пазари. Направена е класификация на деривативните инструменти, чрез които се цели диверсифициране на риска и постигането на доходност за инвеститорите.

- Проведено е емпирично изследване, по-конкретно анкетно проучване с което на извадков принцип се очертават нагласата на българите и перспективите за използване на деривативни инструменти от тях като потенциални инвеститори в България.

- Формулирани са предложения, свързани с развитие на приложението на деривативни инструменти на българския капиталов пазар.

6. Публикации и участие в научни форуми

Докторантът Васил Павлов има три публикации по дисертационния труд. Две от тях са статии, публикувани в нереферирани списания с научно рецензиране. Едната е на тема „Особености на пазара и деривативните инструменти в България“ и е публикувана в колективната монография „Устойчиво развитие и конкурентоспособност на регионите“, изд. на ВУАРР, 2018 г. (e-book). Другата е на тема „Деривативни финансови инструменти – основни видове, характеристики и тенденции на глобалния пазар“, публикувана в списание „Ново знание“ (2019 г.). Третата публикация е доклад на Международна юбилейна конференция на ВУАРР от 2018 г., на тема „Проблеми на въвеждането на деривати на българския фондов пазар“ и е публикуван в същото списание („Ново знание“). Темите на публикациите съответстват на тази на дисертационния труд и отразяват части от него. Те са достатъчни по обем и по съдържание и като количествени изисквания за провеждане на настоящата защита. Според приложената справка за изпълнението на минималните национални изисквания за придобиване на ОНС „доктор“ в професионалното направление 3.8. Икономика по научната специалност „Финанси и банково дело“ Васил Павлов притежава общо 30 точки за своите 3 научни публикации.

7. Критични бележки и препоръки;

Критичните бележки могат да бъдат насочени към характера на изследване. Възможно е това да се предполага донякъде от спецификата на темата на дисертационния труд „Пазарът на деривативни инструменти - развитие, проблеми и перспективи“. Първите две глави имат по-скоро описателен (разказвателен) и по-малко аналитичен характер. Третата глава компенсира в голяма степен това и показва уменията на докторанта да вижда и поставя критично въпросите. Препоръчвам му да

засилили аналитичната страна в работата си. На базата на натрупаните познания той може да го прави.

Предпоследната точка в трета глава разглежда предизвикателства пред правното регулиране на пазарите на деривативни инструменти в англосоксонските държави. Тук възникват въпросите – защо се поднасят точно тези въпроси на точно страните с най-развити капиталови пазари в главата, посветена на България. Очаква се да има обяснение за това. Ако се търси сравнение или пример за България, по-логично би било да се спомене състоянието на тези пазари в някои страни на ЕС.

Друга конкретно бележка е, че за някои от цитираните автори се остава с впечатление за цитиране без особена нужда, например между другите е: „Както посочва и проф. Минасян “решаването на дълговия проблем в световен план отнема немалко усилия...”, това е повече от тривиално.

8. Въпроси към дисертанта;

1. Докторантът основателно посочва, че разпространението на деривативните инструменти (цитирам) „се развива изключително бързо в годините, предхожащи глобалната финансова криза от 2008 г., основно поради разхлабените регулации на този тип пазари.“ Как по-точно би обяснил това?

9. Заключение

Дисертационният труд показва, че докторантът Васил Василев Павлов притежава добри теоретични знания и умения за анализ. Трудът съдържа научно-приложни и практико-приложни резултати, които могат да се разглеждат като принос на докторанта. Представеният комплект от материали съответства на специфичните изисквания на Правилника за организация и провеждане на обучението в ОНС „Доктор“ на ВУАРР.

Предвид гореизложеното, давам своята *положителна оценка* за рецензирания дисертационен труд на тема „Пазарът на деривативни инструменти - развитие, проблеми и перспективи“, постигнати резултати и приноси. *Предлагам на Научното жури да присъди образователната и научна степен ‘доктор’* на Васил Василев Павлов в професионално направление 3.8. Икономика, научна специалност „Финанси и банково дело“ във ВУАРР – Пловдив.

23 март 2020 г.

Рецензент:

проф. д.ик.н. Росица Рангелова Павлова