



УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

РЕЦЕНЗИЯ

От: Доц. д-р Жеко Николаев Милев
Университет за национално и световно стопанство
Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка/05.02.05/

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка/05.02.05/в УНСС.

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед №3669/20.12.2024г. на Ректора на УНСС.

Автор на дисертационния труд: Таня Георгиева Павлова
Тема на дисертационния труд: „Инвестиционна политика и декомпозиране на портфейлното представяне на български пенсионни фондове с дефинирани вноски“

1. Информация за дисертанта

Таня Георгиева Павлова се е обучавала по докторска програма към катедра „Финанси“ на Финансово-счетоводния факултет на УНСС по научна специалност Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка /05.02.05/ съгласно Заповед на Зам.-ректора по НИД на УНСС №496/17.03.2016 г. Обучението е осъществено в редовна, а впоследствие и в задочна форма през периода 2016 - 2023

Дисертантката е родена на 15.10.1992 г. в гр. Пирдоп. Придобива средното си образование в СОУ „Саво Савов“, гр. Пирдоп в специализирана паралелка „Информационни технологии с интензивно изучаване на английски език“. Следва придобиване на ОКС „Бакалавър“ в УНСС, специалност „Финанси“ в периода 2010 – 2014 г. и ОКС „Магистър“ в същия университет, специалност „Финансов мениджмънт“ в периода 2014-2015 г. През 2015г. е избрана за стипендиант на фондация „Атанас Буров“, а след това печели и приза „Магистър на годината“ в УНСС.

Професионалната кариера до момента на Таня Георгиева Павлова е основно в областта на финансите и счетоводството. Има изкарани стажове във „Финансово-счетоводния“ отдел на Елаците-мед ЕАД и дирекция „Бюджет“ на Министерството на финансите. Впоследствие в периода 2014-2017 г. е хоноруван асистент към катедра „Финанси“ на УНСС, в периода 2016-2019 г. е външен експерт към Националната агенция за оценяване и акредитация, а от 2021 г. до момента работи като счетоводител във фирма Златимекс ЕООД

Таня Георгиева Павлова е зачислена в редовна докторантура, считано от 22.02.2016г. по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (Финанси на социалното осигуряване)“. В редовния срок на докторантурата взима с отличен всичките си докторантски изпити и участва по програма Еразъм+ мобилност в Poznan University of Technology, Полша. Считано от 22.02.2019 г. докторантурата е удължена с една година, а след това считано от 01.12.2019 г. е прекъсната два последователни пъти за срок от една година поради бременност и майчинство. Считано от 01.12.2021 г. докторантурата е трансформирана в задочна, субсидирана от държавата. Докторантката е отчислена с право на защита, считано от 22.02.2023 г. със Заповед на Ректора на УНСС №779/28.03.2023г.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е с общ обем от 327 стр. и включва увод (8 стр.), изложение в три глави (263 стр. с 23 фигури и 13 таблици), заключение (4 стр.), библиография (16 стр.) и две приложения (28 стр.) Библиографията включва 195 заглавия, от които 22 на български език в т.ч. 4 нормативни акта, а останалите са на английски език.

Дисертантката прави анализ на инвестиционната политика и представяне на пенсионните фондове с дефинирани вноски, като фокусът е поставен върху универсалните пенсионни фондове в България. Темата е изключително актуална, както от финансова и инвестиционна гледна точка, така и от гледна точка на протичащата и в момента дискусия сред професионалната общност за въвеждане на мултифондова система за управление на активите на българските универсални пенсионни фондове. Темата има своята актуалност и в европейски контекст, имайки предвид реформите, които протичат в повечето страни на Стария континент по отношение на пенсионното осигуряване.

Дисертацията започва с увод в рамките на който докторантката ясно и точно дефинира:

1. изследвания обект, а именно пенсионните фондове с дефинирани вноски и в частност българските универсални пенсионни фондове;
2. предмета – прилаганите на практика инвестиционни политики и оценка на целесъобразността на инвестиционните решения на портфейлните мениджъри
3. целта на дисертационния труд – „представянето на независим анализ на важни аспекти от инвестиционната политика и практики на българските задължителни пенсионни фондове с дефинирани вноски с оглед извеждането на безпристрастни изводи и препоръки за подобряване на инвестиционния дизайн на универсалните пенсионни фондове в България“
4. изследователската теза, в центъра на която стои идеята, че „адекватната инвестиционна политика и ефективното ѝ имплементиране са от ключово значение за постигане на целевите инвестиционни резултати“
5. задачите за изпълнение – докторантката дефинира 11 задачи за изпълнение, които считам, че са поставени изцяло в контекста на поставената цел и изследователска теза

Първа глава от разработката е със заглавие „Капиталовите пенсионни фондове с дефинирани вноски – инвестиционна политика и ключови решения при управлението на портфейлите им“. В рамките на тази част са представени капиталовите схеми с дефинирани вноски, като докторантката последователно разглежда: тяхната същност, постепенния преход от капиталови схеми с дефинирани плащания към такива с дефинирани вноски и причините за тяхната нарастваща популярност, актуалните тенденции и добри практики при този тип схеми. Като цяло написаното в тази част от дисертацията е на много високо ниво, има необходимата дълбочина и обоснованост, използваните източници на информация са наистина много и с разнообразен характер

Втора глава от разработката е озаглавена „Модели за декомпозиране на портфейлното представяне и бенчмаркът, като ключов елемент/компонент от анализа“. Тази част от дисертацията е посветена на различните модели за оценка на представянето на инвестиционните портфейли. Докторантката е разгледала, както класически така и някои неконвенционални модели за оценка на портфейлното представяне посредством различни видове регресии. Подобно изследване се прави за първи път в България, особено по отношение на дългосрочни инвеститори

като пенсионните фондове. Докторантката прави някои съществени изводи в края на частта, като успешно демонстрира възможностите си да анализира засегнатата проблематика и да откроява важните моменти, имащи значение при анализа на портфейлите от активи.

Трета глава от разработката е озаглавена „Анализ на инвестиционната политика и декомпозиране на портфейлното представяне на българските универсални пенсионни фондове“. Тази част от дисертацията на практика се явява и център на извършената изследователска работа от страна на докторантката. Тя представя основни моменти от инвестиционните политики на всички универсални пенсионни фондове в България, като акцентира върху отбелязаните в тях: еталони, спрямо които самите фондове съпоставят доходността си, инвестиционните цели, инвестиционния хоризонт, риск профил и стратегическо разпределение на активите, ако има упоменато такова. Направено е специфично групиране на активите по класове с цел по-нататъшно декомпозиране на портфейлното представяне по модела на Brinson и определяне на представителен индекс за всеки клас активи.

Считам, че цялостният анализ, който прави докторантката притежава завидна дълбочина за характера на представената разработка. Използваните данни са актуални. Достигнатите резултати са ясно показани в редица таблици и графики в рамките на самото изложение. Изводите, до които се достига са много добре обосновани.

От съдържанието на дисертационният труд могат да се направят следните основни изводи:

Първо. Считам че направеното изследване от страна на Таня Павлова е с безспорна актуалност. Използваната библиография е изключително богата и разнообразна. Разглежданите от докторантката въпроси са в центъра на вниманието на всички онези, които се занимават с теми, касаещи инвестиционното представяне на пенсионните фондове в България.

Второ. Дисертацията има ясно формулирани обект, предмет, цел и задачи. Защищаваната теза е с безспорна актуалност и може да служи за разработка на дисертационен труд.

Трето. С убеденост мога да твърдя, че докторантката:

- познава литературата и научните достижения в научната област, в рамките на която са изследваните в дисертацията проблеми;
- добре е открила нерешените и частично решените проблеми, свързани с инвестиционната дейност на универсалните пенсионни фондове в България;

- безспорно е демонстрирала способности за самостоятелно научно изследване, критично осмисляне на съществуващи научни тези и аргументиране на собствените позиции;

- правилно е интерпретирала резултатите от научното си изследване, като ги е оформила и представила разбираемо, логично и с необходимата прецизност.

Четвърто. Представените модели за декомпозиране на инвестиционното представяне на портфейлни инвеститори са анализирани в много голяма дълбочина, описани са много добре положителните и отрицателните им страни и е демонстрирано как могат да бъдат използвани при оценката на българските универсални пенсионни фондове.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Дисертационният труд има ясно изразена практико-приложна стойност и би представлявал интерес за значително по-широк кръг читатели. Инвестиционното представяне на пенсионните фондове в България е под светлината на прожекторите вече повече от 20 години. Споровете относно постигнатата доходност не стихват и подобни изследвания имат възможност да поставят дебата на съвсем различна основа, тъй като въвеждат обективен и обоснован критерий, спрямо който може да се оцени до каква степен мениджърите на пенсионните компании у нас съумяват да допринесат за увеличаване на стойността на средствата по индивидуалните партии. Приложеният на практика модел за декомпозиране на инвестиционното представяне е добре обоснован, а резултатите от него са ясно представени и анализирани. Използваните изследователски методи в рамките на дисертационния труд включват основно исторически и сравнителен анализ, статистически анализ, иконометричен анализ. Безспорно считам, че дисертантката е успяла да изпълни поставените в началото на труда задачи и по този начин да постигне заявената цел и да защити своята изследователска теза.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

В рамките на дисертационният труд дисертантката посочва следните основни научно приложни приноси

1. Систематизирани и обобщени са добрите световни практики по отношение на дизайна на предлаганите от пенсионните фондове с

- дефинирани вноски продукти и по отношение на изграждането и имплементирането на инвестиционните политики.
2. Направен е обстоен преглед на теоретични концепции, модели, професионални стандарти и емпирични изследвания за оценка и декомпозиране на портфейлните резултати
 3. Обобщени са професионалните стандарти и практики при избора на бенчмарк, спрямо който да се измерват и оценяват инвестиционните резултати и е аргументирана необходимостта от възприемането на специално конструирани референтни/ бенчмарк пасивни пазарни индексни портфейли с подходяща структура и рисково-доходни характеристики за целите на мониторинга и оценката на ефективността на портфейлния мениджмънт на пенсионните фондове в България
 4. Конструирани са подходящи от гледна точка на портфейлна структура и рисково-доходни характеристики бенчмарк портфейли от представителни пазарни индекси за двата най-големи универсални пенсионни фонда в България за периода 2013-2023 г. чрез прилагане на базиран на доходността стилев анализ на Sharpe (1992), още известен като "Return-based style analysis (RBSA)" при определянето на фиксираните бенчмарк тегла на отделните пазарни индекси за три подпериода с цел отчитане на значими промени в портфейлната структура
 5. Апробиран е модела за декомпозиране на портфейлното представяне на Brinson (във варианта на Brinson-Fachler при изчисляването на активната доходност от тактическа алокация) върху портфейлите на двата най-големи универсални пенсионни фондове в България през периода 2013-2023 г.

Считам, че всеки един от посочените приноси наистина може да бъде идентифициран в рамките на представения труд и заслужава висока оценка. Особено внимание следва да се обърне на приноси 4 и 5, където авторката демонстрира обоснован подход за конструиране на бенчмарков портфейл, спрямо който да бъдат оценявани резултатите на универсалните пенсионни фондове и впоследствие го апробира спрямо активите и реализираната доходност от тях на двата най-големи пенсионни фонда в България.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Публикациите, свързани с дисертационния труд са общо шест. От тях пет са докладите, представени на различни научни конференции и впоследствие публикувани в сборници с доклади. Три от докладите са самостоятелни, а два са в съавторство. Една от публикациите е статия, публикувана в колективната монография. Всяка една от публикациите представя различни съществени аспекти от дисертацията и заслужават висока оценка. Считаю, че изследването на дисертантката би могло да бъде представено в повече публикации, индексирани в по-значими бази данни, тъй като то има всички необходими достойнства за това.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът е добре структуриран. В него са отличени коректно обекта, предмета на изследване, целта на написване на дисертацията, изследователската теза и задачи. Дисертантката правилно е подбрала най-съществените елементи от своето изследване и ги е представила разбираемо и достатъчно синтезирано. Налице е също така справка с приносните моменти и такава за публикациите, свързани с дисертационния труд.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Основната ми препоръка към дисертантката е да продължи своите изследвания в тази интригуваща област, каквато са инвестициите на пенсионните фондове с дефинирани вноски. Изследванията в тази област са наистина малко и са необходими допълнителни проучвания на това ниво и в бъдеще.

Въпрос по дисертационния труд: Считате ли, че българските пенсионни фондове трябва да залагат в по-голяма степен на инвестиции в чужбина, предвид възможността те да бъдат по-лесно оценявани спрямо определени бенчмаркови портфейли. В тази връзка каква, според Вас, трябва да е тежестта на инвестициите в местни активи, търгувани на българския капиталов пазар?

8. Заключение

Дисертационният труд отговаря на изискванията на Закона за развитие на академичния състав, Правилника за неговото прилагане и Правилника за учебната дейност на УНСС. С настоящата рецензия давам своята положителна оценка за проведеното изследване, представено в дисертационния труд, автореферата и публикациите. Предлагам на Почитаемите членове на Научното жури да се присъди образователната и научна степен „Доктор” на Тания Георгиева Павлова.

Дата: 31.01.2025
гр. София

Подпис: 
/доц. д-р Ж. Милев/