

СТАНОВИЩЕ

от проф. д. ик. н. Виржиния Желязкова

Института за икономически изследвания при Българската академия на науките/
Университет по застраховане и финанси

относно дисертационен труд на тема:

„Ефекти от прякото и непрякото финансиране върху гръцката икономика“

за придобиване на образователната и научна степен „доктор“

Област на висше образование: 3. Социални, стопански и правни науки

Професионално направление: 3.8. Икономика

Докторска програма: „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“

Докторант: Ефтихия Доксаки

Катедра „Финанси и отчетност“, Стопански факултет, Югозападен университет „Неофит
Рилски“ - Благоевград

Научен ръководител: доц. д-р Иван Тодоров

1. Основание за изготвяне на становището

Настоящото становище е изготвено в качеството ми на член на научното жури, определено със Заповед № 1493/08.07.2026 г. на заместник-ректора по научноизследователската дейност на Югозападен университет „Неофит Рилски“ - Благоевград, във връзка с процедурата за защита на дисертационния труд на Ефтихия Доксаки за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ по докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“, професионално направление 3.8. Икономика, област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки.

Становището е изготвено въз основа на представените за процедурата дисертационен труд, автореферат и данни за академичното и професионалното развитие на докторантката.

2. Обща характеристика и актуалност на дисертационния труд

Представеният дисертационен труд е посветен на актуален и значим проблем – ролята на прякото и непрякото финансиране за развитието на гръцката икономика и влиянието им върху основни макроикономически показатели.

Изборът на Гърция като обект на изследване е удачен, тъй като разглежданият период 1999–2019 г. обхваща съществени промени в икономическата и финансовата среда – присъединяването към еврозоната, натрупването на макроикономически дисбаланси,

кризата с държавния дълг, спасителните програми и последващото постепенно възстановяване.

Темата има както теоретична, така и ясно изразена практическа значимост. Разграничението между банково и пазарно финансиране не е разгледано единствено като въпрос на финансова структура, а е поставено в контекста на икономическия растеж, инфлацията, заетостта и устойчивостта на икономиката към вътрешни и външни сътресения.

Дисертационният труд е в обем от 164 страници и включва увод, три глави, заключение и използвани източници, като са представени 23 таблици и 6 фигури и са използвани 196 литературни източника.

3. Структура и съдържание на дисертационния труд

Структурата на дисертацията е логична и съответства на поставената изследователска цел.

В първа глава са представени теоретичните основи на прякото и непрякото финансиране, ролята на финансовите системи, финансовото посредничество, разпределението на капитала, управлението на риска и различията между пазарно и банково ориентираните финансови системи.

Втора глава е посветена на развитието на финансовата система на Гърция, като се проследяват нейната историческа еволюция, ролята на банковия сектор и капиталовия пазар, институционалните промени, както и новите тенденции, свързани с алтернативното финансиране.

Трета глава има ясно изразен емпиричен характер и изследва влиянието на прякото и непрякото финансиране върху растежа на реалния БВП, инфлацията и безработицата. Тази последователност създава добра връзка между теоретичната постановка, спецификата на гръцката икономика и собственото емпирично изследване.

4. Цел, предмет, обект и методология на изследването

Обект на изследване е гръцкият финансов сектор и неговото влияние върху макроикономическите резултати през периода 1999–2019 г., а предметът е въздействието на прякото и непрякото финансиране върху растежа на реалния БВП, инфлацията и безработицата.

Поставените цели и задачи са ясно свързани с основния изследователски проблем – да се установи връзката между финансовото развитие и икономическия растеж, да се оцени отражението на измененията във финансовия сектор върху инфлацията и безработицата и да се потърсят емпирични доказателства относно относителното значение на прякото и непрякото финансиране.

Използваният методологически инструментариум включва описателен статистически анализ, непараметричен корелационен анализ чрез коефициентите на Кендъл и Спийрман,

обобщения метод на моментите – GMM, анализ на ефекти със закъснение и сравнителен анализ.

Оценявам положително стремежа на докторантката да не остане единствено на равнището на теоретичния анализ, а да провери поставените зависимости чрез собствено емпирично изследване. Особено полезно е включването на динамичния аспект и на забавените ефекти на финансовите променливи върху реалната икономика.

5. Основни резултати и оценка на дисертационния труд

Сред основните резултати на дисертацията бих открила извода, че не само размерът, но и структурата на финансовата система има съществено значение за макроикономическото развитие.

Резултатите показват, че непрякото финансиране има по-непосредствено влияние върху икономическата активност, включително върху растежа на БВП и безработицата, което е обяснимо предвид традиционно силната зависимост на гръцките предприятия, особено на малките и средните предприятия, от банковото кредитиране. Същевременно кризисният период показва и рисковете от прекомерната зависимост от един основен канал за финансиране – свиването на банковото кредитиране усилва икономическия спад.

Интересен и практически важен е резултатът относно ролята на прякото финансиране. Макар неговото влияние да се проявява по-постепенно, развитието на капиталовия пазар подпомага ефективното разпределение на капитала и дългосрочните инвестиции, като ролята му се засилва в периоди на възстановяване и нормализиране на финансовата среда.

Именно тук виждам една от силните страни на дисертацията. Докторантката не търси механично превъзходство на банково или пазарно ориентирания модел. Напротив, резултатите водят до много по-обоснования извод за необходимостта от балансирана финансова система, в която банковото посредничество и капиталовите пазари се допълват.

Заслужава внимание и установеният времеви аспект на взаимодействието между финансовите и макроикономическите показатели. Резултатите показват, че част от ефектите се проявяват със закъснение, което има непосредствено значение и за формулирането на икономическата политика.

6. Научни и научно-приложни приноси

Заявените от докторантката приноси отразяват основните резултати от проведеното изследване и като цяло са свързани с поставените цели и задачи. Считаю, че дисертационният труд съдържа научни и научно-приложни резултати с приносен характер, като при част от заявените приноси би могъл по-ясно да се открие действителният приносен момент.

Съществен принос виждам в емпиричното изследване на взаимодействието между прякото и непрякото финансиране и макроикономическото развитие в конкретните условия на гръцката икономика през периода 1999–2019 г. Значимостта на този резултат се определя и от обстоятелството, че анализираният период обхваща съществени промени във финансовата и макроикономическата среда – от присъединяването към еврозоната през дълговата и банковата криза до последващия процес на стабилизация.

Положително оценявам и съвместното разглеждане на показатели за прякото и непрякото финансиране и проследяването на връзката им с растежа на реалния БВП, инфлацията и безработицата в рамките на единна аналитична конструкция. Това позволява по-комплексна оценка на ролята на различните канали за финансиране в гръцката икономика.

Що се отнася до по-общия извод за значението на структурата на финансовата система и на съотношението между пряко и непряко финансиране за икономическото развитие, той по-скоро потвърждава и конкретизира вече установени в икономическата литература зависимости, отколкото представлява самостоятелен теоретичен принос. Приносният момент тук следва да се търси в тяхната емпирична проверка и интерпретация за конкретните условия на гръцката икономика през изследвания период.

По подобен начин оценявам и извода, че връзката между финансовото развитие и икономическата динамика не е линейна и безусловно положителна, а зависи от институционалната среда, регулирането, финансовата стабилност и конкретната фаза на икономическия цикъл. И тук приносът е преди всичко в емпиричното потвърждение и конкретизацията на тези зависимости за гръцката икономика, а не в извеждането им като принципно нови теоретични положения.

Като важен научно-приложен резултат бих открила извода за необходимостта от по-добра диверсификация на финансовата система на Гърция и от развитие на капиталовите и алтернативните източници на финансиране, така че банковото посредничество и пазарното финансиране да функционират като взаимно допълващи се механизми.

7. Публикации по дисертационния труд

Представените материали съдържат публикации на докторантката по проблематика, свързана с дисертационното изследване, включително изследвания върху финансовите механизми и икономическите резултати в Гърция, финансирането на туристическите предприятия и съотношението между пряко и непряко финансиране.

Това показва последователност в научните ѝ интереси и стремеж резултатите от работата ѝ да бъдат представяни пред академичната общност. С тези публикации тя изпълнява националните минимални изисквания за присъждане на ОНС „доктор“, залегнали в ЗРАСРБ и Правилника за неговото прилагане.

8. Оценка на академичното и професионалното развитие на докторантката

Бих искала специално да отбележа последователното желание на Ефтихия Доксаки да развива своите знания и професионални компетентности.

Представената автобиография показва образование в областта на счетоводството, бизнес администрацията, банковото дело и финансите, наред с последващо обучение и в други области. В професионален план тя заема ръководна длъжност в областта на приходите и финансовата администрация и има практически опит в счетоводството, финансовата документация и публичния сектор.

Наред с това има дългогодишен опит в обучението на възрастни и академична и конференционна активност.

Оценявам това като важна характеристика на професионалния профил на докторантката. В нейното развитие ясно се вижда стремеж към съчетаване на теорията с практиката, а това намира отражение и в дисертационния труд, който не се ограничава до теоретична дискусия, а търси конкретни икономически зависимости и практически приложими изводи.

9. Препоръки за бъдеща работа

Предвид положителната ми оценка препоръките ми са насочени основно към бъдещо развитие и надграждане на проведеното изследване.

На първо място, би било полезно времевият хоризонт на изследването да бъде продължен след 2019 г., с което да се обхванат пандемията от COVID-19, последващото икономическо възстановяване и по-новите промени във финансовата среда.

На второ място, перспективно направление е преминаването към анализ с микроданни на равнище предприятия, особено по отношение на малките и средните предприятия. Това би позволило по-прецизно да се идентифицират категориите предприятия, които остават най-силно зависими от банково кредитиране.

На трето място, заслужава да бъде продължено изследването на FinTech и алтернативните форми на финансиране, включително от гледна точка на потенциала им да диверсифицират финансовата структура на гръцката икономика.

Практически полезно би било също резултатите да бъдат развити в посока на по-конкретни механизми за подобряване на достъпа на малките и средните предприятия до капиталовия пазар, корпоративни облигации, рисков капитал, частен капитал и други алтернативни източници на финансиране.

Тези препоръки са в съответствие и с очертаните в самата дисертация направления за бъдещи изследвания – използване на микроданни, продължаване на периода след 2019 г. и анализ на ролята на новите финансови технологии.

10. Въпроси към докторантката

1. Един от важните изводи на дисертационния труд е необходимостта от по-балансирана и диверсифицирана финансова система. Кои две или три практически мерки според Вас биха имали най-силен ефект за намаляване на зависимостта на гръцките малки и средни предприятия от банковото кредитиране и за разширяване на достъпа им до пряко и алтернативно финансиране?

2. Ако емпиричният анализ бъде продължен след 2019 г. и включи пандемията от COVID-19, възстановяването на гръцката икономика и развитието на FinTech, очаквате ли установеното в дисертацията съотношение между ролята на прякото и непрякото финансиране да се запази, или очаквате постепенно изменение на финансовата структура на Гърция? Какви са основанията Ви за това?

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Представеният дисертационен труд представлява самостоятелно, завършено и стойностно научно изследване с ясно изразена емпирична и практическа насоченост.

Темата е актуална и значима, структурата на изследването е логична, използваният методологически инструментариум е съобразен с поставените цели, а получените резултати позволяват формулирането на обосновани научни изводи и практически препоръки.

Оценявам високо и стремежа на докторантката към последователно академично и професионално развитие, както и способността ѝ да съчетава натрупания практически опит с научноизследователска работа.

Общата ми оценка на дисертационния труд е висока и категорично положителна.

На тази основа убедено давам своята положителна оценка и предлагам на уважаемото научно жури да присъди на Ефтихия Доксаки образователната и научна степен „доктор“ по докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“, професионално направление 3.8. Икономика, област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки.

Дата: 6.09.2026 г.

Член на научното жури:
проф. д. ик. н. Виржиния Желязкова

Подпис:

OPINION

by Prof. Virginia Zhelyazkova, DSc.

Economic Research Institute at the Bulgarian Academy of Sciences / University of Insurance and Finance

regarding a dissertation entitled:

“Effects of Direct and Indirect Finance on the Greek Economy”

for the acquisition of the educational and scientific degree of “Doctor”

Field of higher education: 3. Social, Economic and Legal Sciences

Professional field: 3.8. Economics

Doctoral Programme: “Finance, Monetary Circulation, Credit and Insurance”

Doctoral candidate: Eftichia Doksaki

Department of Finance and Accounting, Faculty of Economics, South-West University “Neofit Rilski” – Blagoevgrad

Academic Supervisor: Assoc. Prof. Dr Ivan Todorov

1. Grounds for Preparing the Opinion

The present opinion has been prepared in my capacity as a member of the scientific jury appointed by Order No. 1493/08.07.2026 of the Vice-Rector for Research of South-West University “Neofit Rilski” – Blagoevgrad, in connection with the procedure for the defense of the dissertation of Eftichia Doksaki for the award of the educational and scientific degree of “Doctor” in the Doctoral Programme “Finance, Monetary Circulation, Credit and Insurance”, Professional Field 3.8. Economics, Field of Higher Education 3. Social, Economic and Legal Sciences.

The opinion has been prepared on the basis of the dissertation submitted for the procedure, the dissertation abstract, and the information concerning the academic and professional development of the doctoral candidate.

2. General Characteristics and Relevance of the Dissertation

The submitted dissertation is devoted to a topical and significant issue – the role of direct and indirect finance in the development of the Greek economy and their impact on key macroeconomic indicators.

The choice of Greece as the object of study is appropriate, since the period under consideration, 1999–2019, encompasses substantial changes in the economic and financial environment – accession to the euro area, the accumulation of macroeconomic imbalances, the sovereign debt crisis, the bailout programmes, and the subsequent gradual recovery.

The topic has both theoretical significance and clearly expressed practical relevance. The distinction between bank-based and market-based finance is not considered solely as a matter of financial structure, but is placed in the context of economic growth, inflation, employment, and the resilience of the economy to internal and external shocks.

The dissertation comprises 164 pages and includes an introduction, three chapters, a conclusion, and references. It contains 23 tables and 6 figures and draws on 196 literature sources.

3. Structure and Content of the Dissertation

The structure of the dissertation is logical and corresponds to the stated research objective.

The first chapter presents the theoretical foundations of direct and indirect finance, the role of financial systems, financial intermediation, capital allocation, risk management, and the differences between market-based and bank-based financial systems.

The second chapter is devoted to the development of the Greek financial system, tracing its historical evolution, the role of the banking sector and the capital market, institutional changes, as well as new trends related to alternative finance.

The third chapter has a clearly empirical focus and examines the impact of direct and indirect finance on real GDP growth, inflation, and unemployment. This sequence establishes a sound link between the theoretical framework, the specific features of the Greek economy, and the author's own empirical research.

4. Aim, Subject, Object and Methodology of the Research

The object of the research is the Greek financial sector and its impact on macroeconomic outcomes over the period 1999–2019, while the subject of the research is the impact of direct and indirect finance on real GDP growth, inflation, and unemployment.

The stated aims and tasks are clearly related to the main research problem – to establish the relationship between financial development and economic growth, to assess the impact of changes in the financial sector on inflation and unemployment, and to seek empirical evidence regarding the relative importance of direct and indirect finance.

The methodological tools employed include descriptive statistical analysis, non-parametric correlation analysis using Kendall's and Spearman's coefficients, the Generalised Method of Moments (GMM), analysis of lagged effects, and comparative analysis.

I positively assess the doctoral candidate's endeavour not to remain solely at the level of theoretical analysis, but to test the relationships under consideration through her own empirical research. Particularly useful is the inclusion of the dynamic dimension and the lagged effects of financial variables on the real economy.

5. Main Results and Assessment of the Dissertation

Among the main results of the dissertation, I would highlight the conclusion that not only the size but also the structure of the financial system is of substantial importance for macroeconomic development.

The results show that indirect finance has a more immediate impact on economic activity, including GDP growth and unemployment, which is understandable given the traditionally strong dependence of Greek enterprises, particularly small and medium-sized enterprises, on bank lending. At the same time, the crisis period also demonstrates the risks arising from excessive dependence on a single principal channel of finance – the contraction of bank lending intensifies the economic downturn.

An interesting and practically important result concerns the role of direct finance. Although its impact manifests itself more gradually, the development of the capital market supports the efficient allocation of capital and long-term investment, with its role becoming stronger during periods of recovery and normalisation of the financial environment.

It is precisely here that I see one of the strengths of the dissertation. The doctoral candidate does not seek to establish a mechanical superiority of either the bank-based or the market-based model. On the contrary, the results lead to the considerably better-founded conclusion regarding the need for a balanced financial system in which financial intermediation by banks and capital markets complement one another.

The identified temporal dimension of the interaction between financial and macroeconomic indicators also merits attention. The results show that some of the effects manifest themselves with a lag, which is also of direct relevance to the formulation of economic policy.

6. Scientific and Applied Scientific Contributions

The contributions stated by the doctoral candidate reflect the main results of the research conducted and are generally related to the aims and tasks set. I consider that the dissertation contains scientific and applied scientific results of a contributory nature, although, in the case of some of the stated contributions, the actual element of contribution could be more clearly delineated.

I see a substantial contribution in the empirical investigation of the interaction between direct and indirect finance and macroeconomic development in the specific context of the Greek economy over the period 1999–2019. The significance of this result is also determined by the fact that the period analysed encompasses substantial changes in the financial and macroeconomic environment – from accession to the euro area, through the sovereign debt and banking crisis, to the subsequent process of stabilisation.

I also positively assess the joint consideration of indicators of direct and indirect finance and the examination of their relationship with real GDP growth, inflation, and unemployment within a unified analytical framework. This allows for a more comprehensive assessment of the role of the different financing channels in the Greek economy.

As regards the more general conclusion concerning the importance of the structure of the financial system and the balance between direct and indirect finance for economic development, it tends to confirm and contextualise relationships already established in the economic literature rather than constitute an independent theoretical contribution. The element of contribution here should be sought in their empirical verification and interpretation in the specific context of the Greek economy over the period under study.

I take a similar view of the conclusion that the relationship between financial development and economic dynamics is neither linear nor unconditionally positive, but depends on the institutional environment, regulation, financial stability, and the particular phase of the economic cycle. Here too, the contribution lies primarily in the empirical confirmation and contextualisation of these relationships for the Greek economy, rather than in presenting them as fundamentally new theoretical propositions.

As an important applied scientific result, I would highlight the conclusion concerning the need for greater diversification of the Greek financial system and for the development of capital market and alternative sources of finance, so that bank intermediation and market-based finance can function as mutually complementary mechanisms.

7. Publications Related to the Dissertation

The materials submitted include publications by the doctoral candidate on issues related to the dissertation research, including studies on financial mechanisms and economic outcomes in Greece, the financing of tourism enterprises, and the relationship between direct and indirect finance.

This demonstrates consistency in her research interests and an endeavour to present the results of her work to the academic community. Through these publications, she meets the national minimum requirements for the award of the educational and scientific degree of “Doctor”, as laid down in the Development of Academic Staff in the Republic of Bulgaria Act and the Regulations for its implementation.

8. Assessment of the Academic and Professional Development of the Doctoral Candidate

I would particularly like to note Eftichia Doksaki's consistent desire to develop her knowledge and professional competences.

The curriculum vitae submitted demonstrates education in the fields of accounting, business administration, banking and finance, alongside subsequent education in other fields. Professionally, she holds a managerial position in the field of revenue and financial administration and has practical experience in accounting, financial documentation, and the public sector.

In addition, she has extensive experience in adult education, as well as academic and conference activity.

I regard this as an important characteristic of the doctoral candidate's professional profile. Her development clearly demonstrates an endeavour to combine theory with practice, and this is also reflected in the dissertation, which is not confined to theoretical discussion but seeks to identify specific economic relationships and practically applicable conclusions.

9. Recommendations for Future Work

In view of my positive assessment, my recommendations are primarily directed towards the future development and further advancement of the research conducted.

First, it would be useful to extend the time horizon of the research beyond 2019, thereby covering the COVID-19 pandemic, the subsequent economic recovery, and more recent changes in the financial environment.

Second, a promising direction would be to move towards analysis using microdata at the firm level, particularly with regard to small and medium-sized enterprises. This would make it possible to identify more precisely the categories of enterprises that remain most strongly dependent on bank lending.

Third, the research on FinTech and alternative forms of finance merits continuation, including from the perspective of their potential to diversify the financial structure of the Greek economy.

It would also be practically useful to develop the results towards more specific mechanisms for improving the access of small and medium-sized enterprises to the capital market, corporate bonds, venture capital, private equity, and other alternative sources of finance.

These recommendations are also consistent with the directions for future research outlined in the dissertation itself – the use of microdata, the extension of the period beyond 2019, and the analysis of the role of new financial technologies.

10. Questions to the Doctoral Candidate

1. One of the important conclusions of the dissertation is the need for a more balanced and diversified financial system. Which two or three practical measures do you consider would

have the strongest effect in reducing the dependence of Greek small and medium-sized enterprises on bank lending and in expanding their access to direct and alternative finance?

2. If the empirical analysis were extended beyond 2019 to include the COVID-19 pandemic, the recovery of the Greek economy, and the development of FinTech, would you expect the relationship between the roles of direct and indirect finance established in the dissertation to remain unchanged, or would you expect a gradual change in the financial structure of Greece? What are the grounds for your view?

CONCLUSION

The submitted dissertation constitutes an independent, complete, and valuable scientific study with a clearly defined empirical and practical orientation.

The topic is relevant and significant, the structure of the research is logical, the methodological tools employed are appropriate to the stated objectives, and the results obtained allow for the formulation of well-founded scientific conclusions and practical recommendations.

I also highly appreciate the doctoral candidate's endeavour towards consistent academic and professional development, as well as her ability to combine her accumulated practical experience with scientific research.

My overall assessment of the dissertation is high and unequivocally positive.

On this basis, I confidently give my positive assessment and propose that the esteemed scientific jury award Eftichia Doksaki the educational and scientific degree of "Doctor" in the Doctoral Programme "Finance, Monetary Circulation, Credit and Insurance", Professional Field 3.8. Economics, Field of Higher Education 3. Social, Economic and Legal Sciences.

6 September 2026

Member of the Scientific Jury:

Prof. DSc Virginia Zhelyazkova

Signature: