



ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ „НЕОФИТ РИЛСКИ“ БЛАГОЕВГРАД

СТАНОВИЩЕ¹

член на научно жури в конкурс за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8 „Икономика“, докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“ при Стопанския факултет на ЮЗУ „Неофит Рилски“ – Благоевград

Относно: научната, научно-приложната и професионално-академичната дейност и продукция, представена от докторант Ефтихия Доксаки

I. Обобщени данни за научната продукция и дейността на кандидата
Докторант Ефтихия Доксаки е обучавана като докторант на самостоятелна подготовка по докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“ към катедра „Финанси и отчетност“ при Стопанския факултет на ЮЗУ „Неофит Рилски“ – Благоевград. Дисертационният труд е обсъден и предложен за защита от катедра „Финанси и отчетност“.

Представеният дисертационен труд е с обем от 164 страници и включва въведение, три глави, заключение и използвани източници. Първа глава представя теоретичните основи на прякото и непрякото финансиране и разглежда основните аналитични подходи, свързани с финансовото посредничество, разпределението на капитала, риска и регулаторните структури; втора глава проследява историческата еволюция и настоящата конфигурация на прякото и непрякото финансиране в Гърция; трета глава представя емпиричния анализ на ефектите от прякото и непрякото финансиране върху гръцката икономика. Съдържанието е онагледено с 23 таблици и 6 фигури, а използваната литература обхваща 196 заглавия.

Към документите са приложени автореферат на български и на английски език, който коректно и в необходимия обем отразява структурата и основните резултати на дисертацията, справка за научните приноси и справка-декларация за изпълнение на минималните национални изисквания. Съгласно последната кандидатката е събрала 90 точки при изискуеми 80 точки, разпределени

както следва: 50 точки за дисертационния труд (група показатели А) и 40 точки за четири научни публикации (група показатели Г). По този начин са изпълнени минималните национални изисквания за придобиване на образователна и научна степен „доктор“ в професионално направление 3.8 „Икономика“.

Апробацията на изследването е осъществена чрез четири публикации, пряко свързани с темата на дисертацията: „The nexus between financial mechanisms and economic performance: empirical evidence from Greece“ (2024) и „The funding of tourism enterprises in Greece from 2019 to 2021 and its role in enhancing tourism income“ (2025), публикувани в списание „Entrepreneurship“ на ЮЗУ „Неофит Рилски“, както и „Defense spending and economic growth“ (2025) и „Direct VS. Indirect Finance and Social Inclusion: Evidence from Greek Cooperatives“ (2025), представени съответно на международна научна конференция и публикувани в сборник от международна научна конференция.

II. Оценка на научните и на практическите резултати и приноси на представената за участие в конкурса творческа продукция

Обект на изследването е гръцкият финансов сектор и неговото влияние върху макроикономическите резултати през периода 1999–2019 г., а предмет – въздействието на прякото финансиране (активност на фондовия пазар) и непрякото финансиране (операции на банковия сектор) върху растежа на реалния БВП, инфлацията и безработицата в Гърция. Целта и изследователските въпроси са ясно формулирани. Работната теза – че структурата, а не само обемът, на финансовата система има самостоятелно значение за макроикономическите резултати, и че прякото и непрякото финансиране въздействат по различен начин и с различна времева динамика върху растежа, инфлацията и безработицата – е последователно защитена в хода на изложението.

Методологическата рамка е силна страна на труда. Емпиричният анализ обхваща периода 1999–2019 г. върху годишни данни на Световната банка, ОИСР и МВФ. Приложен е коректен и добре мотивиран набор от количествени инструменти: описателен статистически анализ на макроикономическите и финансовите показатели, непараметричен двувариантен корелационен анализ (тау на Кендъл и ро на Спийрман) за изследване на нелинейни монотонни връзки и оценка по обобщения метод на моментите (GMM) на Хансен (1982) по методологията на Apergis et al. (2007) и Wen et al. (2021), приложена към три авторегресионни уравнения за растежа на реалния БВП, инфлацията и безработицата. Прякото и непрякото финансиране са операционализирани чрез съставни индекси, изградени от три стандартизирани и претеглени индивидуални показателя всеки – съответно капитализация, обем на търговията и доходност на фондовия пазар за прякото финансиране, и вътрешен кредит за частния сектор, ликвидни пасиви и съотношение банков капитал/активи за непрякото финансиране.

Получените резултати показват, че непрякото финансиране има по-непосредствен и по-изразен

ефект върху растежа на БВП и безработицата, което отразява силната зависимост на гръцките фирми, особено малките и средните предприятия, от банковото кредитиране. В същото време прякото финансиране, макар и по-волатилно в краткосрочен план, оказва по-постепенно и стабилизиращо въздействие, като ролята му нараства в периоди на възстановяване и финансова нормализация. Двувариантният анализ разкрива положителна и значима връзка между реалния БВП и капитализацията на фондовия пазар, но и неочаквана отрицателна връзка между реалния БВП и показателите за непряко финансиране, както и силни положителни връзки между инфлацията и непрякото финансиране – резултати, които докторантката коректно отчита като изискващи допълнително изследване. Установено е и че въздействието на финансовите променливи върху макроикономическите показатели се проявява със закъснение, което има важни импликации за навременността на политическите интервенции. Изводите са балансиран и добре аргументирани.

Научните и научно-приложните приноси на дисертационния труд могат да бъдат обобщени, както следва:

♦ Запълнена е съществуваща празнина в гръцката икономическа литература относно връзката между финансовата система и макроикономическото развитие, при отчитане на съществените колебания в гръцката икономика през периода 1999–2019 г. – години на бърз растеж преди кризата с държавния дълг, тежката рецесия, която я последва, и постепенната фаза на стабилизация след нея. Това е принос с характер на обогатяване на съществуващото знание за структурата на финансовата система в уязвими икономики.

♦ Разработена е и приложена емпирична методология, интегрираща в единен аналитичен модел показатели за пряко финансиране (фондов пазар) и за непряко финансиране (банковия сектор) с ключови макроикономически резултати – икономически растеж, инфлация и безработица. Този многомерен подход засилва обяснителната сила на изследването и избягва опростяването, характерно за проучвания, разглеждащи само един компонент на финансовата система.

♦ Предложена е нова гледна точка към връзката между финансите и икономическия растеж, като чрез фокусиране върху Гърция в период, белязан както от финансов подем, така и от финансов срив, се показва, че въздействието на финансите върху икономическото развитие не е нито линейно, нито универсално положително, а зависи от институционалните условия, качеството на регулациите и макроикономическата стабилност. ♦ Приложен е интердисциплинарен подход, свързващ финансовата икономика с публичната политика, макроикономическата теория, банковите изследвания и икономиката на развитието, което придава по-цялостен характер на анализа.

♦ Формулирани са изводи с практическа приложимост за политиците относно необходимостта от навременни и добре балансиран интервенции в банковия сектор и в капиталовия пазар, при

отчитане на закъснения ефект на финансовите променливи върху растежа, инфлацията и безработицата – принос с приложен характер и потенциален икономически ефект.

Обобщено, приносите допринасят за надграждане на съществуващи знания и за приложение на научните резултати за целите на икономическата политика и на управлението на финансовия сектор в уязвими икономики.

III. Критични бележки и препоръки

Направените бележки имат препоръчителен характер и не омаловажават достойнствата на труда:

1. Установената в двувариантния анализ отрицателна връзка между растежа на реалния БВП и показателите за непряко финансиране е в противоречие с преобладаващата в международната литература закономерност. Докторантката коректно отбелязва, че въпросът изисква допълнително изследване, но по-задълбочено теоретично обяснение на този резултат би укрепило аргументацията на труда.

2. Теглата, използвани при конструирането на съставните индекси за пряко и непряко финансиране (0,4/0,3/0,3), са зададени от изследователя въз основа на експертна преценка. Прилагането на формален метод за определяне на теглата (например анализ на главните компоненти) би придало по-голяма обективност на композитните показатели.

3. Извадката от 21 годишни наблюдения (1999–2019 г.) е сравнително ограничена за целите на GMM оценяването. Анализът би спечелил от разширяване на честотата на данните (например тримесечни данни) или от съпоставка с други южноевропейски икономики (Италия, Испания, Португалия) – насока, която докторантката основателно очертава като перспектива за бъдещи изследвания.

Отбелязаните бележки имат препоръчителен характер и не отразяват съществено въздействие върху научната стойност и достоверността на получените резултати.

IV. Заключение

Дисертационният труд на Ефтихия Доксаки представлява завършено самостоятелно научно изследване по актуален и значим проблем. Той съдържа ясно формулирани цели, издържана методология, коректно проведен емпиричен анализ и научни приноси с теоретична и приложна стойност. Авторефератът отразява вярно съдържанието на дисертацията, а кандидатката изпълнява минималните национални изисквания за придобиване на образователна и научна степен „доктор“ в професионално направление 3.8 „Икономика“.

Въз основа на изложеното давам своята положителна оценка на дисертационния труд и убедено предлагам на уважаемото научно жури да присъди на Ефтихия Доксаки образователната и научна степен „доктор“ в област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8 „Икономика“, докторска програма „Финанси, парично

обращение, кредит и застраховка“.

Дата: 2026 г.

Член на журито:

MARIA
GEORGIE
VA
PASKALE
VA

Digitally signed
by MARIA
GEORGIEVA
PASKALEVA
Date:
2026.09.08
13:47:40
+03'00'

(Подпис)



ЮГОЗАПАДЕН УНИВЕРСИТЕТ ·НЕОФИТ РИЛСКИ· БЛАГОЕВГРАД

OPINION¹

by a member of the scientific jury in a competition for the award of the educational and scientific degree “Doctor” in the field of higher education 3. Social, Economic and Legal Sciences, professional field 3.8 “Economics”, doctoral program “Finance, Money Circulation, Credit and Insurance” at the Faculty of Economics of the South-West University “Neofit Rilski” – Blagoevgrad

Regarding the scientific, applied-scientific, and professional-academic activity and output presented by doctoral candidate Eftychia Doxaki

I. Summary data on the scientific output and activity of the candidate

Doctoral candidate Eftychia Doxaki was trained as a doctoral candidate on independent preparation under the doctoral program “Finance, Money Circulation, Credit and Insurance” at the Department of Finance and Accounting of the Faculty of Economics of the South-West University “Neofit Rilski” – Blagoevgrad. The dissertation was discussed and proposed for defense by the Department of Finance and Accounting.

The submitted dissertation has a volume of 164 pages and includes an introduction, three chapters, a conclusion, and references. The first chapter presents the theoretical fundamentals of direct and indirect finance and reviews the principal analytical approaches concerning financial intermediation, capital allocation, risk and regulatory structures; the second chapter traces the historical evolution and current configuration of direct and indirect finance in Greece; the third chapter presents the empirical analysis of the effects of direct and indirect finance on the Greek economy. The content is illustrated with 23 tables and 6 figures, and the literature used comprises 196 titles.

Attached to the documents are an author’s abstract in both Bulgarian and English, which correctly and to the necessary extent reflects the structure and the main results of the dissertation, a statement of the scientific contributions and a reference-declaration on compliance with the minimum national requirements. According to the latter, the candidate has accumulated 90 points against the required 80 points, distributed as follows: 50 points for the dissertation (indicator group A) and 40 points for four

scientific publications (indicator group G). In this way, the minimum national requirements for the acquisition of the educational and scientific degree “Doctor” in the professional field 3.8 “Economics” have been met.

The validation of the research was carried out through four publications directly related to the topic of the dissertation: “The nexus between financial mechanisms and economic performance: empirical evidence from Greece” (2024) and “The funding of tourism enterprises in Greece from 2019 to 2021 and its role in enhancing tourism income” (2025), published in the journal “Entrepreneurship” of the South-West University “Neofit Rilski”, as well as “Defense spending and economic growth” (2025) and “Direct VS. Indirect Finance and Social Inclusion: Evidence from Greek Cooperatives” (2025), presented at an international scientific conference and published in the proceedings of an international scientific conference, respectively.

II. Assessment of the scientific and practical results and contributions of the creative output submitted for participation in the competition
The object of the study is the Greek financial sector and its influence on macroeconomic performance during the period 1999–2019, and the subject – the impact of direct finance (stock market activity) and indirect finance (banking sector operations) on real GDP growth, inflation and unemployment in Greece. The aim and the research questions are clearly formulated. The working thesis – that the structure, and not only the size, of the financial system matters in its own right for macroeconomic outcomes, and that direct and indirect finance affect growth, inflation and unemployment differently and with different time dynamics – is consistently defended in the course of the exposition.

The methodological framework is a strong side of the work. The empirical analysis covers the period 1999–2019, based on annual data from the World Bank, the OECD and the IMF. A correct and well-motivated set of quantitative instruments is applied: descriptive statistical analysis of the macroeconomic and financial indicators, non-parametric bivariate correlation analysis (Kendall’s tau and Spearman’s rho) to explore non-linear monotonic relationships, and estimation by the Generalized Method of Moments (GMM) of Hansen (1982) following the methodology of Apergis et al. (2007) and Wen et al. (2021), applied to three autoregressive equations for real GDP growth, inflation and unemployment. Direct and indirect finance are operationalised through composite indices built from three standardised and weighted individual proxies each – stock market capitalisation, total value traded and stock market returns for direct finance, and domestic credit to the private sector, liquid liabilities and the bank capital-to-assets ratio for indirect finance.

The results obtained show that indirect finance has a more immediate and pronounced effect on GDP growth and unemployment, reflecting the strong reliance of Greek firms, particularly small and medium-sized enterprises, on bank lending. At the same time, direct finance, although more volatile in the short term, exerts a more gradual and stabilising influence, with its role becoming more prominent in periods of recovery and financial normalisation. The bivariate analysis reveals a positive and significant

relationship between real GDP and stock market capitalisation, but also an unexpected negative relationship between real GDP and the indicators of indirect finance, as well as strong positive relationships between inflation and indirect finance – results which the candidate rightly notes call for further research. It is also established that the effect of the financial variables on the macroeconomic indicators is lagged, which has important implications for the timing of policy interventions. The conclusions are balanced and well argued.

The scientific and applied-scientific contributions of the dissertation can be summarised as follows:

♦ A gap in the Greek economic literature regarding the relationship between the financial system and macroeconomic development is filled, taking into account the substantial fluctuations of the Greek economy over the period 1999–2019 – years of rapid growth before the sovereign debt crisis, the severe recession that followed, and the gradual phase of stabilisation afterwards. This is a contribution of the nature of enriching existing knowledge about the structure of the financial system in vulnerable economies.

♦ An empirical methodology is developed and applied that integrates, within a single analytical model, indicators of direct finance (stock market) and indirect finance (banking sector) together with key macroeconomic outcomes – economic growth, inflation and unemployment. This multidimensional approach strengthens the explanatory power of the study and avoids the oversimplification typical of research that examines only one component of the financial system.

♦ A new perspective on the finance–growth nexus is offered: by focusing on Greece in a period marked by both financial exuberance and financial collapse, the study shows that the impact of finance on economic performance is neither linear nor universally positive, but depends on institutional conditions, regulatory quality and macroeconomic stability. ♦ An interdisciplinary approach is applied, linking financial economics with public policy, macroeconomic theory, banking studies and development economics, which gives the analysis a more holistic character.

♦ Findings with practical applicability for policymakers are formulated regarding the need for timely and well-balanced interventions in the banking sector and the capital market, taking into account the lagged effect of financial variables on growth, inflation and unemployment – a contribution of an applied nature with potential economic effect.

In summary, the contributions serve to build upon existing knowledge and to apply the scientific results for the purposes of economic policy and the management of the financial sector in vulnerable economies.

III. Critical remarks and recommendations

The remarks made are of a recommendatory nature and do not diminish the merits of the work:

1. The negative relationship established in the bivariate analysis between real GDP growth and the indicators of indirect finance runs counter to the pattern prevailing in the international literature. The

candidate rightly notes that the matter calls for further investigation, but a more thorough theoretical explanation of this finding would strengthen the argumentation of the work.

2. The weights used in constructing the composite indices for direct and indirect finance (0.4/0.3/0.3) are set by the researcher on the basis of expert judgement. Applying a formal method for determining the weights (for example, principal component analysis) would lend greater objectivity to the composite indicators.

3. The sample of 21 annual observations (1999–2019) is relatively limited for the purposes of GMM estimation. The analysis would benefit from expanding the frequency of the data (for example, quarterly data) or from a comparison with other Southern European economies (Italy, Spain, Portugal) – a direction which the candidate rightly outlines as a prospect for future research.

The remarks noted are of a recommendatory nature and do not have a substantial impact on the scientific value and reliability of the results obtained.

IV. Conclusion

The dissertation of Eftychia Doxaki represents a completed, independent scientific study on a topical and significant problem. It contains clearly formulated aims, a sound methodology, a correctly conducted empirical analysis and scientific contributions with theoretical and applied value. The author's abstract faithfully reflects the content of the dissertation, and the candidate meets the minimum national requirements for the acquisition of the educational and scientific degree "Doctor" in professional field 3.8 "Economics".

On the basis of the foregoing, I give my positive assessment of the dissertation and confidently propose to the esteemed scientific jury to award Eftychia Doxaki the educational and scientific degree "Doctor" in the field of higher education 3. Social, Economic and Legal Sciences, professional field 3.8 "Economics", doctoral program "Finance, Money Circulation, Credit and Insurance".

Date: 08.09.2026

Member of the jury:

MARIA
GEORGIEVA
PASKALEVA

Digitally signed by
MARIA GEORGIEVA
PASKALEVA
Date: 2026.09.08
13:48:18 +03'00'

(Signature)