

**До Председателя на научното жури
за оценяване дисертационен труд
на докторант Стоименка Тонова
кандидат за присъждане на образователната
и научна степен „доктор“ по научната специалност
05.02.05 „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“**

Р е ц е н з и я

**от доц. д-р Ренета Маринова Димитрова, НБУ, хабилитирана
по научната специалност 05.02.05 „Финанси, парично обръщение, кредит и
застраховка“ за придобиване на научната степен „доктор“ по професионално
направление 05.02.05. „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ с
кандидат Стоименка Тонова**

Относно: Дисертационен труд на тема „Стратегии за управление на риска на инвестиционен портфейл с деривати“, научен ръководител проф. д-р Радослав Цончев

Рецензията се представя съгласно Заповед № 3 – РК - 355 от 06.07.2015 г.

1.Общо представяне на дисертационния труд

Дисертационният труд е посветен на тема с голяма **актуалност и значимост** – управлението на риска. Научните интереси на докторанта в тази област са концентрирани тясно върху възможностите да се управлява инвестиционен портфейл. В тази посока в дисертационния труд на Стоименка Тонова се търси отговор на въпроса какви са възможностите за приложение на дериватите за управление на риска.

Докторантът обявява като **обект** на изследване процесът по управление на риска на инвестиционен портфейл. Що се отнася до **предмета** на научното изследване, той е приложението на стратегии с деривати за управлението на риска на инвестиционен портфейл.

Целите и задачите са точно формулирани. Основната **цел** на дисертационния труд е формулирането на подход за управление на риска на инвестиционен портфейл на институционален инвеститор чрез прилагането на стратегии с деривати и изследване на резултатите от неговото приложение. Авторката е посочила и изследователските **задачи**, които подпомагат постигането на горепосочената цел и те са:

- Анализ на процеса по управление на риск, и по-конкретно на средствата за управление на риска и оценяване на резултатите от управлението на риска в контекста на управлението на инвестиционния портфейл.

- Анализ на нормативната среда, в която се извършва управлението на инвестиционен портфейл на институционален инвеститор.
- Систематизиране на стратегиите за управление на финансови рискове чрез деривативни инструменти.
- Формулиране на подход за управление на риска на инвестиционен портфейл на институционален инвеститор с деривати.
- Изследване на представянето на бенчмарков инвестиционен портфейл на база на исторически данни.
- Създаване на модифициран инвестиционен портфейл посредством подхода за управление на риска на инвестиционен портфейл с деривати.
- Изследване и сравняване на представянето на бенчмарковия и модифицирания портфейл на базата на исторически данни и на базата на компютърна симулация.
- Анализ на резултатите от прилагането на подхода за управление на риска на инвестиционен портфейл с деривати.

Въз основа на добре обоснованите цел и задачи на изследването, докторант Тонова е формулирала и изследователската теза и тя е, че традиционният подход на диверсификация и консервативно управление на риска на инвестиционните портфели на институционални инвеститори може да бъдат модифициран с помощта на стратегии с деривати за управление на риска с цел постигане на по-добро представяне на портфейла по отношение на релацията риск-възвръщаемост.

Методологията на проведеното изследване съответства на поставените цели и задачи и се осъществява чрез използването на три основни подхода:

- теоретичен анализ на процеса по управление на риска и приложението на стратегии с деривати в този процес;
- провеждане на емпирично изследване, обхващащо периода 31.05.2011-30.09.2013., което е авторско, като при събирането и анализа на данните е използван традиционен за подобен тип изследвания инструментариум;
- провеждане на компютърна Монте Карло симулация за тестване на така предложения подход за управление на риска с деривати.

2.Проценка на структурата и съдържанието на дисертационния труд

Дисертационният труд има класическа структура, състояща се от увод, три глави, заключение, използвана литература и приложения. Дисертационният труд, представен пред научното жури за становище, е разработен в обем 226 стр. и е структуриран: увод – 6 стр., три глави – 157 стр., заключение – 6 стр., приложения – 45 стр., използвана литература – 9 стр.

Проценява се положително, че за написване на дисертационния труд докторант Тонова използва и цитира автори на много литературни източници – 114 източници на български, руски и английски език. Това говори за научната осведоменост на докторанта по темата на дисертацията, което отговаря на изискването за придобиването на образователната и научна степен „доктор“. Докторант Тонова коректно е цитирала представителен брой автори.

Дисертационният труд е представен пред научната общност в 8 публикации – в съавторство и самостоятелно, от които 3 научни статии в списания и 5 научни доклада в тематични сборници, един от които е отпечатан в чужбина.

Дисертационният труд, представен за рецензия, се преценява като **обхватно и задълбочено монографично изследване** върху научната логика за научни трудове с теоретико – приложно естество. Докторант Тонова разработва в теоретичен аспект авторов подход за управление на риска на инвестиционен портфейл с деривати, а след това разработва и конкретен бенчмарков и модифициран модел. Преценката за дисертационния труд е и че е изпълнен успешно на основата не само на добро познаване на проблемите по управление на рисковете, но и на използваната специализирана литература, посветена на тези въпроси.

3. Научни и научно-приложни приноси в дисертационния труд

Дисертационният труд на докторант Стоименка Тонова съдържа **важни научни и научно-приложни приноси**, сред които можем да откроим следните:

Първо. Синтезирани и обобщени са знанията за дериватите, анализирани са и конкретните стратегии за управление на рисковете и на основата на това са надградени знанията за приложение на дериватите в стратегиите за управление на риска.

Второ. Докторант Тонова аргументира необходимостта от модернизиране на националната нормативна рамка за инвестиционната дейност на институционалните инвеститори, основаваща се на принципа за свободно движение на капиталите. Като принос се преценяват предложените насоки за доразвиване на националната нормативна уредба в областта на инвестиционната политика на институционалните инвеститори, като се вземат предвид Общеевропейските регулации.

Трето. Авторът на рецензията преценява като научно-приложен принос формулираният подход за управление на риска на портфейл чрез стратегии с деривати. Този подход е апробиран по отношение на инвестиционния портфейл на български институционален инвеститор, като заедно с това е доказана убедително неговата ефективност по отношение на широк кръг от институционални инвеститори.

Четвърто. Разработен е и е приложен на практика авторов подход за управление на риска, който да дава възможност за постигане на социално значими резултати чрез прилагането му от институционален инвеститор – застрахователно дружество.

4. Оценка на автореферата и публикациите по дисертационния труд

Авторефератът съответства на съдържанието на дисертационния труд и от прочитането му се добива представа за изпълненото от докторанта научно изследване.

Справката за приносите в дисертационния труд е обявена като състав на автореферата. Преценката за тях е, че са съществени и представляват научните качества на дисертационния труд.

5. Критични бележки и препоръки

Направените на вътрешната защита бележки и препоръки от автора на настоящата рецензия са отразени в окончателния вариант на дисертационния труд.

1. Като бележка към дисертационния труд би могло да се посочи това, че в него няма представена достатъчно пълна обосновка на избора на решенията за инвестиране, както и на решенията за избраните подходи за управление на риска.

2. Липсва мотивирана обосновка на действия, с които според докторант Тонова се цели преструктуриране на портфейла. Например на с. 132 се твърди, че продажбата на две емисии краткосрочни ценни книжа е продуктувана от това, че те имат отрицателна преоценка – липсват доказателства. Но – нататък тези държавни ценни книжа се заменят с корпоративни ценни книжа, за които се твърди, че цената им няма да се промени значително. Това значително колко е – с 5 %, с 10 % или?
3. Оптимизацията на инвестиционните портфейли чрез стратегии с деривати е широко обсъждана тема. Значителни са проблемите в практико-приложен аспект, в т.ч. и по отношение на факторите, които въздействат върху прилагането на такива стратегии. По този въпрос дисертант Тонова би могла да продължи да работи.

Заключение

Върху дисертационния труд на докторант **Стоименка Тонова** откъм актуалност, обхвата на проблематиката и изпълненото научно разработване се дава **положителна оценка**. Като член на научното жури с представената рецензия за научните качества на дисертационния труд ще гласувам с убеденост за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ по научната специалност 05.02.05 „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ на докторант **Стоименка Тонова**.

**05.10.2015 г.
гр. София**

**Изготвил рецензията:
доц. д-р Ренета Димитрова**