



СТ А Н О В И Щ Е

От: проф. д-р Станислав Димитров Петков

Висше училище по застраховане и финанси - София / ръководител
Катедра „Финанси и застраховане“

Научна специалност: Икономика /Капиталови пенсии и финансов
мениджмънт/

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна
степен „доктор“ по професионално направление 3.8. Икономика, научна
специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ в
УНСС

Автор на дисертационния труд: Вилизар Богданов Чупетловски

Тема на дисертационния труд: Икономически ефекти от
интегрирането на фондовите пазари в страните от Балканския регион

Научен ръководител: доц. д-р Петър Чобанов

Основание за представяне на становището: участие в състава на научното
жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 1645 /
23.06.2023 г. на Ректора на УНСС

1. Информация за дисертанта

Дисертантът Вилизар Чупетловски се е обучавал по докторска програма към Катедра „Финанси“ на УНСС по научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“. Обучението е осъществено в задочна форма през периода след месец март 2019 г.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е с обем 212 страници. От тях, основното изложение е в 196 страници. Работата е структурирана в Съдържание, Списък на таблици, Списък на фигури, Списък на съкращения, Увод, Три глави, Заключение, Изводи, Препоръки, Приноси и Използвани източници.

Общият брой на илюстрациите е 78, като броят на включените таблици е 30, а този на фигурите - 48.

Списъкът на библиографията се състои от 234 източника. От тях 29 са на български език и 127 на английски език. 23 са източниците-нормативни актове и 55 са източници страници в Интернет. Прави впечатление сравнително малкият брой ползвани източници от български автори – по-малко от 20.

Техническите изисквания за изготвяне на дисертационен труд са спазени от докторанта.

Уводът представлява въведение в проблематиката. Авторът обосновава актуалността на темата, обекта и предмета на изследването, тезата, целите и задачите на изследването, ограниченията на изследването, степента на разработеност на темата и методологичната основа на дисертационния труд.

Първа Глава е озаглавена «Нормативна, техническа и теоретична основа на изследването». Обемът на Първа Глава е 58 страници. Тази част от изследването е структурирана в шест точки. Извършен е преглед на литературата по темата. Разгледани са борсови обединения като Euronext и See Link. Сравнително кратък е анализът на дейността на See Link, която инициатива много се доближава до предлаганата от докторанта в дисертацията. Анализирани са историческото и техническото развитие на фондовите борси от Балканския регион. Описани са нормативните характеристики на фондовите борси от Балканския регион. Извършен е исторически преглед на междудържавните отношения от Балканския регион.

Втора Глава е с наименование «Емпиричен анализ и оценка на пазарни данни». Обемът на Втора Глава е 76 страници. Тази част от изследването е структурирана в шест точки. Извършено е изследване на пазарната капитализация – в абсолютни стойности и спрямо БВП. Извършен е анализ на оборотите на фондовите борси. Извършено е изследване на индексите и на търговските сегменти. Прави впечатление, че не е анализирана Стратегията за развитие на българския капиталов пазар от 2016 г. и сравнително малко внимание е отделено на плана ЕК за

Съюз на капиталовите пазари.

Емпиричният анализ е насочен по-скоро към анализ на данни за търговия, без да има обвързване на тезата на дисертацията с анализ на исторически данни и прогнози за развитието на борсовите пазари.

В допълнение, на места в анализа не са включени актуални данни, например данните за Euronext на стр. 79 са до 2020 г., без да са включени данни за 2021 г. и 2022 г.

Трета Глава е със заглавие «Приложение на Единната Балканска фондова борса». Обемът на Трета Глава е 45 страници. Тази част от изследването е структурирана в пет точки. Представено е развитието на Единна Балканска фондова борса. Анализирани са проблеми при създаването на Единна фондова борса. Изследвани са финансовото отчитане и анализиране на емитенти. Анализирани са мерки и иновации, подпомагащи развитието на Единна Балканска фондова борса. Разгледан е очакваният ефект от Единна Балканска фондова борса. Не е представен модел за прогнозиране на очакваните ефекти с конкретни допускания, прогнози и оценки от автора. Например, брой нови листвани компании, ръст на броя сделки, ръст на обемите търговия и др.

Положителен атестат е, че всяка глава завършва с изводи от изследването от съответната част на дисертацията.

Дисертационният труд съдържа логическа връзка между заглавие, структура, съдържание, теза и изводи.

Би могло авторът да избере по-адекватна структура на тезата си, с

което по-добре да аргументира и докаже тезата на дисертацията. Например, проучване сред емитентите, проучване сред потенциални емитенти, проучване сред институционалните инвеститори, проучване сред индивидуални инвеститори, проучване сред инвестиционни посредници, проучване сред борсовите оператори и др.

Положително за изследването би било да се включи анализ на различните източници на финансиране на компаниите и по-специално банковото кредитиране и набирането на капитал от финансовите пазари, анализ на активите на банките, корпоративното банково кредитиране, размер на спестяванията в банки, активи на институционалните инвеститори, структура на инвестициите на БФБ и на чужди пазари, размер на паричните средства в портфейлите на институционалните инвеститори и др.

За разглежданата тема от докторанта е наложително по-подробно да бъдат разгледани инициативата на ЕК за Съюз на капиталовите пазари, борсовите обединения като See Link.

За подкрепа тезата на докторанта би било добре да се анализират ефектите на отделните пазари, част от Euronext, преди и след присъединяването към обединението.

Положително за изследването би бил подробен анализ на други обединения като NASDAQ Nordics /обхващащо четири държави/, NASDAQ Baltics /обхващащо три държави/, Wiener Borse /обхващащо операторите във Виена и Прага/.

В допълнение, в изследването липса достатъчен анализ защо няма обединение на борсовите оператори в Централна Европа /Чехия, Унгария, Полша и Словакия/ или в други региони. Добре би било да се включи анализ и на неуспешни в някаква степен проекти, пример CEE Stock Exchange Group /от първоначалното обединение излизат борсовите оператори в Унгария и Словения/. Също положително за изследването би бил анализа на двойни паралелни листвания, например за компании на фондовите борси в София, Франкфурт, Варшава и др.

В изследването в сравнително малка степен са засегнати факторите за реализиране на разглежданата от автора идея за единна фондова борса. Много автори разглеждат проблематиката за обединението като по-скоро политически въпрос, т.е. без необходимите външни „стимули“ трудно би могло да се реализира идеята за единна фондова борса на Балканите.

На основа на така представения дисертационен труд мога да приема в известна степен, че изследването представлява широкообхватна разработка на избраната тема.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Докторантът е извършил широкообхватно изследване на избраната от него тематика.

Формулираната от автора и използвана методика в известна степен е

подходяща.

Би могло да се извърши анализ за склонността за листване от потенциални емитенти на предлаганата от автора Единна Балканска фондова борса.

Също така, добре за анализа на формулираната тема е да присъства по-задълбочен анализ на различните икономически, социални, финансови и политически характеристики на разглежданите държави. Докторантът предлага обединение на фондовите борси на 11 държави, които имат съществени различия в тези характеристики. Един от аспектите на тези различия е членството в ЕС. Само 5 от тези 11 държави са членки на ЕС.

Положително за анализа би било да се разгледа хипотезата за обединение на етапи, на определени стъпки.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

На стр. 198 от дисертацията докторантът формулира четири приноса.

В известна степен мога да приема за приноси първите два.

Не мога да приема за принос на докторанта споменатия от него трети принос. Идеята за единна фондова борса на Балканите не е на докторанта, много по-рано се обсъжда подобна инициатива и има предприети стъпки за нейното реализиране.

Отнасям се с резерви към четвъртия формулиран от автора принос, а

именно „...изграждане на концепция за развитие на иновативни дружества със специална инвестиционна цел“. Не мога да приема за принос, така споменатото, защото тази идея не е развита от докторанта, в описанието от обем една страница и половина не са изведени подробности, не е извършен анализ, няма преглед на литература.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Представени са три публикации по настоящата процедура. Публикациите на докторанта Вилизар Чупетловски напълно съответстват на темата на дисертационния труд.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът е с обем 39 страници. Структурата и съдържанието на представения автореферат съответстват на възприетите изисквания за структура и съдържание на подобен род научни разработки.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

По-горе в становището съм споменал някои критични бележки и препоръки. Тук добавям още някои.

Концепцията за иновативни инвестиционни дружества не е добре обоснована.

Примерът на стр. 157 не е разгледан от всички важни аспекти, например изплащане на дивидент, представителство на новите акционери

в управителните органи и оперативното управление на дружествата, допълнителни разходи, загуба на самостоятелност, данъчни ефекти и др.

Идеята за форма на обединяване на фондови борси на Балканите не е нова. Още от 2014 г. подобна идея активно се разглежда за Северна Македония, Хърватия и България, като през 2016 г. се реализира.

Избраната тема от докторанта предполага по-подробно да се анализира следваната стратегия на ЕК за Съюз на капиталовите пазара, с акцент намаляване фрагментирането на капиталовите пазари в ЕС.

Бих формулирал два въпроса към докторанта:

Каква част от финансирането компаниите получават от банките и от небанковите финансови пазари и каква е прогнозата на автора след евентуалното стартиране и развитие на Единната Балканска фондова борса?

Какво показват примерите за борсови обединения в Европа през последните 20 години относно новите емитенти, броят сделки, броят инвестиционни посредници, обем търговия, изместващо финансиране от банките и др.?

8. Заключение

Дисертационният труд съдържа научни, научно-приложни и приложни резултати, които представляват принос в науката и отговаря на изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ) и Правилника за прилагане на ЗРАСРБ.

Дисертационният труд показва, че докторантът Вилизар

Чупетловски притежава теоретични знания и професионални умения по Професионално направление 3. 8. Икономика, като демонстрира качества и умения за самостоятелно провеждане на научни изследвания.

Поради гореизложеното, давам положителна оценка за проведеното изследване, представено от рецензираните по-горе дисертационен труд, автореферат, постигнати резултати и приноси, и предлагам на уважаемото научно жури да присъди образователната и научна степен „доктор“ на Вилизар Чупетловски в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки; Професионално направление 3. 8. Икономика, научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“.

20.07.2023 г. / гр. София

Подпис:



SCIENTIFIC OPINION

From: prof. PhD Stanislav Dimitrov Petkov
Higher school of insurance and finance - Sofia / chair Scientific
Department „Finance and Insurance“
Scientific area: Economics /Capital Pensions and Financial Management/

About: dissertation work for awarding the educational and scientific
degree "doctor" in a professional area 3.8. Economics, scientific specialty
"Finance, money circulation, credit and insurance" at UNSS

Author of the dissertation: Vilizar Bogdanov Chupetlovski

Topic of the dissertation: Economic effects of the integration of the stock
markets in the countries of the Balkan region

Scientific advisor: assoc. prof. PhD Peter Chobanov

Reason for presenting the opinion: participation in the composition of the
scientific jury for the defense of the dissertation according to Order No. 1645 /
23.06.2023 of the Rector of the UNSS

1. Information about the dissertation student

Dissertation student Vilizar Chupetlovski was trained in a doctoral program at the Department of Finance of the UNSS in the scientific specialty "Finance, Money Circulation, Credit and Insurance". The training was carried out in distance learning form in the period after March 2019.

2. General characteristics of the presented dissertation work

The dissertation has a volume of 212 pages. Of these, the main text is in 196 pages. The work is structured into Contents, List of Tables, List of Figures, List of Abbreviations, Introduction, Three Chapters, Conclusion, Separate Conclusions, Recommendations, Contributions and References.

The total number of illustrations is 78, with the number of included tables being 30 and that of figures being 48.

The bibliography list consists of 234 sources. Of these, 29 are in Bulgarian and 127 in English. 23 are sources-normative acts and 55 are sources pages on the Internet. The relatively small number of sources used by Bulgarian authors is impressive - less than 20.

The doctoral student has complied with the technical requirements for the preparation of a dissertation.

The introduction is an introduction to the problem. The author substantiates the relevance of the topic, the object and subject of the research, the thesis, the goals and tasks of the research, the limitations of the research, the

degree of development of the topic and the methodological basis of the dissertation work.

The first chapter is entitled «Normative, technical and theoretical basis of the study». The volume of the First Chapter is 58 pages. This part of the study is structured in six points. A review of the literature on the subject was carried out. Exchange associations such as Euronext and See Link have been considered. The analysis of the activity of See Link is relatively short, which initiative is very close to the one proposed by the doctoral student in the dissertation. The historical and technical development of stock exchanges in the Balkan region are analyzed. The normative characteristics of stock exchanges from the Balkan region are described. A historical overview of the interstate relations of the Balkan region has been carried out.

The second chapter is entitled "Empirical analysis and evaluation of market data". The volume of the Second Chapter is 76 pages. This part of the study is structured in six points. A study of market capitalization was carried out - in absolute values and in relation to GDP. An analysis of stock exchange turnover was carried out. A study of the indices and of the commercial segments was carried out. It is noteworthy that the Strategy for the Development of the Bulgarian Capital Market from 2016 has not been analyzed and relatively little attention has been paid to the EC plan for the Capital Markets Union.

Empirical analysis is aimed rather at the analysis of trading data, without tying the thesis of the dissertation to the analysis of historical data and forecasts of the development of stock markets.

In addition, in places the analysis does not include up-to-date data, for

example the data for Euronext on page 79 is up to 2020 and does not include data for 2021 and 2022.

The third chapter is entitled "Appendix of the Unified Balkan Stock Exchange". The volume of the Third Chapter is 45 pages. This part of the study is structured in five points. The development of the Single Balkan Stock Exchange is presented. Problems in the creation of the Single Stock Exchange are analyzed. The financial reporting and analysis of issuers are studied. Measures and innovations supporting the development of the Single Balkan Stock Exchange are analyzed. The expected effect of the Single Balkan Stock Exchange is considered. A model for predicting the expected effects is not presented with specific assumptions, predictions and estimates by the author. For example, number of new listed companies, growth in the number of transactions, growth in trade volumes, etc.

It is a plus that each chapter ends with research conclusions from the relevant part of the dissertation.

The dissertation contains a logical relationship between title, structure, content, thesis and conclusions.

The author could have chosen a more adequate structure of his dissertation, with which he could better argue and prove the thesis of the dissertation. For example, a survey among issuers, a survey among potential issuers, a survey among institutional investors, a survey among individual investors, a survey among investment intermediaries, a survey among exchange operators, etc.

It would be positive for the research to include an analysis of the various sources of funding for companies, and in particular bank lending and raising capital from the financial markets, analysis of bank assets, corporate bank lending, amount of savings in banks, assets of institutional investors, structure of investments on the BSE and in foreign markets, amount of cash in the portfolios of institutional investors, etc.

For the subject under consideration by the doctoral student, it is imperative that the EC initiative for the Capital Markets Union, stock market associations such as See Link, be examined in more detail.

To support the thesis of the PhD student, it would be good to analyze the effects of the individual markets, part of Euronext, before and after joining the merger.

Positive for the research would be a detailed analysis of other mergers such as NASDAQ Nordics /covering four countries/, NASDAQ Baltics /covering three countries/, Wiener Borse /covering the operators in Vienna and Prague/.

In addition, the research lacks sufficient analysis of why there is no union of exchange operators in Central Europe /Czech Republic, Hungary, Poland and Slovakia/ or in other regions. It would be good to include an analysis of unsuccessful projects to some extent, for example CEE Stock Exchange Group /the stock exchange operators in Hungary and Slovenia came out of the original union/. Also positive for the research would be the analysis of double parallel

listings, for example for companies on the stock exchanges in Sofia, Frankfurt, Warsaw, etc.

In the research, to a relatively small extent, the factors for realizing the idea of a single stock exchange considered by the author are affected. Many authors consider the issue of unification as more of a political issue, i.e. without the necessary external "incentives", the idea of a single stock exchange in the Balkans could hardly be realized.

Based on the dissertation thus presented, I can assume to a certain extent that the research represents a wide-ranging development of the chosen topic.

3. Evaluation of the obtained scientific and scientific-applied results

The doctoral student has carried out extensive research on his chosen topic.

The methodology formulated by the author and used is to some extent appropriate.

An analysis of the propensity to list potential issuers on the author's proposed Single Balkan Stock Exchange could be performed.

Also, it is good for the analysis of the formulated topic to include a more in-depth analysis of the various economic, social, financial and political characteristics of the countries under consideration. The PhD student proposes an amalgamation of the stock exchanges of 11 countries that have significant differences in these characteristics. One aspect of these differences is EU membership. Only 5 of these 11 countries are members of the EU.

It would be positive for the analysis to consider the hypothesis of unification in stages, in certain steps.

4. Evaluation of scientific and scientific-applied contributions

On page 198 of the dissertation, the doctoral student formulates four contributions.

To some extent I can accept the first two as contributions.

I cannot accept the third contribution he mentioned as the contribution of the PhD student. The idea of a single stock exchange in the Balkans is not the PhD student's, a similar initiative has been discussed much earlier and steps have been taken to realize it.

I have reservations about the fourth contribution formulated by the author, namely "...building a concept for the development of innovative companies with a special investment purpose". I cannot accept as a contribution, so mentioned, because this idea was not developed by the PhD student, in the one and a half page description, no details were given, no analysis was carried out, no literature review.

5. Evaluation of dissertation publications

Three publications on the present procedure are presented. The publications of the doctoral student Vilizar Chupetlovski fully correspond to the topic of the dissertation work.

6. Evaluation of the abstract

The abstract has a volume of 39 pages. The structure and content of the presented abstract correspond to the accepted requirements for the structure and content of a similar type of scientific work.

7. Critical remarks, recommendations and questions

Above in the opinion I have mentioned some critical remarks and recommendations. Here I add some more.

The concept of innovative investment companies is not well founded.

The example on page 157 does not consider all important aspects, for example dividend payment, representation of new shareholders in the governing bodies and operational management of the companies, additional costs, loss of independence, tax effects, etc.

The idea of a form of unification of stock exchanges in the Balkans is not new. Since 2014, a similar idea has been actively considered for North Macedonia, Croatia and Bulgaria, and in 2016 it was implemented.

The topic chosen by the PhD student suggests analyzing in more detail the EC's strategy for the Capital Markets Union, with an emphasis on reducing the fragmentation of capital markets in the EU.

I would formulate two questions for the PhD student:

What part of the funding do companies receive from banks and non-bank financial markets and what is the author's forecast after the eventual launch and development of the Single Balkan Stock Exchange?

What do the examples of stock market mergers in Europe over the last 20 years show in terms of new issuers, the number of deals, the number of

investment intermediaries, trading volume, displacing financing from banks, etc.?

8. Conclusion

The dissertation contains scientific, scientific-applied and applied results, which represent a contribution to science and meet the requirements of the Law on the Development of the Academic Staff in the Republic of Bulgaria (ZRASRB) and the Regulations for the Implementation of ZRASRB.

The dissertation shows that the doctoral student Vilizar Chupetlovski possesses theoretical knowledge and professional skills in Professional direction 3. 8. Economics, demonstrating qualities and skills for independent conduct of scientific research.

Due to the above, I give a positive assessment of the conducted research, presented by the above-reviewed dissertation work, abstract, achieved results and contributions, and I propose to the respected scientific jury to award the educational and scientific degree "doctor" to Vilizar Chupetlovski in the Higher Education Area 3. Social, economic and legal sciences; Professional direction 3. 8. Economics, scientific specialty "Finance, money circulation, credit and insurance".

20.07.2023 / Sofia

Signature: