

РЕЦЕНЗИЯ

от проф. д-р Силвия Трифонова Трифонова-Праматарова,

Университет за национално и световно стопанство (УНСС), София

на дисертационен труд за присъждане на образователната и научна степен „доктор”

в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, Професионално направление 3.8. Икономика, Докторска програма “Финанси, застраховане и осигуряване”, Висше училище по застраховане и финанси (ВУЗФ), София

Автор: докторант Снежана Димитрова Йотинска

Тема: „Възможности за финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия в България”

1. Общо описание на представените материали

Със Заповед № 138/21.06.2022 г. на Ректора на Висшето училище по застраховане и финанси (ВУЗФ) проф. д.ю.н. Борис Велчев съм определена за член на научното жури за осигуряване на процедура за защита на дисертационен труд на тема **„Възможности за финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия в България”** за придобиване на образователната и научна степен „доктор” в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма “Финанси, застраховане и осигуряване”.

Автор на дисертационния труд е докторант Снежана Йотинска. Предадените от Центъра за научни изследвания и докторантско обучение във ВУЗФ материали включват следните необходими за процедурата документи, а именно: представяне на докторантката с приложен списък на проекти и публикации, копие на дипломата за ОКС „магистър”, дисертационен труд, автореферат, резюмета на публикациите по темата на дисертацията на български и на английски език, справка за изпълнение на минималните национални изисквания за придобиване на ОНС „доктор” в професионално направление 3.8. Икономика.

2. Кратки биографични данни за кандидата

Докторант Снежана Йотинска е представила представяне, а не автобиография, което не е типична практика. Тя е завършила с отличие магистратура по „Макроикономика” в Университета за национално и световно стопанство (УНСС), София през 1996 г. Тя има над 10-годишен професионален опит като университетски преподавател и над 10-годишен опит в сферата на българския капиталов пазар. От 1996 г. до 2006 г. Снежана Йотинска е била редовен преподавател – асистент и старши асистент в катедра „Икономикс“ на УНСС. Провеждала е семинарни занятия по дисциплините „Основи на икономическата теория“, „Микроикономика“ и

„Макроикономика“ на студенти от различни специалности, редовна и задочна форма на обучение, бакалавърска степен. В периода 2007-2016 г., с прекъсване, е била и хоноруван преподавател в същата катедра.

От 2005 г. до 2015 г. Снежана Йотинска е заемала и позицията директор за връзки с инвеститорите във „ФеърПлей Пропъртис“ АДСИЦ. От януари 2019 г. до ноември 2019 г. е изпълнявала същите функции и в „Парк“ АДСИЦ, а от декември 2019 г. до декември 2020 г. е била и директор за връзки с инвеститорите в „Българска фондова борса“ АД (БФБ). От януари 2021 г. до момента е главен експерт в отдел „Корпоративно развитие“ в БФБ. Със Заповед No12/06.02.2018 г. на Ректора на ВУЗФ е зачислена като докторант на самостоятелна подготовка във ВУЗФ, докторска програма „Финанси, застраховане и осигуряване“.

3. Актуалност на тематиката и целесъобразност на поставените цели и задачи

Актуалността на дисертационното изследване е безспорна предвид на факта, че капиталовият пазар в България все още не е достатъчно развит и не се използват в достатъчна степен възможностите, които този пазар предлага за финансиране на малките и средни предприятия (МСП) в страната.

Авторката правилно се е насочила към проучване на опита и добрите практики при финансиране чрез капиталовия пазар на МСП по примера на полския и на румънския борсови пазари. Тя правилно поставя ударение върху прилагането на новата правна рамка на Европейската комисия в областта на облекчаване условията за финансиране на МСП и създаването на пазар за растеж на МСП (Bulgarian Enterprise Accelerator Market), както и на изпълнението на националната политика за стимулиране достъпа до финансиране чрез капиталовия пазар на МСП.

Авторката си е поставила като **основна цел** на дисертационния труд да представи, анализира и оцени теоретичните и практическите аспекти на възможностите чрез капиталовия пазар да се финансират МСП в страната.

Тази цел е декомпозирана в **6 изследователски задачи**, както следва:

1. Да се изследват и анализират състоянието и тенденциите в развитието на българския капиталов пазар, и да се очертаят основните проблеми за разрешаване, стратегическите приоритети и перспективите за развитие на капиталовия пазар в страната.

2. Да се разгледат същностните характеристики на пазарите за растеж на МСП и да се направи теоретичен анализ на пазара за растеж на МСП в България.

3. Да се анализират предимствата, недостатъците, възможностите и заплахите при използването на капиталовия пазар като алтернативен източник за финансиране на МСП (SWOT анализ).

4. Да се изследват добрите практики, чрез проучване и представяне опыта в областта на финансирането чрез капиталовия пазар на МСП в страни, които са със съотносими с българския капиталов пазар проблеми и цели (примера на Румъния), както и представяне на опыта на Полша, чийто капиталов пазар е с най-голяма пазарна капитализация в региона на Централна и Източна Европа (ЦИЕ).

5. Да се извърши финансов анализ на компании, търгувани на пазарите за МСП на Варшавската и Букурещката фондови борси, и да се представят ползите от листването им на капиталовия пазар.

6. Да се извърши сравнителен анализ на пазарите за МСП в Полша, Румъния и България.

Както авторката правилно отбелязва, изборът за проучване, представяне и съпоставка с опыта на Румъния, е продиктуван от едновременното приемане в началото на 2007 г. на България и Румъния в ЕС, както и от сходните (съотносимите) към този период проблеми и цели за развитие на румънския и българския капиталови пазари. Сравнителният анализ с полския капиталов пазар е свързан с представянето на опыта на най-голямата по пазарна капитализация борса в ЦИЕ – Варшавската фондова борса.

4. Познаване на проблема

Авторката е много добре запозната с проблема на научното изследване. **Обект на изследването** са състоянието, основните тенденции и предизвикателства в развитието на капиталовия пазар в България през периода 2007-2019 г. **Предмет на изследването** са възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в страната.

Изследователската теза на дисертационния труд е формулирана ясно и точно, а именно, че българският капиталов пазар притежава потенциал, който при предприемане на подходящи стимулиращи мерки, може да доведе до повишаване на борсовата търговия и възвръщане на доверието в капиталовия пазар като източник за финансиране. Създаването на сегмент за търговия на МСП на фондовата борса (пазар за растеж на МСП) може да изпълни ролята на акселератор и да доведе до активизиране на борсовата търговия и до подобряване на ефективността на българския капиталов пазар.

5. Методика на изследването

В дисертационния труд са използвани разнообразни научноизследователски методи – теоретико-методологичен анализ, ретроспективен анализ, метод на анализа и синтеза, системен подход, абстрактно-логически подход, методи на индукция и дедукция, сравнителен анализ, статистически подход, експертни оценки, финансов анализ на компании, търгувани на пазарите за МСП и др. Също така е приложен и табличен и графичен анализ за резултатите от конкретните наблюдения и анализа на икономическите факти, явления и процеси, както и от практическите изследвания в дисертационния труд.

Приложен е и SWOT анализ на предимствата, недостатъците, възможностите и заплахите при използването на капиталовия пазар като алтернативен източник за финансиране на МСП, който обаче не е изтъкнат в методологията в автореферата на труда.

6. Характеристика и оценка на дисертационния труд

В структурно отношение дисертационният труд се състои от следните части: увод, три глави, заключение и библиография. Преди увода са представени списъци на таблиците, графиките и фигурите, както и списък на съкращенията. Дисертационният труд е придружен с автореферат, който накратко излага структурата и съдържанието на труда, и авторските тези и резултати от изследването. Общият обем на дисертацията е 188 страници – 177 страници основен текст и 11 страници използвана литература. В труда са представени 21 таблици, 43 графика и 13 фигури.

Библиографията включва 135 литературни източника, в т.ч. 79 на български език и 33 на английски език – книги, статии, доклади, периодични и непериодични публикации, статистически източници, както и 23 интернет страници.

Първа глава на труда се характеризира със задълбочено изследване на състоянието и основните тенденции в развитието на капиталовия пазар в България в периода 2007-2019 г. Направен е обстоен анализ на макроикономическата среда в страната, вкл. и в сравнение с ЕС и Еврозоната, като акцентът е поставен върху динамиката на БВП, бюджетния дефицит, брутния държавен дълг и източниците на макроикономически дисбаланси. Разгледана е ролята на основните институции на капиталовия пазар и на хармонизирането на законодателството с ЕС. Особено внимание е отделено на анализа на регулаторната рамка и ролята на регулаторните фактори, както и на институционалните аспекти за развитието на капиталовия пазар в България. Особен научен интерес представлява извършеният в тази част на дисертацията цялостен функционален анализ на българския капиталов пазар въз основа на широк кръг от борсови показатели, въз основа на който става възможно да се очертаят основните проблеми пред този пазар.

Втора глава на труда е посветена на обстойното изследване на ролята на капиталовия пазар като алтернативен източник за финансиране на МСП в България. Направен е подробен преглед на същността и основните цели, принципи и ползи на инициативата на Европейската комисия за създаване на Съюз на капиталовите пазари. Особен интерес представлява извършеният задълбочен анализ на теоретичните и практико-приложните аспекти и специфики на създадения пазар за растеж на МСП на Българска фондова борса (БФБ) – пазар ВЕАМ (Bulgarian Enterprise Accelerator Market). Направен е обстоен сравнителен анализ на възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП с другите източници за небанково финансиране, както и с банковото финансиране, което е доминиращо в националната

икономика. Интерес представляват изведените от авторката предимства, недостатъци, възможности и заплахи при финансиране чрез капиталовия пазар на малкия и среден бизнес в страната (чрез метода на SWOT анализа).

Трета глава на труда се характеризира с проучването на добрите практики от опита на Полша и Румъния при финансирането на МСП чрез капиталовия пазар. Направен е обстоен сравнителен анализ на пазарите за растеж на МСП в Полша, Румъния и България по отношение на критериите и процедурите за листване на пазарите, етапите за приемане на емисиите ценни кница, съществуващите пазарни сегменти и борсови индекси на пазарите. В заключение е извършен и финансов анализ на две компании – BizTech Konsulting и Aforti, търгувани на пазара за растеж на МСП NewConnect на Варшавската фондова борса (Полша) и на две компании – Bittnet и Norofert, търгувани на пазара за растеж на МСП AeRO на Букурещката фондова борса (Румъния), въз основа на което са изведени основните ползи от котирането на компаниите на фондовата борса.

В заключението на дисертацията са представени основните изводи от изследването. Като цяло може да се обобщи, че докторантката е успяла да постигне заложената цел и изследователски задачи на дисертационния труд, и е потвърдена изследователската теза на труда.

7. Преценка за изпълнение на минималните национални изисквания

Приложената Справка за изпълнение на минималните национални изисквания за придобиване на образователната и научна степен „доктор“ в професионалното направление 3.8. Икономика показва, че кандидатката изцяло изпълнява минималните изисквания. Общо по критериите тя набира 100 точки, от които 50 точки от публикации.

8. Приноси и значимост на разработката за науката и практиката

Научните приноси на дисертационния труд са посочени в автореферата. Повечето от тях могат да се определят като научно-приложни приноси с практико-приложен характер. Авторката е представила общо 4 научни приноси на своя дисертационен труд. Повечето от тях обаче имат характер по-скоро на резултати от проведеното научно изследване. Поради това би следвало докторантката да открие по-ясно научните и практико-приложните приноси на дисертационния си труд.

Според мен, **основните научни приноси на дисертационния труд** могат да се формулират, както следва:

1. Систематизация и оценка на състоянието, динамиката и тенденциите в развитието на капиталовия пазар за периода 2007-2019 г., с идентифициране на основните проблеми, предизвикателства и насоки за стимулиране на неговото развитие.

2. Изведени и проучени институционалните инициативи в ЕС относно интегрирането на капиталовите пазари и създаването на единен капиталов пазар.

3. Теоретико-методологична характеристика на пазара за растеж на МСП в България, с формулиране на предимствата, недостатъците, възможностите и заплахите (на базата на проведен SWOT анализ) за финансиране дейността на МСП чрез капиталовия пазар.

4. Идентифицирани и проучени добри практики в областта на финансирането чрез капиталовия пазар на МСП (по примера на капиталовите пазари в Полша и Румъния), с изведени основни сравнителни характеристики на пазарите за МСП на фондовите борси в Полша, Румъния и България.

9. Преценка на публикациите по дисертационния труд

Докторантката е представила 5 научни публикации по темата на дисертационния труд. Те всички са самостоятелни и са тясно свързани с проблематиката на труда. Те представляват доклади от научни конференции, организирани от ВУЗФ, като единият е публикуван в колективна монография.

Препоръчвам на авторката да се насочи към публикуване в международни издания и особено в списания, индексирани в световните бази SCOPUS и WEB OF SCIENCE, за да се засили международната популярност на нейните научни публикации.

Тези публикации са посочени в Справката с научни публикации в автореферата на дисертацията. Представени са и резюмета на публикациите на български и на английски език.

10. Лично участие на кандидата

Налице са доказателства, че дисертационният труд е дело на докторантката. В автореферата си тя е представила списък на 5 научни публикации по темата на труда. Както бе посочено по-горе, те представляват доклади от научни конференции, организирани от ВУЗФ, като единият е публикуван в колективна монография. На тази основа може да се определи, че дисертационният труд е в достатъчна степен апробиран.

11. Автореферат

Авторефератът е в обем от 40 страници и отговаря напълно на съдържанието на дисертационния труд. В него са представени в синтезиран вид основните моменти, общата характеристика на дисертационния труд, неговата структура и съдържание, изложението по глави и основните резултати от направения анализ. Приложена е справка с формулирани четири научни приноси, които обаче считам, че имат нужда от съществено прецизиране. Посочени са и основни насоки за бъдещи изследвания на авторката.

12. Критични забележки и препоръки

Към дисертационния труд могат да се отправят някои бележки и препоръки, както следва.

Първо, в структурно отношение прави впечатление, че в увода на дисертацията е включен т.нар. “Преглед на литературата по изследвания проблем”, но първо, той е изключително кратък и синтезиран (само 2 абзаца), и второ, той по-скоро отразява информационното осигуряване на дисертационното изследване. По същество той не представлява преглед на литературата по изследвания проблем.

Липсва обстоен литературен обзор на източниците по проблематиката на труда, който да е оформен като самостоятелна точка (секция) в труда. Дисертационният труд само би спечелил, ако беше отделено по-голямо внимание на анализа и синтеза на литературните източници по темата за възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП. Проблематиката на пазарите за растеж на МСП е изключително актуална и тепърва навлиза в българската теория и практика, така че теоретико-методологичната обосновка, базирана на съвременната чуждестранна литература, би била изключително полезна.

Второ, методологията на изследването не е описана достатъчно обстойно в труда, като някои научноизследователски методи, които са използвани на практика в труда (като например SWOT анализ), не са описани в увода, докато други методи не са посочени изобщо – като например описателния (дескриптивен) анализ, който на практика доминира в цялата разработка. В началото на трета глава би било полезно да се опише методологията, на която се базира анализът на добрите практики при финансиране на МСП чрез капиталовия пазар. Авторката е представила аргументите за разглеждане на опита на полския и румънския капиталови пазари. Но в дисертационния труд липсва обосновка защо са избрани именно въпросните 4 компании за изследване – двете полски компании BizTech Konsulting и Aforti, листвани на пазара за растеж NewConnect на Варшавската фондова борса, и двете румънски компании – Bittnet и Norofert, листвани на пазара за растеж AeRO на Букурещката фондова борса. Докторантката може да обясни това по време на защитата на дисертационния труд.

Трето, още при формулирането на изследователските задачи си личи, че в труда има нужда да се прецизира кога се говори за капиталов пазар и кога за фондов пазар. Така например, за уточнение, чрез финансов анализ на компании, търгувани на пазарите за МСП на Варшавската и Букурещката фондови борси, става възможно да се представят ползите от листването им на фондовия пазар.

Четвърто, трудът би спечелил съществено от приложението на статистико-иконометричен инструментариум за подкрепа и обосновка на формулираните от авторката тези. Критичният анализ също би следвало да бъде по-силно застъпен в някои части на труда.

Имам следния **въпрос** към докторантката: Как се очаква да се отрази присъединяването на България към Евроразоната върху развитието на капиталовия пазар и по-специално върху

възможностите за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП у нас и върху развитието на пазара за растеж БЕАМ?

Накрая, препоръчвам на авторката да продължи своите научни търсения и изследвания в посока изследване на опита на българските компании, листвани на пазара за растеж, които не са включени в дисертационния труд поради краткия срок от функционирането на пазара БЕАМ (една година към края на 2021 г.). Много полезно би било да се разработи методика за емпирично изследване на склонността за финансиране чрез капиталовия пазар на МСП в България.

13. Лични впечатления

Познавам лично докторантката Снежана Йотинска и имам много добри впечатления за нейната научноизследователска, но също и учебно-преподавателска работа. Познавам я още от времето, когато беше редовен асистент в катедра „Икономикс“ на УНСС. Отличаваше се като много изпълнителен и отговорен преподавател. Също така през годините съм била свидетел на много нейни участия с научни доклади на редица международни, национални и университетски научни форуми и симпозиуми, въз основа на което съм добре запозната още оттогава с нейните научноизследователски интереси и търсения.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Дисертационният труд на тема „**Възможности за финансиране чрез капиталовия пазар на малките и средни предприятия в България**”, разработен от докторант Снежана Димитрова Йотинска, представлява интересно и задълбочено изследване по тази проблематика, което съдържа научни и научно-приложни приноси. Трудът свидетелства за задълбочените знания и умения на докторантката и за способността ѝ да провежда самостоятелно и стойностно научно изследване. Представените материали съответстват на изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ) и Правилника за прилагане на ЗРАСРБ, и на Правилника за приемане и обучение на докторанти във ВУЗФ.

Въз основа на това давам своята **положителна оценка** за проведеното научно изследване, представено от рецензирания по-горе дисертационен труд и автореферат, и **предлагам на почитаемото научно жури да присъди образователната и научна степен „доктор“** на Снежана Йотинска в област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма “Финанси, застраховане и осигуряване”, Висше училище по застраховане и финанси (ВУЗФ), София.

28.07.2022 г.

София

Рецензент:

(проф. д-р Силвия Трифонова-Праматарова)