



РЕЦЕНЗИЯ

От: Даниела Николова Бобева-Филипова
Професор, доктор. Научна специалност: Международна икономика

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по научна специалност 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 на УНСС за провеждане на процедура за придобиване на ОНС "доктор" в професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма "Политическа икономия (микроикономика и макроикономика)"

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

Дисертантката се е обучавала по докторска програма към катедра „Икономикс“ на Общикономическия факултет на УНСС по научна специалност съгласно Заповед на Зам.-ректора по НИД на УНСС №953/11.04.2019 г. Обучението е осъществено в редовна форма през периода април 2019 г. - април 2023 г.

Документи

Във връзка с провеждането на процедурата са предоставени по списък следните документи:

- Дисертационен труд на тема "Влияние на държавните кредитни рейтинги върху международните портфейлни инвестиции в страните от Европейския съюз";
- Автореферат;
- Публикации по темата на дисертационния труд;
- Справка за наукометричните показатели;

- Автобиография.

Предоставените документи съответстват на изискванията на конкурса и дават възможност да се направи оценка на научния труд и дисертанта.

Автобиографични данни

Дисертантката има бакалавърска и магистърска степен от УНСС. Четири годишният ѝ професионален опит като главен икономически и финансов анализатор в единствената българска агенция за кредитен рейтинг - БАКР, ѝ дава възможност да съчетае академичните си интереси с богат опит в основния фокус на кредитните рейтинги – икономическия и финансов анализ.

Образованието и професионалната ѝ кариера са пряко свързани с темата на дисертационния труд.

Кандидатката е положила с отличен успех общо 7 докторантски минимума. През периода на обучение е участвала с доклади на 4 научни конференции. Участвала е активно научната дейност на катедрата като член на два екипа в университетски проекти. Редовният срок на обучението в докторската програма е еднократно удължаван с една година (до април 2023 г.). Постигнат е общ брой кредити по индивидуалния учебен план: 200 (при минимум от 190).

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е представен в 183 страници, 18 таблици и 35 графики. Към него са приложени 10 приложения, които дообясняват текста и най-вече използваните модели.

Актуалност, обект, предмет, основна теза, задачи

Актуалността на темата е аргументирана в дисертационния труд със засилването на несигурността и нарастващите цени на държавните дългове. Към изложените аргументи, може да се добави и проблемът с револвиращите кризи и нарастването на международната икономическа и финансова несигурност.

Обектът и предметът са ясно дефинирани и съответстват на идентифицираните от автора теоретични проблеми, които са обект на изследване.

Целта на изследването е да се оцени влиянието на кредитния рейтинг върху динамиката на международните портфейлни инвестиции в ЕС като се изведат препоръки относно начините за ограничаване на процикличните ефекти, произтичащи от него. На тази основа е формулирана ясно и **основната теза**, че „високият кредитен рейтинг е предпоставка за улеснен достъп до пазарно финансиране и ограничаващ фактор за отлива на портфейлен капитал при промени в нагласите към риск на глобалните инвеститори“. Дефинирани са и три основни хипотези, около които се развива структурата на дисертационния труд.

В дисертационния труд са поставени пет основни **изследователски задачи**, които са изпълнени: очертаване на спецификата на международните портфейлни инвестиции, идентифициране на факторите, които определят тяхната динамика и най-вече на кредитния рейтинг; задълбочено изследване на реформата в регулирането на агенциите за кредитен рейтинг най-вече в ЕС; очертаване на съвременната динамика на международните портфейлни инвестиции и измерване на ролята на факторите, които я определят в страните от ЕС в периода 2000–2020 г. за целите на което се поставя задачата за конструиране на собствен модел.

Използваната научна литература

Прегледът на литературата показва, че дисертантката е проучила 172 заглавия на български и английски език. Използвани са и 13 източника на статистическа информация, данните от които са прецизно представени и анализирани. Прави добро впечатление, че в използваната литература са посочени и български автори. Освен научната литература, кандидатката е анализирала и правните актове, свързани с регулирането и надзора на рейтинговите агенции, включително и официални доклади на Европейската централна банка, ESMA и други.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Използваната методология включва широк кръг общотeorетични, статистически и иконометрични методи, които авторът прецизно е обединил в една монолитна методология, която изцяло съответства на предмета на изследване и поставените цели и задачи. Прилагането на тази методология не води до неочаквани резултати. Основните хипотези на изследването се потвърждават, а поставените задачи са изпълнени като до голяма степен са дори надхвърлени.

Настоящата оценка се базира на анализа на степента на изпълнение на поставените цели и задачи, както и на направената проверка на хипотезите.

Могат да се открият някои от научните резултати на дисертационния труд:

В **Първа глава** прави впечатление, че при дефинирането на портфейлните инвестиции авторът е излязъл извън рамките на традиционното регулаторно дефиниране в Шестото издание на указанията за платежния баланс на МВФ и е възприел теоретична дефиниция, която създава много по-широки възможности за анализ. Факторите, детерминиращи потоците на портфейлни инвестиции са дефинирани при използването на сравнителен анализ с преките чуждестранни инвестиции като така се разкрива тяхната същност и рискове. Идентифицирането на външните и вътрешни фактори е използвано при дефинирането на модела за оценка. Рядко в дисертационни трудове

може да се види такъв задълбочен и критичен анализ на използваната литература. Дисертантката точно разграничава риска на страната и суверенния кредитен риск, което ѝ дава възможност да се фокусира върху ролята на кредитните рейтинги за портфейлните инвестиции.

Във **Втора глава** анализът на потоците и запасите на портфейлните инвестиции води до изключително интересни резултати, като например, че портфейлните инвестиции в ЕС се движат от офшорни зони като привлеченият капитал в офшорните финансови центрове на ЕС – Люксембург и Ирландия формират 57.8% от общата стойност на международните портфейлни инвестиции в дялови инструменти за ЕС-1. Сравнението в динамиката между ЕС-13 и ЕС-15 е довела до съществени изводи относно факторите, които определят движението на портфейлните инвестиции в ЕС. Проследена е и динамиката на портфейлните инвестиции в България.

В **Трета глава**, която цели да измери връзката между кредитния рейтинг на страните от ЕС и портфейлните инвестиции се потвърждава основната теза на дисертацията. Положителното влияние на рейтинга, обаче се дължи по-скоро на старите държави-членки отколкото на новите, т.е. съществуват други независими променливи, които биха могли да обяснят в по-голяма степен изменението на запаса от портфейлни инвестиции в ЕС-13. Интерес представлява и извода, че зависимостта на пазарните участници от рейтингите в голяма степен се е запазила и в бъдеще би могла да генерира нови проциклични ефекти. В трета глава проличава научната зрялост на автора в способността да се обедини теорията с подходящо избран иконометричен модел, с който прецизно и обективно се доказват хипотезите.

Прави впечатление, както от дисертационния труд, така и от публикациите, че дисертантката е изградила умения за широко обхванат статистически и иконометричен анализ, което допринася за високия ѝ капацитет и потенциал за бъдещи изследвания.

Кандидатката е усвоила академичния стил на писане и анализ, демонстрира познаване и респект към научната общност и достиженията в съответната област, включително и българските автори.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Дисертантката е формулирала четири основни приноса на нейното научно изследване. Новото, което предлага настоящето изследване в **теоретичен план** е една сравнително нова научна концепция за портфейлните инвестиции, реабилитираща ги в теорията, която обикновено фаворизира преките чуждестранни инвестиции. Изследваният период на последните двадесет години дава възможност за една по-нова оценка на тяхната роля особено в периоди на икономически кризи и несигурност.

Важен теоретичен принос в работата е и идентифицирането и измерването на основни фактори, които динамизират портфейлните инвестиции в ЕС като е отчетена и спецификата при отделните държави.

Елементи на иновативност се съдържат в частта от дисертационния труд, с която авторът оценява ефекта на суверенните кредитни рейтинги върху портфейлните инвестиции. Въпреки, че конструираният модел е в категорията на конвенционалните регресионни модели, обхващането на широк кръг показатели, включително и качествени такива може да се оцени като теоретичен принос на дисертационния труд.

Научно приложен характер има авторовия принос в оценката на ефекта от мащабните реформи в регулирането на агенциите за кредитен рейтинг след провала им и ролята в глобалната финансова криза. Този принос би могъл да се използва и в дейността на БАКР за разширяване на обективността и прецизността на предоставяните рейтинги.

Справката за изпълнение на минималните национални изисквания по чл. 2б, ал. 2 и 3 от ЗРАСРБ за придобиване на образователна и научна степен "доктор" на Радостина Асенова Стаменова коректно отразява наукометричните ѝ показатели.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

В рамките на настоящата процедура са предоставени за оценка следните публикации

1. Международните портфейлни инвестиции в страните от Централна и Източна Европа: Статията представя някои от резултатите от научното изследване, предмет на дисертационния труд. Статията е добре структурирана и съдържа реквизитите на научна публикация с научно качество. Направен е кратък преглед на академичната литература, обосновани са фактори на въздействие под формата на дескриптивен анализ след което основните променливи са конструирали конвенционален регресионен модел. Резултатите, макар и в голяма степен неочаквани са намерели своето обяснение от автора.
2. The European Regulations on Credit Rating Agencies: статията е пряко свързана с темата на дисертационния труд и представя част от неговите резултати. Анализът дескриптивен и се фокусира развитието на регулаторната рамка на рейтинговите агенции, което е коректно описано. Прави се опит и за оценка на ефективността от направените регулаторни промени както на базата на изследвания на други автори така и с използването на макар и оскъдните данни за тази цел.
3. Влияние на държавните кредитни рейтинги върху дългосрочните лихвени проценти в страните от ЕС. Изследва се еднопосочно влиянието на държавните кредитни рейтинги върху дългосрочните лихвени проценти като е направен

сполучлив опит и за количествена оценка на взаимовръзката. Връзката едва ли изненадва като се има предвид, че в методологиите за определяне на държавните кредитни рейтинги на рейтинговите агенции дългосрочните лихвени проценти имат важна роля. Статията е написана на високо академично равнище.

Трите публикации са направени в издания на УНСС. Общият ми извод е, че както като количество така и като качество, предложените статии съответстват на изискванията.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът изцяло отговаря на изискванията и коректно отразява съдържанието на дисертационния труд.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Критични бележки:

- ✓ Дисертантката дефинира четири „приносни моменти“ на собствения дисертационен труд, чието формулиране е по-скоро представяне на резултатите от извършеното изследване, отколкото открояване на новото и различно в научното познание в областта на международните портфейлни инвестиции и ролята на държавните рейтинги за тяхната динамика. Дисертационният труд несъмнено съдържа много новости в научното знание по темата ;
- ✓ В дисертационния труд е направен обстоен анализ на литературата, посветена на рейтинговите агенции, но липсва обяснение на факта, че при толкова развита теория, как тя не успя да предскаже провала на рейтинговите агенции и вината им за глобалната финансова криза. Едва ли най-големият „грех“ на рейтинговите агенции е „пристрастието към дома“, на който феномен е отделена голяма част от анализа. Като цяло оценката на автора за дейността на рейтинговите агенции подценява политическите фактори в дейността им, което е обяснимо при използваните методологии на тяхното изследване, базирани основно на количествени показатели.

Препоръки:

- ✓ Анализът на регулаторната рамка на АКР би могла да се обогати с анализ на предисторията на Регламента, когато и ЕК и Съвета отричаха да има проблем с тяхното функциониране и декларираха, че саморегулацията чрез етични кодекси и др.п. създава достатъчно коректна рамка за присъждане на рейтинги.
- ✓ В изследването може да се обърне повече внимание на тезата на Бекер и Милборн, че въвеждането на нови агенции на пазара не води непременно до

- подобряване на качеството на рейтингите. Някои нови и по-малки агенции са по-благоклонни при определяне на рейтингите, отколкото трите доминиращи пазара. Дисертантката би могла да изследва нивото на рейтингите на едни и същи емитенти в ЕС от една страна от трите най-големи рейтингови агенции и от друга от новите лицензирани в ЕС рейтингови агенции. Така ще се провери как реформата се отрази върху нивата на рейтингите.
- ✓ На основата на резултатите от дисертационния труд са формулирани някои препоръки към регулаторната политика на ЕС, които биха могли да бъдат разширени с конкретни препоръки за политиката на държавите членки от Е-13 включително България.
 - ✓ Препоръчваме публикуването на настоящия дисертационен труд в неговата цялост.

Въпроси:

- ✓ Какъв е основният извод за взаимовръзката между преките и портфейлните инвестиции през последните двадесет години, включително в периода на револвиращи кризи и как се отразява на българската икономика тази взаимовръзка?
- ✓ Как се отразява валутният риск, тоест липсата на такъв спрямо еврото, върху портфейлните инвестиции в България? Намирате ли в изследването аргументи за това, което твърдите, че «увеличение от 1% на волатилността на националната валута спрямо еврото средно води до спад от 0,16% на МПИ» в случая на България?
- ✓ По време на Ковид кризата агенциите за кредитен рейтинг се въздържаха от понижаване на рейтингите, въпреки рецесията, нарастване на дълговете и влошаване на фискалната позиция- как се обяснява това ?
- ✓ Счита ли кандидатът, че кредитният рейтинг на България е занижен?

8. Заключение

Дисертационният труд **съдържа научни и научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката и отговарят на всички** изисквания на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ) и Правилника за прилагане на ЗРАСРБ. Дисертантката **притежава** задълбочени теоретични знания и професионални умения по Професионално направление 3. 8.

Икономика, като **демонстрира** качества и умения за самостоятелно провеждане на научни изследвания.

Поради гореизложеното, убедено давам своята **положителна оценка** за проведеното изследване, представено от рецензираните по-горе дисертационен труд, автореферат, публикации, постигнати резултати и приноси, и **предлагам на почитаемото научно жури да присъди образователната и научна степен 'доктор'** на **Радостина Асенова Стаменова** придобиване на ОНС "доктор" в професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма "Политическа икономия (микроикономика и макроикономика)"

София, 27.04.2023

Подпис:



REFERENCE

By: Daniela Nikolova Bobeva-Filipova, Prof. Dr. Scientific specialty: International Economy

Subject: dissertation work for the award of an educational and scientific degree "doctor" in a scientific specialty at UNSS.

Grounds for presenting 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 Deputy Rector for the NID of the UNSS for the conduct of a procedure for the acquisition of the OHC "Doctor" in professional direction 3.8 . Economics, doctoral program "Political Economy (Microeconomics and Macroeconomics)"

Author of dissertation: Radostina Asenova Stamenova

Dissertation Topic: INFLUENCE OF SOVEREIGN CREDIT RATINGS ON INTERNATIONAL PORTFOLIO INVESTMENT IN EUROPEAN UNION COUNTRIES

1. Information about the dissertation student

The dissertation student was trained in a doctoral program at the Department of Economics of the Faculty of General Economics of the UNSS in a scientific specialty according to the Order of the Vice-Rector for the NID of the UNSS No. 953/11.04.2019. The training was carried out in a regular form during the period of April 2019 .- April 2023

Documents

In connection with the conduct of the procedure, the following documents have been provided by list:

- Dissertation "Influence of government credit ratings on international portfolio investments in the countries of the European Union";
- Abstract;
- Publications on the topic of the dissertation work;
- Reference for scientometric indicators;
- Autobiography.

The submitted documents correspond to the requirements of the competition and provide an opportunity to evaluate the scientific work and the dissertation

Information about the candidate

The dissertation student has a bachelor's and master's degree from UNSS. Her four-year professional experience as a chief economic and financial analyst in the only Bulgarian credit rating agency - BAKR, gives her the opportunity to combine her academic interests with extensive experience in the main focus of credit ratings - economic and financial analysis. Her education and professional career are directly related to the topic of the dissertation.

The candidate has successfully passed a total of 7 doctoral minimums. During the period of study, she participated with reports at 4 scientific conferences. She actively participated in the scientific activity of the department as a member of two teams in university projects. The regular period of studies in the doctoral program has been extended once by one year (until April 2023). Total number of credits achieved under the individual study plan: 200 (with a minimum of 190).

2. General characteristics of the presented dissertation work

The dissertation is presented in 183 pages, 18 tables and 35 graphs. It is accompanied by 10 appendices that further explain the text and especially the models used.

Timeliness, object, subject, main thesis, tasks

The topicality of the topic is argued in the dissertation with the increase in uncertainty and the rising prices of government debts. To the presented arguments, one can add the problem of revolving crises and the growth of international economic and financial uncertainty.

The object and the subject are clearly defined and correspond to the theoretical problems identified by the author, which are the subject of research.

The aim of the study is to assess the impact of the credit rating on the dynamics of international portfolio investments in the EU, making recommendations on ways to limit the pro-cyclical effects resulting from it. On this basis, the main thesis that "a high credit rating is a prerequisite for easier access to market financing and a limiting factor for the outflow of portfolio capital in case of changes in the risk attitudes of global investors" is clearly formulated. The author formulated three hypothesis which serve as a basis for the structuring the structuring of the content.

Five main research tasks have been set in the dissertation work. They have been fulfilled: outlining the specifics of international portfolio investments, identifying the factors that determine their dynamics and, above all, the credit rating; an in-depth study of the reform in the regulation of credit rating agencies, especially in the EU; outline the modern dynamics of international portfolio investments and measure the role of the factors that determine it in the

EU countries in the period 2000-2020, for the purposes of which the task of constructing an own model is set.

Reference literature

The review of the literature shows that the doctoral student studied 172 titles in Bulgarian and English. 13 sources of statistical information were also used, the data from which were precisely presented and analyzed. It makes a good impression that the literature used also mentions Bulgarian authors. In addition to the scientific literature, the candidate also analyzed the legal acts related to the regulation and supervision of rating agencies, including official reports of the European Central Bank, ESMA and others.

3. Evaluation of scientific and applied results

The methodology used includes a wide range of general theoretical, statistical and econometric methods, which the author has precisely combined into a monolithic methodology that fully corresponds to the subject of research and the set goals and objectives. Applying this methodology does not lead to unexpected results. The main hypotheses of the research are confirmed, and the set tasks are fulfilled and to a large extent even exceeded.

The current evaluation is based on the analysis of the degree of fulfillment of the set goals and objectives, as well as on the verification of the hypotheses.

Some of the scientific results of the dissertation can be highlighted:

In **Chapter One**, it is striking that in defining portfolio investment, the author has gone beyond the traditional regulatory definition in the Sixth Edition of the IMF's Balance of Payments Guidelines and adopted a theoretical definition that creates much broader scope for analysis. The factors determining the flows of portfolio investments are defined using a comparative analysis with foreign direct investments, thus revealing their nature and risks. The identification of external and internal factors was used in defining the evaluation model. Rarely in dissertation works can one see such a thorough and critical analysis of the literature used. The dissertation clearly distinguishes between country risk and sovereign credit risk, enabling her to focus on the role of credit ratings for portfolio investments.

In **Chapter Two**, the analysis of the flows and stocks of portfolio investments leads to extremely interesting results, such as that portfolio investments in the EU move from offshore areas, as the capital raised in the offshore financial centers of the EU - Luxembourg and Ireland form 57.8% of the total value of the international portfolio investments in equity instruments for EU-1. The comparison of the dynamics between the EU-13 and the EU-15 has led to significant conclusions about the factors that determine the movement of portfolio

investments in the EU. The dynamics of portfolio investments in Bulgaria were also monitored.

In **Chapter Three**, which aims to measure the relationship between the credit rating of EU countries and portfolio investments, the main thesis of the dissertation is confirmed. However, the positive influence of the rating is due to the old member states rather than the new ones, i.e. there are other independent variables that could explain to a greater extent the variation in the stock of portfolio investment in the EU-13. Also of interest is the conclusion that the dependence of market participants on ratings has largely persisted and could generate new procyclical effects in the future. In the third chapter, the scientific maturity of the author is evident in the ability to combine the theory with an appropriately chosen econometric model, which precisely and objectively proves the hypotheses.

It is noticeable, both from the dissertation work and from the publications, that the PhD student has developed skills in wide-ranging statistical and econometric analysis, which contributes to her high capacity and potential for future research.

The candidate has mastered the academic style of writing and analysis, demonstrates knowledge and respect for the scientific community and achievements in the relevant field, including Bulgarian authors.

4. Evaluation of scientific and applied contributions

The dissertation student has formulated four main contributions of her scientific research.

What is new that the present study offers in theoretical terms is a relatively new scientific concept of portfolio investments, rehabilitating them in the theory that usually favors foreign direct investment. The researched period of the last twenty years enables a more recent assessment of their role, especially in periods of economic crises and uncertainty.

An important theoretical contribution to the work is the identification and measurement of main factors that dynamize portfolio investments in the EU, taking into account the specifics of individual countries.

Elements of innovation are contained in the part of the thesis in which the author assesses the effect of sovereign credit ratings on portfolio investments. Although the constructed model is in the category of conventional regression models, the coverage of a wide range of indicators, including qualitative ones, can be evaluated as a theoretical contribution of the dissertation work.

The author's contribution is scientifically applied in assessing the effect of large-scale reforms in the regulation of credit rating agencies after their failure and role in the global financial crisis. This contribution could also be used in BAKR's activity to expand the objectivity and precision of the ratings provided.

The certificate of fulfillment of the minimum national requirements under Art. 2b, para. 2 and 3 of ZRASRB for the acquisition of the educational and scientific degree "doctor" of Radostina Asenova Stamenova correctly reflects her scientometric indicators.

5. Evaluation of publications of the PhD candidate

Within the framework of this procedure, the following publications have been submitted for evaluation

4. International portfolio investments in the countries of Central and Eastern Europe:
The article presents some of the results of the scientific research, the subject of the dissertation work. The article is well structured and has the requisites of a scientific publication of scholarly quality. A brief review of the academic literature was made, impact factors were substantiated in the form of a descriptive analysis, after which the main variables were constructed a conventional regression model. The results, although largely unexpected, have found their explanation by the author.
5. The European Regulations on Credit Rating Agencies: the article is directly related to the topic of the dissertation work and presents part of its results. The analysis is descriptive and focuses on the development of the regulatory framework of rating agencies, which is correctly described. An attempt is also made to evaluate the effectiveness of the regulatory changes made both on the basis of research by other authors and with the use of the scarce data for this purpose.
6. 3. Influence of government credit ratings on long-term interest rates in EU countries.
The one-way influence of government credit ratings on long-term interest rates is investigated, and a successful attempt was also made to quantitatively assess the relationship. The connection is hardly surprising considering that in the rating agencies' methodologies for determining government credit ratings, long-term interest rates play an important role. The article is written at a high academic level.

The three publications are placed in the UNSS. My estimation is that the attached articles fully comply with the requirements.

6. Evaluation of the resume

The abstract fully meets the requirements and correctly reflects the content of the dissertation work.

7. Notes, recommendations and questions

Critical notes:

- ✓ The PhD candidate defines four "contributing moments" of her own dissertation work, the formulation of which is rather a presentation of the results of the research

- carried out than highlighting the new and different in scientific knowledge in the field of international portfolio investments and the role of government ratings in their dynamics. The dissertation work undoubtedly contains many novelties in scientific knowledge on the subject;
- ✓ In the dissertation, a thorough analysis of the literature devoted to the rating agencies is made, but there is no explanation of the fact that with such a developed theory, how it failed to predict the failure of the rating agencies and their blame for the global financial crisis. Hardly the biggest "sin" of rating agencies is "home bias," a phenomenon that has received much analysis. In general, the author's assessment of the activity of the rating agencies underestimates the political factors in their activity, which can be explained by the used methodologies of their research, based mainly on quantitative indicators.

Recommendations:

- ✓ The analysis of the regulatory framework of AKR could be enriched with an analysis of the background of the Regulation, when both the EC and the Council denied that there was a problem with their functioning and declared that self-regulation through ethical codes, etc. creates a sufficiently correct framework for awarding ratings.
- ✓ In the research, more attention can be paid to Becker and Milborn's thesis that the introduction of new agencies to the market does not necessarily lead to an improvement in the quality of ratings. Some new and smaller agencies are more lenient in setting ratings than the three dominant markets. The dissertation could examine the level of ratings of the same issuers in the EU on the one hand by the three largest rating agencies and on the other hand by the new rating agencies licensed in the EU. Thus, it will be checked how the reform affected the rating levels.
- ✓ On the basis of the results of the dissertation, some recommendations to the regulatory policy of the EU have been formulated, which could be expanded with specific recommendations for the policy of the E-13 member states, including Bulgaria.
- ✓ We recommend the publication of this dissertation in its entirety.

Questions:

- ✓ What is the main conclusion about the relationship between direct and portfolio investments in the last twenty years, including in the period of revolving crises, and how does this relationship affect the Bulgarian economy?
- ✓ How does the currency risk, i.e. the lack of it compared to the euro, affect portfolio investments in Bulgaria? Do you find in the research arguments for what you claim,

- that "a 1% increase in the volatility of the national currency against the euro leads on average to a 0.16% drop in the MPI" in the case of Bulgaria?
- ✓ During the Covid crisis, the credit rating agencies refrained from downgrading the ratings, despite the recession, rising debts and worsening fiscal position - how do you explain this?
 - ✓ Does the candidate think that Bulgaria's credit rating is low?

8. Conclusion

The dissertation contains scientific and scientific-applied results, which represent an original contribution to science and meet all 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 student has in-depth 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 confidently give my positive assessment of the conducted research, presented by the above-reviewed dissertation work, abstract, publications, achieved results and contributions, and I propose to the honorable scientific jury to award the educational and scientific degree "doctor" to **Radostina Asenova Stamenova** acquisition of ONS "Doctor" in professional direction 3.8. Economics, doctoral program "Political Economy (Microeconomics and Macroeconomics)"

Sofia, 2.05.2023

Signature: