



## **РЕЦЕНЗИЯ**

От: **доц. д-р Вера Димитрова Пиримова**  
катедра „Икономикс“, УНСС  
научна специалност „Политическа икономия“

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по научна специалност „Политическа икономия (Микроикономика и Макроикономика)“ в УНСС

**Основание** за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 971/06.04.2023 г. на Заместник-ректора по НИД и МС на УНСС

Автор на дисертационния труд: **Радостина Асенова Стаменова**

Тема на дисертационния труд: **„Влияние на държавните кредитни рейтинги върху международните портфейлни инвестиции в страните от Европейския съюз“**

### **1. Информация за дисертанта**

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Икономикс“, Общикономически факултет на УНСС, по научна специалност „Политическа икономия“ съгласно Заповед на Зам.-ректора по НИД и МС на УНСС №953/11.04.2019 г. Обучението е осъществено в редовна форма през периода от м. април 2019 г. до м. април 2023 г.

Докторант Радостина Стаменова завърши висше образование в УНСС, в специалностите към катедра „Икономикс“. Тя се дипломира в бакалавърска степен по специалност „Макроикономика“, а в магистърска степен завърши през 2018 г. специалност „Макроикономика и финанси“. През 2022 г. тя завърши успешно едногодишен курс за следдипломна квалификация в ИСК при УНСС, по която има придобита правоспособност за учител по икономика.

Професионалният път на Радостина Стаменова започва през 2017 г., когато постъпва на работа като икономически анализатор в БАКР – Агенция за кредитен рейтинг АД. Към момента тя продължава да работи в същата агенция, като от началото на 2019 г. е повишена в длъжност главен икономически и финансов анализатор. Непосредствените ѝ служебни ангажименти се състоят в изготвяне на различни аналитични продукти (кредитни рейтинги, секторни анализи, икономически прогнози), участие в разработването на методологии за оценка на кредитния риск.

Аналитичният характер и тематичният профил на работата ѝ, който съвпада с

проблематиката на дисертационния труд, допринесоха за задълбочаване на познанията и професионалните компетентности, за развитие на изследователските умения на докторант Радостина Стаменова.

Към ранната пролет на 2023 г. докторантката изпълни всички планирани дейности по индивидуалния план на обучението ѝ.

## **2. Обща характеристика на представения дисертационен труд**

Дисертационният труд е в общ обем от 183 страници, като изложението е развито в оптимален обем от 159 страници. В основния текст са включени много добре оформени и представени на подходящи места 18 таблици с данни или обобщения на автора и 35 фигури. В общия обем страници се включват 10 приложения и списък на използваната литература със 185 основни източника (от тях 172 са научни публикации по изследваните проблеми на български и чуждестранни автори, на български и предимно на английски език, както и 13 източника на използваните данни).

Изследването има стандартна **структура** - състои се от увод, изложение в три глави и заключение. Приложен е традиционен и подходящ за темата подход на надграждане на анализа, според който всяка глава е посветена съответно на теоретико-методологически, дескриптивен и иконометричен анализ.

**Уводът** съдържа всички изисквани елементи, които са коректно дефинирани.

Споделям мнението на докторантката относно много добре разяснената от нея **актуалност** на тематиката. Тя е коректно обвързана с ускорената динамика на международните капиталови потоци през последните години в ЕС и света, сложната система от множество фактори и присъщата нестабилност на портфейлните инвестиции, чувствителността им към страновия риск, широко прилаган измерител на който са държавните кредитни рейтинги. Актуалността на темата е подчертана и в контекста на настоящата нестабилна икономическа и геополитическа обстановка, в която кредитният риск нараства, може да се очаква понижение на кредитните рейтинги и оттук техен негативен ефект върху динамиката на капиталовите потоци.

В увода докторант Стаменова е дефинирала ясно **основна цел и пет по-конкретни задачи**. Задачите са добре балансирани и правилно ориентирани, от една страна, към темата и основните опорни пунктове на изследването, и от друга страна, към открояване на научните резултати с приносен характер.

**Обектът и предметът** на изследването са коректно определени.

**Основната теза** на дисертационния труд създава ясна и еднозначна представа за насочеността и главните опорни пунктове на изследването. Тя е допълнена и обвързана с три хипотези, които могат да бъдат и са емпирично проверени и успешно доказани.

Също в **увода** докторантката обосновава много добре избрания период на анализа (2000-2020 г.) и обособяването на три групи страни в ЕС, подробно представя особеностите на информационното осигуряване, приложените методи на изследването и въведените ограничения, които обективно отразяват съдържанието на разработката. Приложената широка съвкупност от теоретико-емпирични подходи и методи на анализ е изяснена в контекста на частите от изследването, в които те са преимуществено застъпени.

**Първа глава** е съсредоточена върху концептуалната рамка за изследване на връзката между държавните рейтинги и международните портфейлни инвестиции. В нея е подложена на многостранен анализ същността на портфейлните инвестиции, която е разкрита и чрез съпоставка с преките инвестиции. Обосновано е, че изборът между тези две форми на

инвестиране се базира на компромиса между рентабилност и ликвидност (с. 19). Специално внимание е отделено на инструментите за осъществяване на задгранични портфейлни инвестиции, които най-общо се разделят на дялови и дългови ЦК, както и на международната диверсификация. Задълбочено и в детайли докторантката извежда основни положителни, но и негативни ефекти от портфейлните инвестиции (с. 22-23). Много добре систематизирани са вътрешните и външните фактори на международните портфейлни инвестиции, като е поставен по-голям акцент върху външните фактори.

Докторантката интерпретира творчески, обобщава преимущества и недостатъци на методите и резултатите от много емпирични изследвания и модели, в които държавният кредитен рейтинг е въведен като обяснителна променлива с роля за динамиката на международните портфейлни инвестиции.

С много разбиране и в дълбочина са изследвани функциите, ролята и видовете кредитни рейтинги, сред които краткосрочни и дългосрочни, в местна и в чуждестранна валута и др. Подробно е разкрита спецификата в дейността, методологията и историята на присъждане на кредитните рейтинги от трите най-авторитетни специализирани агенции.

Задълбочен и подробен е анализът на методологиите, прилагани за оценка на държавния кредитен рейтинг. Акцент е поставен тук върху количествените и качествените променливи, чрез които се въвеждат и измерват в моделите детерминантите на държавния кредитен рейтинг. Обобщени са методологически пропуски или неточности (на с. 52), съпоставени са методологиите на трите най-големи агенции, за които е съставена аналитична рамка и тя е представена таблично на с. 54.

Доброто познаване на проблематиката е позволило на докторантката да обобщи три основни проблема във функционирането на пазара на кредитни рейтинги. Тя ги свежда до прилагания бизнес модел и конфликта на интереси; качеството на рейтингите и използваните методологии; прекомерното доверие от страна на инвеститорите (с. 57).

В исторически аспект и през призмата на постепенното му усъвършенстване е анализирано регулирането на дейността на агенциите в рамките на ЕС, което е подразделено условно на три етапа.

Във **втора глава** е извършен задълбочен причинно-следствен, както и широкоспектърен дескриптивен анализ на динамиката, структурата на запаса и факторите на международните портфейлни инвестиции в ЕС. Обхванат е 20-годишен период (2000-2020 г.), страните от ЕС са подразделени в 3 групи (съответно ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13). Много добре пояснени са подходът за групиране на страните, източниците на използваните данни. Обосновано е, че се прилагат брутните (а не нетните) инвестиции, които са по-нестабилни, като са обхванати два канала на влияние на държавните кредитни рейтинги - 1) директен - чрез промяна във входящите капиталови потоци; и 2) индиректен - опосредстван чрез измененията в доходността, които, от своя страна, оказват влияние върху цените на ценните книжа.

В съответствие и като логическо продължение на факторния анализ в първа глава, тук са изследвани емпиричните проявления на четири фактора, определящи динамиката на международните портфейлни инвестиции в страните от ЕС. Това са пазарна капитализация, държавен кредитен рейтинг, неконвенционална политика на ЕЦБ, глобален риск. За изразяване на глобалния риск е приложен като приблизителен, заместващ показател Индексът на волатилността (Volatility index, VIX), познат още като „индекс на страха“.

Висока оценка заслужава извършеният отделно обособен анализ на факторите и проявлението на изследваната зависимост в България.

В рамките на дескриптивния анализ изследваните параметри са представени чрез много добре оформени графики и диаграми. В резултат от него се достига до поредица от важни изводи, отнасящи се до една или няколко от разграничените групи страни в ЕС.

Логическо продължение на анализа са конструираният модел и проведеното иконометрично изследване в **трета глава**.

Като се позовава на методологията на много автори и на изводите от първите две глави, докторантката обосновава много добре избора на методи и променливи на модела. В съставения от нея модел портфейлните инвестиции се въвеждат като зависима променлива, а държавните кредитни рейтинги – като тяхна обяснителна променлива. В модела са включени променливи, които отразяват ролята на пет вътрешни фактора (темп на икономически растеж, инфлационен индекс, номинален ефективен валутен курс, капитализация на фондовата борса и членство в ЕС) и две екзогенни променливи, отразяващи промените в общите монетарни условия и глобалния риск фактор (лихвен процент EURIBOR и VIX индекс). Приложен е методът на регресионен анализ на панелни данни при включване на фиксирани индивидуални ефекти. Конструираният регресионен уравнение независимо се оценяват за трите групи страни (ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13), както и за три времеви извадки – общо за периода, преди и след кризата от 2008 г. Допълнително са оценени още две уравнения, в които общият запас от портфейлни инвестиции последователно се замества със съставните му компоненти - инвестиции в дългов и в дялов капитал.

Получените резултати са представени в таблици и са коректно оценени и интерпретирани в текста. На тяхна основа се достига до важни изводи, които конкретизират тезата и потвърждават формулираните хипотези.

В **заключението** са подчертани основните научни резултати, получени в ракурсите на теоретичния, дескриптивния и иконометричния анализ. С практико-приложна стойност са формулираните от докторантката препоръки към регулаторната политика на ЕС.

Заслужава да се отбележи, че изложението се отличава с ясен, разбираем, научно издържан стил и език. Докторантката владее и прилага правилно научната терминология, показва способност за интерпретиране и анализиране, наред с това и за съставяне и обосноваване на оригинално собствено виждане и тези. Липсват отклонения от тезата, целта и задачите на изследването, както и логически противоречия.

### **3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати**

Дисертационният труд притежава редица достойнства, в него са постигнати оригинални научни и научно-приложни резултати.

В трите глави се съдържат научни резултати, с които се решават успешно поставените изследователски задачи. Значимостта им следва да се подчертае: на първо място, през призмата на ограничената наличност на сходни по-мощни български изследвания на влиянието на държавните кредитни рейтинги върху международните портфейлни инвестиции в страните от ЕС и България; на второ място, при твърде широката факторна обусловеност докторантката е задавала, аргументирала е убедително, стриктно е следвала и е извършила дескриптивен и иконометричен анализ на подходящо подбрана съвкупност от фактори, определящи динамиката на международните портфейлни инвестиции в страните от ЕС. В тези два ракурса докторант Стаменова е разкрила недостатъчно разработено поле за своя изява и е разгърнала научния си потенциал.

В допълнение ще отбележа, че в дисертацията си докторант Стаменова демонстрира

много добро познаване на изследваната проблематика. Категорично доказателство за това са задълбочено проученият широк набор от научни литературни източници, логично построената и постепенно разгръщана структура на изложението, множеството цитирания, приложените подходи при разработването на отделните части на изследването и взаимната им обвързаност. Докторантката познава и прилага правилно методите на дескриптивен анализ, както и по-сложните иконометрични методи, приложени в трета глава. Високият изследователски потенциал и творческият подход на докторантката намират най-силен израз в няколко направления на анализа, които имат и характер на научни приноси.

На основата на изложеното до тук може да се направи извод, че поставените изследователски задачи са изпълнени, постигната е целта на дисертационния труд, основната теза и хипотезите са успешно доказани.

#### **4. Оценка на научните и научно-приложни приноси**

Като резултат от извършеното задълбочено изследване докторантката достига до редица обобщения и изводи с приносен характер. Те присъстват и са ясно изразени в изложението, представени са синтезирано в оформените изводи по всяка отделна глава и в общото заключение на дисертационния труд.

Приносите могат да бъдат формулирани в следните няколко насоки:

- Обогатено е познанието за същността, основните характеристики, инструментите за осъществяване, позитивните и негативните ефекти от международните портфейлни инвестиции;

- На основата на многостранен и критичен анализ на научна литература са систематизирани доминиращи вътрешни и външни фактори на международните портфейлни инвестиции, като е поставен по-голям акцент върху външните фактори и влиянието на кредитните рейтинги;

- Критично са преосмислени методологиите, прилагани за оценка на държавния кредитен рейтинг, както и европейските регулации относно дейността на агенциите за кредитен рейтинг;

- На основата на задълбочен причинно-следствен и дескриптивен анализ са изведени особености и специфика в динамиката, структурата на запаса и факторите на международните портфейлни инвестиции в ЕС през периода 2000-2020 г., за 3 групи страни в ЕС (съответно ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13);

- Приведени са убедителни аргументи и е доказано, че изменението на държавните кредитни рейтинги оказва статистически значимо и положително влияние върху динамиката на запаса от международни портфейлни инвестиции в ЕС-28 през периода 2001-2020 г. За страните от групите на ЕС-13 и ЕС-15 като най-значими фактори са открити глобалният риск и изменението в пазарната ликвидност (вследствие на политиката на ЕЦБ);

- По отношение на структурата на пасивите от портфейлни инвестиции в България е аргументиран изводът, че тя е строго доминирана от дълговите ЦК, а динамиката на портфейлните инвестиции в България се определя основно от емисионната политика на правителството и стратегията за управление на държавния дълг;

- Конструирани са оригинални иконометрични модели за изразяване и измерване на влиянието на държавните кредитни рейтинги върху международните портфейлни инвестиции. Параметрите на модела са оценени за три отделни групи страни (ЕС-28, ЕС-15 и ЕС-13), три времеви периода (2001-2020, 2001-2008 и 2009-2020 г.) и по инвестиционни инструменти (дългови и дялови ЦК);

- Чрез прилагане на метода на регресионен анализ на панелни данни при включване на фиксирани индивидуални ефекти е измерена и оценена ролята на пет вътрешни фактора (темп на икономически растеж, инфлационен индекс, номинален ефективен валутен курс, капитализация на фондовата борса и членство в ЕС) и две външни детерминанти, отразяващи промените в общите монетарни условия и глобалния риск фактор (лихвен процент EURIBOR и VIX индекс).

Приносите съответстват на научните резултати и постижения в дисертацията, определено обогатяват научното познание и са лично дело и заслуга на докторантката. Те отговарят на необходимите изисквания и критерии за придобиване на образователната и научна степен „доктор”.

## **5. Оценка на публикациите по дисертацията**

Публикациите на докторант Радостина Стаменова отговарят на минималните национални изисквания и Правилника за прилагане на Закона за развитието на академичния състав в Република България.

Докторантката е представила във връзка със защитата на дисертационния труд общо 3 (три) броя публикации, които са реализирани през 2020-2021 г. Те включват 1 (една) научна статия и 2 (два) доклада на научни конференции. Всички публикации са на български език и са самостоятелни, никоя от тях не е в съавторство. В публикациите са отразени различни аспекти на проблематиката, изследвана в дисертационния труд. На тази база може да се направи извод, че резултатите от извършеното изследване са получили определено признание и оценка от научната общност в България.

Публикациите на докторант Стаменова са:

1. Стаменова, Р. (2020). Влияние на държавните кредитни рейтинги върху дългосрочните лихвени проценти в страните от ЕС, Пета научна конференция на катедра „Икономикс“ на тема „Икономически предизвикателства: Държавата и пазарът“, ИК- УНСС, София, стр. 54-63, ISBN 978-619-232-333-2

2. Стаменова, Р. (2020). Международни портфейлни инвестиции в страните от Централна и Източна Европа. Научни трудове на УНСС, 5(5), ИК-УНСС, София, стр.191-203.

3. Стаменова, Р. (2021). Агенциите за кредитен рейтинг и регулациите в ЕС, Шеста научна конференция на катедра „Икономикс“ на тема „Икономически предизвикателства: Криза, шокове, реструктуриране, политики“, ИК-УНСС, София, стр. 266-282, ISBN 978-619-232-458-2

## **6. Оценка на автореферата**

Авторефератът е разработен в общ обем от 46 страници. Той отговаря на изискванията, отразява относително пълно и коректно съдържашото се в дисертацията.

Изложението в автореферата дава синтезирана, но добра представа за актуалността, обекта и предмета на изследването, основната теза, приложените методи, възприетите ограничения, главните направления на анализа по трите глави и отделните им точки и параграфи. Трябва да се отбележи, че в него са открити много ясно основните изводи и обобщения, до които се достига в хода на постепенното разгръщане на теоретичната, емпиричната дескриптивна и иконометрична част на изследването в посока доказване на основната теза и хипотезите.

В края на автореферата са представени научните приноси и списък на реализираните публикации по темата на дисертацията.

## **7. Критични бележки, препоръки и въпроси**

След внимателно запознаване с дисертационния труд достигнах до убеждението, че в него няма допуснати значими грешки, пропуски, противоречия.

Препоръчвам на докторантката да продължи научните си изследвания в областта на проблематиката на дисертационния труд, с което ще могат да се оползотворят в по-голяма степен и постигнатите в него приноси.

Бих поставила на докторантката следния въпрос, на който тя да даде свой отговор при защитата:

**Може ли да се очаква и с какво бихте обосновали повишаване/намаляване на ролята на кредитния рейтинг за международните портфейлни инвестиции в България през следващите години?**

## **8. Заключение**

Дисертационният труд на докторант Радостина Стаменова на тема „Влияние на държавните кредитни рейтинги върху международните портфейлни инвестиции в страните от Европейския съюз“ представлява добре систематизирано, самостоятелно и добросъвестно осъществено, оригинално, мащабно и завършено научно изследване. Основната теза и хипотезите са успешно доказани, изследователската цел и задачи са изпълнени. Постигната е изискваната задълбоченост на анализа, компактност и взаимна обвързаност на отделните части/глави.

Дисертацията съдържа научни резултати, които са оригинален принос в науката и отговарят на изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ), Правилника за прилагане на ЗРАСРБ и съответния Правилник на УНСС.

На основата на посочените по-горе аргументи и научни приноси с пълна убеденост препоръчвам на членовете на уважаемото научно жури да гласуват положително и да присъдят на Радостина Асенова Стаменова образователната и научна степен „доктор“ по научна специалност „Политическа икономия“.

05.05.2023 г.

София

Подпис: .....

**(доц. д-р Вера Пиримова)**



## **REVIEW**

**By: Assoc. Prof. Vera Dimitrova Pirimova, PhD**  
Department of Economics, University of National and World Economy  
Scientific specialty: Political Economy

**Regarding:** dissertation for the obtaining of an educational and scientific degree "doctor" in the scientific specialty "Political Economy (Microeconomics and Macroeconomics)" at UNWE

**Reason for providing the review:** participation in the composition of the scientific jury for the defense of the dissertation according to Order No. 971/06.04.2023 of the Vice-Rector for Scientific Research and International Cooperation of UNWE

**Author of the dissertation: Radostina Asenova Stamenova**

**Dissertation topic: "Impact of sovereign credit ratings on international portfolio investments in the EU countries"**

### **1. Information about the PhD student**

The PhD student has been trained in a doctoral program at the Department of Economics, Faculty of General Economics of the UNWE, in the scientific specialty "Political Economy (Microeconomics and Macroeconomics)" according to the Order of the Vice-Rector for Scientific Research and International Cooperation of the UNWE No. 953/11.04.2019. The training was carried out in regular form during the period from April 2019 to April 2023.

Doctoral student Radostina Stamenova completed higher education at UNSS, majoring in the Department of Economics. She graduated with a bachelor's degree in Macroeconomics, followed by a master's degree in Macroeconomics and Finance in 2018. In 2022, she successfully completed a one-year post-graduate course at the Institute for Post-Graduate Studies at the UNWE, which earned her qualification to be an economics teacher.

The professional path of Radostina Stamenova began in 2017 when she started working as an economic analyst at BCRA - Credit Rating Agency AD. Currently, she is still working in the same agency, and since the beginning of 2019, she has been promoted to Chief economic and financial analyst. Her immediate work commitments consist of the



preparation of various analytical products (credit ratings, sector analyses, economic forecasts), and participation in the development of methodologies for credit risk assessment.

The analytical nature and thematic profile of her work, which coincides with the topic of the dissertation, contributed to the deepening of knowledge and professional competencies, as well as the development of the research skills of doctoral student Radostina Stamenova.

As of the early spring of 2023, the doctoral student has completed all activities planned in her individual study plan.

## **2. General characteristics of the presented dissertation**

The dissertation has a total volume of 183 pages, and the exposition is developed in an optimal volume of 159 pages. 18 tables of data or author summaries and 35 figures are included in the main text, very well laid out, and presented in appropriate places. The total volume of pages includes 10 appendices and a list of the used literature with 185 main sources (of which 172 are scientific publications on the studied topics by Bulgarian and foreign authors, in Bulgarian and mostly in English, while 13 are sources of statistical data.)

The research has a standard **structure** - it consists of an introduction, an exposition in three chapters, and a conclusion. A traditional and topic-appropriate approach to building the analysis is applied, according to which each chapter is devoted to theoretical-methodological, descriptive and econometric analysis, respectively.

The **introduction** contains all required elements that are correctly defined.

I share the opinion of the doctoral student regarding the **actuality** of the topic, which she has explained very well. It is correctly linked to the accelerated dynamics of international capital flows in recent years in the EU and the world, the complex system of multiple factors and the inherent instability of portfolio investments, and their sensitivity to country risk, a widely used measure of which are the sovereign credit ratings. The actuality of the topic is also emphasized in the context of the current unstable economic and geopolitical situation, in which credit risk is increasing, a decrease in credit ratings can be expected, and hence their negative effect on the dynamics of capital flows.

In the introduction, doctoral student Stamenova has clearly defined a **main goal** and five more specific tasks. The tasks are well balanced and correctly oriented, on the one hand, to the topic and the main reference points of the research, and on the other hand, to highlighting the scientific results of a contributing nature.

The **object and subject** of the research are correctly defined.

The **main thesis** of the dissertation creates an unequivocal idea of the focus and main points of reference of the research. It is supplemented and bound by three hypotheses that can be and have been empirically tested and successfully proven.

Also, in the introduction the doctoral student justifies very well the chosen period of the analysis (2000-2020) and the identification of three groups of countries in the EU, she presents in detail the features of the information provision, the research methods applied and the limitations introduced, which objectively reflect the content of the dissertation. The applied broad set of theoretical-empirical approaches and methods of analysis is clarified in the context of the parts of the study in which they are predominantly represented.

**Chapter One** focuses on the conceptual framework for examining the relationship between sovereign ratings and international portfolio investments. In it, the essence of portfolio investments is subjected to a complex analysis, which is also revealed by

comparison with direct investments. It is argued that the choice between these two forms of investment is based on the trade-off between profitability and liquidity (p. 19). Special attention is paid to the instruments for carrying out international portfolio investments, generally divided into equity and debt securities, as well as to international diversification. In-depth and in detail, the doctoral student highlights the main positive, but also negative effects of portfolio investments (pp. 22-23). The internal and external factors of international portfolio investments are very well systematized, with a greater emphasis on external factors.

The PhD student creatively interprets and summarizes the advantages and disadvantages of the methods and results of many empirical studies and models in which the sovereign credit rating is introduced as an explanatory variable with a role in the dynamics of international portfolio investments.

The functions, roles, and types of credit ratings, including short-term and long-term, in local and foreign currency, etc., have been studied with a great understanding and in-depth. The specifics of the activity, the methodologies, and the history of awarding credit ratings by the three most authoritative specialized agencies are revealed in detail.

The analysis of sovereign credit rating methodologies is thorough and detailed. Emphasis is placed here on the quantitative and qualitative variables through which the determinants of sovereign credit ratings are introduced and measured in the models. Methodological gaps or inaccuracies are summarized (on p. 52), and the methodologies of the three largest agencies are compared, for which an analytical framework has been drawn up and presented in a table on p. 54.

Good knowledge of the issues has allowed the doctoral student to summarize three main problems in the functioning of the credit rating market. She reduces them to the applied business model and the conflict of interests; the quality of the ratings and the methodologies used, and investors' excessive reliance on ratings (p. 57).

From a historical aspect and through the prism of its gradual improvement, the regulation of the activities of the agencies within the EU is analyzed, which is conditionally divided into three stages.

In the **second chapter**, an in-depth causal and broad-spectrum descriptive analysis of the dynamics, stock structure, and factors of international portfolio investment in the EU is carried out. A 20-year period (2000-2020) is covered, and the EU countries are divided into 3 groups (respectively EU-28, EU-15 and EU-13). The approach to grouping the countries, and the sources of the data used are very well explained. It is justified that gross (rather than net) investments, which are more unstable, are analyzed, covering two channels of influence on sovereign credit ratings - 1) direct - through a change in capital inflows; and 2) indirect - mediated through changes in yields, which, in turn, affect the prices of securities.

In accordance and as a logical continuation of the factor analysis in the first chapter, the empirical manifestations of four factors determining the dynamics of international portfolio investments in EU countries are investigated here. These are market capitalization, sovereign credit rating, unconventional ECB policy, and global risk. To express the global risk, the Volatility Index (VIX), also known as the "fear gauge", is applied as an approximate, substitute indicator.

The separate analysis of the factors and the manifestation of the researched dependence in Bulgaria deserves a high assessment.

Within the framework of the descriptive analysis, the investigated parameters are presented through very well-formed graphs and diagrams. As a result, it reaches a series of

important conclusions relating to one or more of the distinguished groups of countries in the EU.

The constructed model and the conducted econometric study in the **third chapter** are a logical continuation of the analysis.

Referring to the methodology of many authors and the conclusions of the first two chapters, the PhD student very well justifies the choice of methods and variables of the model. In her model, portfolio investments are introduced as a dependent variable, and sovereign credit ratings as their explanatory variable. The model includes variables that reflect the role of five internal factors (economic growth rate, inflation index, nominal effective exchange rate, stock market capitalization and EU membership) and two exogenous variables reflecting changes in general monetary conditions and global risk factor (EURIBOR interest rate and VIX index). The method of regression analysis of panel data with the inclusion of fixed individual effects was applied. The constructed regression equations are independently estimated for the three groups of countries (EU-28, EU-15 and EU-13), as well as for three time samples - in total for the period, before and after the crisis of 2008. In addition, two more equations are estimated, in which the total stock of portfolio investments is successively replaced by its constituent components – debt and equity investments.

The obtained results are presented in tables and are correctly evaluated and interpreted in the text. On their basis, important conclusions are reached, which specify the thesis and confirm the formulated hypotheses.

In the **conclusion**, the main scientific results obtained from the perspectives of the theoretical, descriptive and econometric analysis are highlighted. The recommendations formulated by the doctoral student for the regulatory policy of the EU are of practical-applied value.

It is worth noting that the exposition is distinguished by a clear, understandable, scientifically sound style and language. The doctoral student knows and applies the scientific terminology correctly, and shows the ability to interpret and analyze, as well as to compose and justify an original own view and theses. There are no deviations from the thesis, purpose and tasks of the research, as well as logical contradictions.

### **3. Assessment of the obtained scientific and scientific-applied results**

The dissertation has a number of merits, it has achieved original scientific and scientific-applied results.

The three chapters contain scientific results that successfully solve the set research tasks. Their significance should be emphasized: first of all, through the prism of the limited availability of similar larger-scale Bulgarian studies on the influence of sovereign credit ratings on international portfolio investments in EU countries and Bulgaria; secondly, with the too broad factor conditioning, the doctoral student set, argued convincingly, strictly followed and performed a descriptive and econometric analysis of an appropriately selected set of factors determining the dynamics of international portfolio investments in the EU countries. In these two perspectives, doctoral student Stamenova has revealed an insufficiently developed field and has developed her scientific potential in it.

In addition, I will note that in her dissertation, doctoral student Stamenova demonstrates a very good knowledge of the researched issues. Categorical proof of this is the thoroughly researched wide range of scientific literary sources, the logically built and

gradually unfolding structure of the exposition, the multitude of citations, the applied approaches in the development of the separate parts of the study and their interdependence. The doctoral student knows and correctly applies the methods of descriptive analysis, as well as the more complex econometric methods applied in the third chapter. The high research potential and the creative approach of the doctoral student find their strongest expression in several areas of analysis, which also have the character of scientific contributions.

Based on the stated so far, it can be concluded that the set research tasks have been fulfilled, the goal of the dissertation work has been achieved, the main thesis and hypotheses have been successfully proven.

#### **4. Assessment of scientific and scientific-applied contributions**

As a result of the in-depth research, the doctoral student has reached a number of generalizations and conclusions of a contributing nature. They are clearly expressed in the exposition, presented in a synthesized form in the conclusions of each separate chapter and in the general conclusion of the dissertation work.

Contributions can be formulated in the following several directions:

- Knowledge of the nature, main characteristics, instruments, positive and negative effects of international portfolio investments has been enriched;
- Based on a multi-layered and critical analysis of scientific literature, dominant internal and external factors of international portfolio investments are systematized, with a greater emphasis on external factors and the impact of credit ratings;
- The methodologies applied to award sovereign credit ratings, as well as the European regulations regarding the activity of credit rating agencies, have been critically rethought;
- Based on an in-depth causal and descriptive analysis, the features and specificity in the dynamics, stock structure and factors of international portfolio investments in the EU during the period 2000-2020, for 3 groups of EU countries (respectively EU-28, EU- 15 and EU-13) are derived;
- Convincing arguments are given and it is proven, that the change in sovereign credit ratings has a statistically significant and positive impact on the dynamics of the stock of international portfolio investments in the EU-28 in the period 2001-2020. Global risk and the change in market liquidity (as a result of ECB policy) are highlighted as significant factors for EU-13 and EU-15 country groups;
- Regarding the structure of portfolio investment liabilities in Bulgaria, the conclusion is argued that it is strictly dominated by debt securities and the dynamics of portfolio investments in Bulgaria are mainly determined by the issuance of government debt securities and the debt management strategy;
- An original econometric model is constructed to express and measure the influence of state credit ratings on international portfolio investments. The model parameters are estimated for three separate groups of countries (EU-28, EU-15 and EU-13), three time periods (2001-2020, 2001-2008 and 2009-2020), and by investment instruments (debt and equity securities);
- By applying the panel data regression analysis method while including fixed individual effects, the role of five internal (economic growth rate, inflation index, nominal effective exchange rate, stock market capitalization and EU membership) and two external

factors reflecting changes in general monetary conditions and the global risk (EURIBOR interest rate and VIX index) is measured and evaluated.

The contributions correspond to the scientific results and achievements in the dissertation, they definitely enrich scientific knowledge and are the personal work and merit of the doctoral student. They meet the requirements and criteria for obtaining the educational and scientific degree "doctor".

## **5. Assessment of publications on the topic of the dissertation**

The publications of PhD student Radostina Stamenova meet the minimum national requirements and the Regulations for the Implementation of the Law on the Development of the Academic Staff in the Republic of Bulgaria.

The doctoral student presented a total of 3 (three) publications in connection with the defense of the dissertation, which were realized in 2020-2021. They include 1 (one) scientific article and 2 (two) reports at scientific conferences. All publications are in Bulgarian and are independent, none of them is co-authored. Various aspects of the issues investigated in the dissertation are reflected in the publications. On this basis, it can be concluded that the results of the conducted research have received a certain recognition and evaluation from the scientific community in Bulgaria.

Doctoral student Stamenova's publications are:

1. Stamenova, R. (2020). Impact of sovereign credit ratings on long-term interest rates in EU countries, Fifth Scientific Conference of the Department of Economics on the topic "Economic Challenges: The State and the Market", Publishing Complex - UNWE, Sofia, pp. 54-63, ISBN 978-619 -232-333-2
2. Stamenova, R. (2020). International portfolio investments in the countries of Central and Eastern Europe. Research Papers of UNWE, 5(5), Publishing complex - UNWE, Sofia, pp. 191-203.
3. Stamenova, R. (2021). Credit rating agencies and regulations in the EU, Sixth Scientific Conference of the Economics Department on "Economic Challenges: Crisis, Shocks, Restructuring, Policies", Publishing Complex - UNWE, Sofia, pp. 266-282, ISBN 978-619- 232-458-2

## **6. Assessment of the Official Summary of the Dissertation**

The **official summary** is in a total volume of 46 pages. It meets the requirements and reflects relatively fully and correctly the contents of the dissertation.

The exposition in the official summary gives a synthesized but sound idea of the actuality, object and subject of the research, the main thesis, the applied methods, the accepted limitations, the main directions of the analysis in the three chapters and their separate points and paragraphs. It should be noted that it clearly highlights the main conclusions and generalizations reached in the gradual unfolding of the theoretical, empirical descriptive and econometric part of the study in the direction of proving the main thesis and hypotheses.

At the end of the official summary, the scientific contributions and a list of publications on the topic of the dissertation are presented.

## **7. Critical notes, recommendations and questions**

After carefully familiarizing myself with the dissertation, I came to the conviction that there are no significant mistakes, omissions, or contradictions made in it.

I recommend the doctoral student to continue her scientific research in the field of the topics of the dissertation, which will allow the contributions achieved in it to be utilized to a greater extent.

I would ask the doctoral student the following question, to which she would give her answer during the defense:

**Can it be expected and how would you justify an increase/decrease in the role of the credit rating for international portfolio investments in Bulgaria in the coming years?**

## **7. Conclusion**

The dissertation of doctoral student Radostina Stamenova on the topic "Impact of sovereign credit ratings on international portfolio investments in the EU countries" is a well-systematized, independently and conscientiously conducted, original, large-scale and complete scientific study. The main thesis and hypotheses have been successfully proven, the research objective and tasks have been fulfilled. The required thoroughness of the analysis, compactness and interdependence of the individual parts/chapters have been achieved.

The dissertation contains scientific results, which are an original contribution to science and meet the requirements of the Law on the Development of the Academic Staff in the Republic of Bulgaria (ZRASRB), the Regulations for the Implementation of the ZRASRB and the relevant Regulations of the UNWE.

Based on the above-mentioned arguments and scientific contributions, I recommend with full conviction to the members of the respected scientific jury to vote positively and award Radostina Asenova Stamenova the educational and scientific degree "doctor" in the scientific specialty "Political Economy".

05.05.2023  
Sofia

Signature:.....  
(Assoc. Prof. Vera Pirimova, PhD)