



РЕЦЕНЗИЯ

От: проф. д-р Димитър Ненков Ненков,
Университет за национално и световно стопанство,
Научна специалност: Финанси, парично обращение, кредит и
застраховка

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна
степен **„доктор“** по научна специалност „Икономика и
управление (агробизнес, екоикономика)“ в УНСС.

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното
жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед
№485/08.03.2022 г. на Зам.-ректора на УНСС.

Автор на дисертационния труд: **Радослав Маринов Пашов**
Тема на дисертационния труд: Подходи и методи за оценка на
инвестиции в реални активи,
създаващи смесена стойност

1. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към *Бизнес факултет* на УНСС по „Икономика и управление (агробизнес, екоикономика)“ съгласно Заповед на Ректора на УНСС №1079/14.05.2020 г. Обучението е осъществено в *задочна* форма през периода 7.04.2020 г. – 24.02.2022 г.

Дисертантът Радослав Пашов е придобил Образователната и квалификационна степен „Бакалавър“ в УНСС, специалност „Финанси“, през 2008 г. През 2010 г. завършва и ОКС „Магистър“ в УНСС, отново специалност „Финанси“. Оттогава до настоящия момент дисертантът работи по специалността си, като е заемал последователно длъжностите:

- Ръководител отдел „Финансов контролинг“ в „Електростарт“ АД;
- Финансов директор в „Лев корпорация“ АД;
- Финансов директор в „ЗХ-Белово“ АД (включително към настоящия момент).

Дисертантът е работил и като хоноруван асистент по Корпоративни финанси, към катедра „Финанси“ на УНСС през периода 2012-2016 г. Участвал е в множество обучения, курсове, семинари, конференции, преобладаващо в областта на финансите и мениджмънта. Дисертантът е развил впечатляващи професионални компетенции в тези области и е получил съответните признания и награди на гилдията, в т.ч.:

- награда за отлични постижения в Европа за бизнес планиране;
- избран в топ 3 в конкурса “CFO на годината“ (2019);

Радослав Пашов е изпълнил индивидуалния си учебен план като докторант, в т.ч.: положил е успешно докторантските изпити (минимуми) от блок А и блок Б, разработил е в срок дисертационния си труд, който е представен, одобрен и предложен за публична защита от катедрения съвет на 24.02.2022 г. (Протокол No 11/24.02.2022г.). Дисертантът има 4 публикации по темата на дисертационния труд и е изпълнил минималните национални изисквания по чл. 2б, ал. 2 и 3 от ЗРАСРБ за присъждане на ОНС „доктор“.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Представеният за рецензиране дисертационен труд включва увод, четири глави, заключение, библиография и приложения, с общ обем 276 страници. В увода дисертантът е представил основната идея на изследването, своите намерения, изтъкнал е по-съществените си аргументи за важността и актуалността на изследваната тема, основните допускания.

Първата глава представлява литературен обзор в областта на социалното предприятие и концепциите за смесена стойност. Проследени са в исторически план предпоставките за възникване на социалните предприятия, изследвана е същността на социалните предприятия. Представени и анализирани са концепциите за споделена стойност, за смесена стойност и за троен краен резултат.

Втора глава е посветена на методологическите основи на изследването, в т.ч. методическия инструментариум и методическата му рамка. В трета глава докторантът прави преглед и анализ на съществуващите подходи и методи за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност. За тази цел той представя поотделно логиката и характеристиките на методите за оценка на инвестиции в корпоративния сектор, в публичния сектор и в неправителствения сектор. Специално внимание докторантът отделя на нормата на дисконтиране (социалната норма) при различните видове

проекти. В рамките на тази глава дисертантът е подготвил и осъществил анкетно проучване за нуждите на анализа на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи, създаващи смесена стойност.

В четвърта глава авторът разработва модифициран модел за оценка на проекти за индиректно придобиване на реални активи, които създават смесена стойност (троен краен резултат). Като начало се изследва методът на Социална норма на възвръщаемост на инвестициите (SROI), а впоследствие се демонстрира предлагания модифициран модел.

Дисертацията като цяло се отличава с последователна и издържана структура. Четирите глави са подредени в логическа последователност, съответстваща на темата, в търсене на най-подходящия модел за оценка на инвестиции в реални активи, водещи до троен краен резултат.

По всичко личи, че темата е актуална и с практическа значимост за финансовия мениджмънт, в частност за оценката на инвестициите в реални активи, създаващи смесена стойност, както на развитите капиталови пазари, така и на формиращите се пазари като българския. Независимо от дългогодишните изследвания по темата, на основните застъпени проблеми определено не е даден еднозначен и категоричен отговор, не са създадени все още достатъчно добри модели за условията на стоково-пазарно стопанство. Точно тези дефицити се опитва да преодолее авторът в своя дисертационен труд.

Авторът е формулирал ясно целта и задачите на дисертационния труд, обекта и предмета на изследване, както и изследователската теза. Изследването е добре фокусирано и тестването на тезата впоследствие си проличава във всички глави от изложението.

Докторантът е демонстрирал много добро познаване на литературата по предметната област и умение да работи с литературните източници. Авторът е направил проучване на огромен обем от специализирана литература. Литературните източници са посочвани коректно на съответните страници. Сам по себе си, осъщественият теоретичен преглед свидетелства за сериозни усилия по разработването на дисертационния труд. В библиографската справка накрая са посочени общо 131 заглавия, в т.ч. 11 на български език и 120 на английски език.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Дисертацията очевидно съдържа изследване на нерешени проблеми от научен и научно-приложен интерес. Рефериран е внушителен брой изследвания по темата. Към това следва да се добавят впечатляващите

собствени изследвания от страна на автора. Всички те свидетелстват, че по отношение на оценката на инвестициите в реални активи, създаващи смесена стойност, съществуват интензивни дискусии и противоречиви виждания и в теорията, и в практиката.

Очевидно е, че докторантът е навлязъл много дълбоко в материята, което му е предоставило отлични възможности за задълбочен анализ, за добре обосновани изводи и препоръки и в крайна сметка, за открояване на конкретни приноси моменти в научен и научно-приложен аспект.

Отличното познаване на проблемите в предметната област, показано от докторанта и способността му да интерпретира, анализира, обобщава резултатите от множество проучвания, се открояват като едно от основните впечатления при запознаване с дисертационния труд. Към това следва да се добавят и способност да откроява нерешените, дискуссионните проблеми и да предлага амбициозни, но обосновани решения.

Похвално е начинанието на докторанта да си създаде сам подобно голямо предизвикателство да оспорва и да търси подходяща алтернатива на съществуващата парадигма, базирана единствено на създаването на стойност в традиционния смисъл („финансова стойност“ по терминологията на автора). В по-широк смисъл би могло да се каже, че дори става въпрос за търсене на алтернатива на самите стоково-пазарни отношения в някаква степен.

Проучен е внушителен набор от цели 179 метода, използвани в държавния и неправителствения сектор за вземане на решения свързани с инвестиции. Дисертантът на практика е анализирал и дискутирал всички по-сериозни изследвания по темата. Използваната методология е подходяща за естеството и целите на конкретното изследване.

Стилът е научен, липсват ненужни описания, значителен дял заемат дискуссионните въпроси. Важно достойнство на дисертационния труд е, че на много места, сред многото различни становища на световно известни имена в областта на корпоративните инвестиции и в областта на социалните предприятия, се проявява личната позиция на дисертанта.

Авторът много добре е идентифицирал и открил основните ограничения, пред които се изправя един изследовател на тези въпроси, както и един оценител на инвестиции в проекти, създаващи икономическа, екологична и социална стойност. Авторът е разработил и провел качествено анкетно проучване, с подходящо подбрана извадка от потенциални респонденти. Дисертантът е онагледил много добре своето изследване с помощта на подходящо оформени 41 броя таблици и 36 броя фигури (графики).

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Авторът е открил 6 броя научни и научно-приложни приноси. Посочените приноси са коректно формулирани и действително постигнати. Като особено ценни, без да подценявам значимостта на останалите, бих открил:

- разработване на оригинална методическа рамка за оценка на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи троен краен резултат на базата на избрани критерии;
- задълбочен анализ и оценка на характеристиките и възможностите на подходите и методите за оценка на инвестиции в реални активи в и от социални предприятия, създаващи смесена стойност (в т.ч. компетентно подготвено и проведено анкетно проучване);
- разработване на модифициран модел за оценка на инвестиционни проекти за индиректно придобиване на реални активи, които водят до създаване на троен краен резултат чрез изследване на метода Социална норма на възвръщаемост на инвестициите (SROI).
- апробиране на практика на така създадения модифициран модел за оценка въз основа на дисконтирани парични потоци, при които са изчислени както преките, така и косвените квази социални и екологически ползи, на базата на конкретно действащо социално предприятие.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Дисертантът е представил справка за 4 броя публикации по темата на дисертационния труд. Две от тях са доклади в научни форуми. Другите две са студия – в електронен сборник с изследователски разработки на лауреатите на 9-и академичен конкурс „Д-р Иванка Петкова“, на Институт за икономическа политика и статия - в електронно научно списание „Стопанско управление“.

Всичките публикации са по същество части от дисертационния труд и допринасят за популяризиране на приносните моменти и резултатите от него.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът е изготвен в съответствие с изискванията (може би с изключение на относително големия обем) и е изпълнил своето предназначение да представи съществените аспекти на дисертационния труд.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Отправените бележки и препоръки от рецензентите и от други членове на катедрения съвет по време на вътрешната защита са добросъвестно отразени от докторанта.

По-съществените препоръки, бележки и въпроси по отношение на окончателния вариант на дисертационния труд са както следва:

1. Препоръчвам на докторанта да продължи изследванията си в предметната област
2. Препоръчвам на докторанта да популяризира допълнително постиженията в дисертационния труд, като подготви още публикации към него, включително и такива на чужд език.
3. Повдигнатият от дисертанта основен въпрос е от фундаментално естество и в този смисъл може да се окаже невъзможно неговото разрешаване само с помощта на някакъв модел, колкото и добър да е той, без радикална промяна на самия фундамент. Стоково-пазарните отношения и капиталът са в основата. Все още не може да се заобиколи фактът, че естествената „сила“, която привлича капитала и предопределя посоката на неговото движение е растежът на стойността в традиционния смисъл и пряко свързаната с нея норма на възвръщаемост. Това продължава да вълнува основните агенти в икономиката и на първо място собствениците на капитала.
4. Независимо от безспорните постигнати резултати и научните и научно-приложни приноси на дисертационния труд, продължават да остават открити въпросите относно най-трудната, най-предизвикателната част при подобни анализи и оценки - остойносттаването на екологичните и социалните ползи.
5. Авторът би могъл да положи повече усилия да намали обема на автореферата, независимо че това е трудно, предвид големия обем на самия дисертационен труд.
6. Към дисертанта имам следния въпрос: „Защо, независимо от все по-широкото прилагане на принципите на ESG (environmental, social, governance) и нарастващият брой социални предприятия,

социалното неравенство в света значително се увеличи през последните две-три десетилетия?“ При това някои анализи сочат, че точно компании в съвременни, нови бизнеси, с модерно управление, са от тези допринасящи най-много за засилване на това социално неравенство.

8. Заключение

Рецензията на дисертационен труд съдържа сериозни научни и научно-приложни резултати с характер на приноси в науката. Дисертантът е демонстрирал задълбочени познания в предметната област и способност за самостоятелни научни изследвания. Като имам предвид всичко това, считам:

Представеният дисертационен труд притежава необходимите научни достойнства, които ми дават основание да заявя положителното си становище ЗА присъждане на образователно-научната степен „Доктор“ по научната специалност „Икономика и управление (агробизнес, екоикономика)“ на Радослав Маринов Пашов.

София
14.04.2022 г.

Подпис:
/проф. д-р Димитър Ненков/



REVIEW

By: Prof. Dr. Dimiter Nenkov Nenkov, scientific specialty "Finance, Money Circulation, Credit and Insurance", University of National and World Economy, Sofia

Subject: Dissertation for the award of educational and scientific degree "Doctor" in the scientific specialty "Economics and Management (Agribusiness, Ecoeconomics)" at UNWE

Grounds for presenting the review: participation in the scientific jury for the defense of the dissertation, according to Order №485 / 08.03.2022 of the Vice-Rector of UNWE.

Author of the dissertation:

Radoslav Marinov Pashov

Topic of the dissertation:

Approaches and methods for valuing investments in real assets creating mixed value

9. Information about the doctoral student

The doctoral student has studied in a doctoral program at the *Faculty of Business* of UNWE in "*Economics and Management (Agribusiness, Ecoeconomics)*" according to the Order of the Rector of UNWE №1079 / 14.05.2020. The study was been in form of part-time and during the period 7.04.2020 – 24.02.2022.

The dissertation Radoslav Pashov obtained his Bachelor's degree in Finance, majoring in Finance, in 2008. In 2010 he graduated with a Master's degree from the University of National and World Economy, again in Finance. Since then, the doctoral student has been working in its specialty, having held the following positions:

- Head of Financial Controlling Department at Electrostart AD;
- Chief Financial Officer of Lev Corporation AD;
- Chief Financial Officer of ZH-Belovo AD (including at present).

The doctoral student also worked as a part-time assistant in Corporate Finance

at the Department of Finance at UNWE in the period 2012-2016. He participated in numerous trainings, courses, seminars, conferences, mostly in the field of finance and management. The doctoral student has developed impressive professional competencies in these areas and has received the relevant recognitions and awards of the guild, including:

- European Excellence Award for Business Planning;
- selected in the top 3 in the competition "CFO of the Year" (2019);

Radoslav Pashov has completed his individual curriculum as a doctoral student, including: he has successfully passed the doctoral exams (minimums) of block A and block B, has developed in time his dissertation, which was presented, approved and proposed for public defense by the Department Council on 24.02.2022 (Minutes No. 11 / 24.02.2022). The dissertation has 4 publications on the topic of the dissertation and has met the minimum national requirements under Art. 2b, para. 2 and 3 of the Law on the Development of the Academic Staff in the Republic of Bulgaria.

10. General characteristics of the presented dissertation

The dissertation presented for review includes an introduction, four chapters, a conclusion, a bibliography and appendices, with a total volume of 276 pages. In the introduction the dissertation presented the main idea of the research, the intentions of the author, points out his major arguments for the importance and relevance of the research topic, as well as the main assumptions.

The first chapter presents a literature review in the field of social enterprise and mixed value concepts. The preconditions for the emergence of social enterprises have been traced historically, the essence of social enterprises has been studied. The concepts of shared value, mixed value and triple end result are presented and analyzed.

The second chapter is devoted to the methodological foundations of the research, incl. the methodological tools and its methodological framework. In the third chapter, the doctoral student reviews and analyzes the existing approaches and methods for valuing investments in real assets in and from social enterprises that create mixed value. To this end, it presents separately the logic and characteristics of investment valuation methods in the corporate sector, the public sector and the non-governmental sector. The doctoral student pays special attention to the discount rate (social rate) for different types of projects. Within this chapter the author has prepared and conducted a survey for the needs of the analysis of the approaches and methods for valuation of investments in real assets, creating mixed value.

In the fourth chapter, the author develops a modified model for evaluating projects for indirect acquisition of real assets that create mixed value (triple end result). Initially the method of the Social Rate of Return on Investment (SROI) is studied, and then the proposed modified model is demonstrated.

The dissertation as a whole is characterized by a consistent and solid structure. The four chapters are arranged in a logical sequence corresponding to the topic, in search of the most appropriate model for valuing investments in real assets, leading to a triple end result.

It seems that the topic is relevant and of practical importance for financial management, in particular for the evaluation of investments in real assets, creating mixed value, both in developed capital markets and in emerging markets such as Bulgaria. Despite many years of research on the subject, the main problems are definitely not given a clear and definite answer, not yet good enough models for the conditions of the commodity-market economy. It is precisely these deficits that the author is trying to overcome in his dissertation.

The author has clearly formulated the purpose and tasks of the dissertation, the object and subject of research, as well as the research thesis. The research is well focused and the testing of the thesis is subsequently evident in all chapters of the presentation.

The doctoral student has demonstrated a very good knowledge of literature in the subject area and ability to work with literary sources. The author has made a study of a huge amount of specialized literature. Literature sources are correctly indicated on the relevant pages. In itself, the performed theoretical review testifies to serious efforts in the development of the dissertation. Finally, a total of 131 titles are listed in the bibliographic reference, incl. 11 in Bulgarian and 120 in English.

11. Evaluation of the obtained scientific and scientific-applied results

The dissertation obviously contains a study of unsolved problems of scientific and scientific-applied interests. An impressive number of studies on the topic have been reported. To this should be added the author's impressive own research. All of them testify that with regard to the valuation of investments in real assets of mixed value, there are intense discussions and conflicting views in both theory and practice.

It is obvious that the doctoral student has penetrated very deeply into the subject, which has provided him with excellent opportunities for in-depth analysis, well-founded conclusions and recommendations and, ultimately, to highlight specific contributions in scientific and applied science.

The excellent knowledge of the problems in the subject area, shown by the doctoral student and his ability to interpret, analyze, summarize the results of many studies, stand out as one of the main impressions in getting acquainted with the dissertation. To this should be added the ability to highlight unresolved, debatable issues and to offer ambitious but sound solutions.

It is commendable for the doctoral student to create such a great challenge for himself to challenge and seek a suitable alternative to the existing paradigm, based solely on the creation of value in the traditional sense ("financial value" in the author's terminology). In a broader sense, it could even be said that it is even a question of seeking an alternative to the commodity-market relations themselves to some extent.

An impressive set of 179 methods used in the public and non-governmental sector to make investment decisions has been studied. The author has practically analyzed and discussed all the more serious research on the topic. The methodology used is appropriate to the nature and objectives of the specific study.

The style is scientific, there are no unnecessary descriptions, a significant part is occupied by discussion questions. An important merit of the dissertation is that in many places, among the many different opinions of world-famous names in the field of corporate investment and social enterprises, the personal position of the dissertation is manifested.

The author has very well identified and highlighted the main limitations faced by a researcher on these issues, as well as by an evaluator of investments in projects that create economic, environmental and social value. The author has developed and conducted a qualitative survey with an appropriately selected sample of potential respondents. The dissertation has illustrated very well his research with the help of appropriately designed 41 tables and 36 figures (graphs).

12. Assessment of the scientific and scientific-applied contributions

The author has singled out 6 scientific and scientific-applied contributions. These contributions have been correctly formulated and actually achieved. As particularly valuable, without underestimating the importance of others, I would highlight:

- development of an original methodological framework for evaluation of the approaches and methods for evaluation of investments in real assets in and by social enterprises, creating a triple end result on the basis of selected criteria;

- in-depth analysis and assessment of the characteristics and possibilities of the approaches and methods for assessment of investments in real assets in and from social enterprises creating mixed value (including competently prepared and conducted survey);
- development of a modified model for evaluation of investment projects for indirect acquisition of real assets, which lead to the creation of a triple end result by studying the method Social Return on Investment (SROI).
- approbation in practice of the modified valuation model thus created on the basis of discounted cash flows, in which both direct and indirect quasi-social and environmental benefits are calculated, on the basis of a specific operating social enterprise.

13. Assessment of the publications on the topic of the dissertation

The doctoral student has presented a reference for 4 publications on the topic of the dissertation. Two of them are reports in scientific forums. The other two are studies - in an electronic collection of research papers of the winners of the 9th academic competition "Dr. Ivanka Petkova", the Institute of Economic Policy, and an article - in the electronic scientific journal "Business Administration".

All publications are essentially parts of the dissertation and contribute to the promotion of the contribution moments and its results.

14. Evaluation of the abstract (autoreferat)

The abstract has been prepared in accordance with the requirements (perhaps with the exception of the relatively large volume) and has fulfilled its purpose to present the essential aspects of the dissertation.

15. Critical remarks, recommendations and questions

The remarks and recommendations made by the reviewers and other members of the department council during the internal defense were correctly reflected by the doctoral student.

The more significant recommendations, remarks and questions regarding the final version of the dissertation are as follows:

7. I recommend the doctoral student to continue his research in the subject area
8. I recommend the doctoral student to further promote the achievements in the dissertation by preparing more publications on it, including those in a

foreign language.

9. The main issue raised by the doctoral student is of fundamental nature and in this sense it may be impossible to solve it only with the help of some model, no matter how good it is, without a radical change in the foundation itself. Commodity-market relations and capital are at the core. It is still unavoidable that the natural "force" that attracts capital and determines the direction of its movement is the growth of value in the traditional sense and the directly related rate of return. This continues to excite the main agents in the economy and, above all, the owners of capital.
10. Despite the indisputable results achieved and the scientific and scientific-applied contributions of the dissertation, the questions about the most difficult, the most challenging part in such analyzes and assessments - the valuation of environmental and social benefits remain open.
11. The author could make more efforts to reduce the volume of the abstract, although this is difficult, given the large volume of the dissertation.
12. I have the following question to the dissertation: "Why, despite the increasing application of the principles of the ESG (environmental, social, governance) and the growing number of social enterprises, social inequality in the world has increased significantly over the past two or three decades? At the same time, some analyzes show that companies in modern, new businesses, with modern management, are the ones that contribute the most to the strengthening of this social inequality."

16. Conclusion

The peer-reviewed dissertation contains serious scientific and applied research results of the nature of contributions to science. The dissertation has demonstrated in-depth knowledge in the subject area and ability for independent research. With all this in mind, I consider:

The presented dissertation has the necessary scientific merits, which give me reason to state my positive opinion FOR the award of the educational-scientific degree "Doctor" in the scientific specialty "Economics and Management (Agribusiness, Ecoeconomics)" to Radoslav Marinov Pashov.

Sofia
14.04.2022

Signature:
/prof. Dr. Dimiter Nenkov/