



РЕЦЕНЗИЯ

От: проф.д.ик.н. Румен Василев Гечев, УНСС

Научна специалност: Политическа икономика

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен **„доктор“** по *научна специалност* Политическа икономика (Микроикономика & Макроикономика) в Университет за национално и световно стопанство (УНСС).

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 448/19.02.2025 г. на Ректора на УНСС.

Автор на дисертационния труд: Николай Йорданов Йорданов

Тема на дисертационния труд: „МАКРОИКОНОМИЧЕСКИТЕ ПОСЛЕДИЦИ ОТ ИНВЕСТИЦИИТЕ В ЗЕЛЕНИ ОБЛИГАЦИИ В ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА: АНАЛИЗ НА ФИНАНСИРАНЕТО НА БОРБАТА С КЛИМАТИЧНИТЕ ПРОМЕНИ, ИНТЕГРАЦИЯТА НА ESG И УСТОЙЧИВОСТТА“

1. Информация за дисертанта

Дисертантът се е обучавал по докторска програма към *катедра Икономикс/ОИФ* на УНСС по *научна специалност* Политическа икономика (Микроикономика & Макроикономика), съгласно Заповед на Ректора на УНСС №848/31.03.2023 г. Обучението е осъществено в *задочна* форма през периода 07.03.2023 г. до 07.03.2025 г.

Биографична справка

Николай Йорданов има солидно икономическо образование. През 2010 г. завършва бакалавърска степен специалност Финанси в УНСС, а през

2012 г. отново специалност финанси в Durham University Business School, Durham, Великобритания. Средно образование завършва в Английска езикова гимназия „Гео Милев“, гр. Бургас. Владее отлично писмено и говоримо английски език, което му е дало достъп до широк кръг източници в областта на икономическата наука и практика. В периода 2011-2015 г. получава професионална квалификация като дипломиран експерт-счетоводител в Асоциацията на дипломираните експерт-счетоводители (АССА), Великобритания.

Г-н Йорданов има богат практически опит като експерт, консултант и ръководител на фирмено и институционално равнище. От декември 2023 г. до сега е Финансов Директор във “Фонд Мениджър на Финансови инструменти в България“ ЕАД. Това е така нареченият “Фонд на фондовете”, който разпределя целево публични средства от европейски програми и национално съфинансиране чрез специализирани механизми за подкрепа (финансови инструменти). Дружеството гарантира ефективно и устойчиво използване на европейските средства и изгражда капацитет за управление на финансови инструменти на национално ниво. Този негов практически опит по управление на европейски програми на национално ниво се е оказал особено полезен за постигане на високо приложно качество в разработеният от него дисертационен труд.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е в общ обем от 232 страници, от които 166 страници основен текст. Състои се от Увод, изложение обособено в три самостоятелни глави и Заключение. Към основният текст има 5 приложения, списък на използваната литература. Има общо 13 фигури в основния текст и 77 таблици в приложенията. Използвана е широк кръг

литература от 169 заглавия на български и английски език, в т.ч. книги, монографии, статии в научни и периодични издания, нормативни и статистически източници, доклади и анализи на международни организации, както и статии в международни медийни издания.

Темата на дисертационният труд е особено актуална, тъй като е пряко обвързана с програмите на ООН и на ЕС за устойчиво развитие. Нещо повече, стремежът за производство на стоки и услуги при висока енергийна ефективност и постепенен преход от предимствено използване на невъзпроизводими към използване основно на възпроизводими ресурси стана решаващ елемент на корпоративната социална отговорност със своите икономически, социални и стратегически позитиви за фирмите. Принципите на устойчивост се превърнаха в задължителен атрибут за бизнес перспектите на фирмите при кандидатстването за получаване на кредити от банките и другите финансови институции и/или за листване на капиталовите пазари.

Новите изисквания за “зелени инвестиции” са инкорпорирани в регулативните механизми на национално, регионално и световно равнище. Това води до съществени модификации в условията и формите на пазарна конкуренция. Затова изясняването на теоретико-приложните аспекти на макроикономическите последици от инвестиции в “зелени облигации” е несъмнено едно от основните направления в съвременната икономическа наука и практика.

Докторантът не е дефинирал достатъчно ясно обекта (макроикономическите ефекти от инвестициите в зелени облигации в Централна и Източна Европа) и предмета на изследването (въздействието на инвестициите, финансирани със зелени облигации върху ключови макроикономически показатели в група страни от ЦИЕ). Двете понятия са

тясно свързани, но общото и различното между тях не е открито отчетливо във формулировките. Все пак, тази разлика е демонстрирана от докторанта основно в първа и втора глава.

Предложената теза, че „нормализираната стойност на зелените облигации (спрямо БВП) корелира положително с растежа на реалния БВП, като тази връзка става все по-изразена в средносрочен план, когато се материализират ползите от екологично финансирани проекти“ е сравнително убедителна. По принцип, всяка инвестиция корелира с растежа на БВП. Друг е въпросът, че има теоретични спорове по отношение на степента на въздействие на отделните видове инвестиции, в т.ч. и по отношение на времевият период, в който се проявява съответният ефект. Затова, докторантът основателно посочва средносрочният период като времеви критерии за извеждане и доказване на тезата.

Добросъвестно е използвана широк кръг научна литература и надеждни източници на статистически данни. Авторът на дисертационният труд е направил критичен анализ на различни концепции и инвестиционни решения в отделните страни, включени в обхвата на изследването.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Анализът на дисертационният труд показва, че авторът е реализирал в значителна степен поставените цели. Избраната методология на изследване е адекватна на тези цели, количественият и качественият анализ е дал възможност да се разкрият сложни и динамични връзки и зависимости. Това е дало възможност, както да се изведат авторови теоретични изводи, така и да се предложат практически решения. Бих подчертал аргументираните оценки на автора за прилагането на ефективни

инструменти и стимули за ефективното инкорпориране на зелените облигации и механизмите на капиталовите пазари. Дава се оценка на изпълнението на поставените задачи и постигането на целта на дисертационния труд.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Колегата Йорданов е извел следните четири приноса, в резултат на своето изследване: „1.Разработване на емпиричен модел за оценка на макроикономическите последствия от инвестициите в зелени облигации; 2. Тествани са регресионни модели за анализ на данни; 3. Оценка на икономическите ползи от зелените облигации и 4. Разширяване на теоретичната рамка за макроикономическите ефекти на зелените облигации в ЦИЕ.“

От предявените 4 приноса считам за достатъчно убедителен първият и в пределна степен четвъртия. Тестването на известни модели (2.) и опита за оценка на въздействие върху твърде голям набор (3) при голяма условност на количествените оценки не би могло да се приеме еднозначно за принос. Но приносът като разработване на авторов емпиричен модел за оценка на макроикономическите ефекти от инвестиции в зелени облигации е напълно достатъчен като доказателство за изследователските качества на докторанта.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

Приложени са следните четири публикации: 1. Do fund managers herd in frontier markets – And why? International Review of Financial Analysis, April 2015, Authors: Fotini Economou, Konstantinos Gavriilidis, Vasileios

Kallinterakis, Nikolay Yordanov; DOI: 10.1016/j.irfa.2015.03.017 ; 2. Institutional Herding in a Transition Economy: Evidence from Bulgaria, Vanguard Scientific Instruments in Management, vol. 19, no. 1 2023, Author: Nikolay Yordanov; ISSN 1314-0582; 3. Bridging the Gap: Financing the Circular Economy for Sustainable Development in Central and Eastern Europe, Conference Paper, Bourgas Free University, pp. 150-160, Authors: Nikolay Yordanov; assoc. prof. Kamelia Asenova; 4. Анализ на текущото състояние на борбата с изменението на климата в България, Научни трудове на УНСС, ИК-УНСС; ISSN (online): 2534-8957; ISSN (print): 0861-9344.

Първите две публикации са на английски език в научни списания, съответно International Review of Financial Analysis (издателство Elsevier) и Journal Vanguard Scientific Instruments in Management. Третата публикация е научен доклад пред конференция, организирана от Бургаския свободен университет. Четвъртата публикация е публикувана в трудовете на УНСС. По темата на дисертацията са последните две публикации. Докторантът е демонстрирал изследователски качества, след като негови разработки са оценени у нас и в чужбина.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът точно отразява съдържанието на дисертационния труд. Позоваванията на текстове, данни, анализи и изводи е акуратно. Правилно и убедително са изведени основните изводи, аргументи и позиции на автора.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

Към дисертационният труд могат да бъдат направени някои основни бележки. Обхвата на изследване е твърде широк, обхващайки голям брой страни в и извън ЕС. Икономиките на тези страни са на различен етап на развитие, различна структура и функционират в различна институционална среда. Това е голямо предизвикателство за млад изследовател. Работата би спечелила, ако броят на страните бе ограничен в рамките на ЕС и селекцията е направена по ясни критерии. На второ място, избраните макроикономически, социални и екологични показатели за измерване на въздействието на зелените облигации са твърде много. Това прави прецизното количествено измерване на въздействието трудно осъществимо и с нееднозначни резултати.

Имам следните въпроси към Николай Йорданов:

1. Как оценявате качествата на институционалната и регулативна среда на зелените облигации в България в сравнение с водещите страни от ЕС и какви са Вашите препоръки за нейното подобряване?
2. Има процес на преоценка на полезността на “Зелената сделка” на ЕС. Според Вас, как ще се отрази това на делът и значението на зелените облигации на капиталовите пазари и на растежа като цяло.

8. Заключение

Гласувам “за” присъждане на образователно-научната степен доктор на Николай Йорданов Йорданов.

Дата: 07.03.2025 г. / София

Подпис:

REVIEW

by: Prof. D.Sc. Rumen Vassilev Gechev, *UNWE*
Major: Political Economy

Concerning: Dissertation for awarding an educational and scientific degree "**Doctor**" in scientific specialty „Political Economy“ (Microeconomics & Macroeconomics) at the University of National and World Economy (UNWE).

Purpose for submission of the review: participation in the composition of the scientific jury for the defense of the dissertation according to Order No 448/19.02.2025 of the Rector of UNWE.

Author of the dissertation: Nikolay Yordanov Yordanov

PhD thesis title: " MACROECONOMIC IMPLICATIONS OF GREEN BOND INVESTMENTS IN CENTRAL AND EASTERN EUROPE: AN ANALYSIS OF CLIMATE FINANCE, ESG INTEGRATION AND SUSTAINABILITY"

9. Information about the dissertation

Nikolay Yordanov has completed a PhD program at *the Department of Economics/Faculty of Economics* at the UNWE in *the scientific specialty* Political Economy (Microeconomics & Macroeconomics), according to Order of the Rector of UNWE No. 848/31.03.2023. The training was carried out in *part-time* form during the period 07.03.2023 to 07.03.2025.

Biographical reference

In 2010 Mr. Yordanov completed his bachelor's degree in finance at the University of National and World Economy, and in 2012 he completed his MSc

degree in Finance at Durham University Business School, Durham, UK. He completed his secondary education at the English Language High School "Geo Milev", Bourgas. He is fluent in written and spoken English, which has given him access to a wide range of sources in the field of economic science and practice. During the period 2011-2015 Mr. Yordanov completed his professional qualification as a Certified Public Accountant in the Association of Certified Chartered Accountants (ACCA) in Great Britain.

Mr. Yordanov has extensive practical experience as an expert, consultant and manager at both private companies as well as on an institutional level. Since December 2023 until now, he has been Financial Director at Fund Manager of Financial Instruments in Bulgaria EAD. This is the so-called "Fund of Funds", which distributes targeted public funds from European programs and national co-financing through specialized support mechanisms (financial instruments). The company guarantees effective and sustainable use of European funds and builds capacity for the management of financial instruments at national level. This practical experience of his in the management of European programs at national level has proved to be particularly useful for achieving high applied quality in the dissertation developed by him.

10. General characteristics of the presented dissertation

The dissertation has a total volume of 232 pages, of which 166 are the main text. It consists of an Introduction, an exposition divided into three separate chapters and a Conclusion. There are 5 appendices to the main text, as well as a list of used literature. There are a total of 13 figures in the main text and 77 tables in the appendices. A total number of 169 sources in Bulgarian and English was used and cited, including books, monographs, articles in scientific and

periodicals, normative and statistical sources, reports and analyses of international organizations, as well as articles in international media publications.

The topic of the dissertation is particularly relevant, as it is directly related to the UN and EU programs for sustainable development. Moreover, the desire to produce goods and services with high energy efficiency and a gradual transition from the predominantly use of non-reproducible to the use of mainly reproducible resources has become a crucial element of corporate social responsibility with its economic, social and strategic positives for companies. The principles of sustainability have become a mandatory attribute for companies' business prospectuses when applying for loans from banks and other financial institutions and/or for listing on capital markets.

The new requirements for "green investments" have been incorporated into regulatory mechanisms at a national, regional and global level. This leads to significant modifications in the conditions and forms of market competition. Therefore, the clarification of the theoretical and applied aspects of the macroeconomic consequences of investments in "green bonds" is undoubtedly one of the main directions in modern economic science and practice.

The PhD student did not define clearly enough the object (macroeconomic effects of investments in green bonds in Central and Eastern Europe) and the subject of the study (the impact of investments financed with green bonds on key macroeconomic indicators in a group of CEE countries). The two concepts are closely related, but the similarities and difference between them are not clearly highlighted in the formulations. However, this difference is demonstrated by the PhD student mainly in the first and second chapters.

The proposed thesis that "the normalized value of green bonds (relative to GDP) correlates positively with real GDP growth, and this relationship becomes more pronounced in the medium term when the benefits of environmentally

financed projects materialize" is relatively convincing. In general, any investment correlates with GDP growth. Another issue is that there are theoretical disputes regarding the degree of impact of the different types of investments, including the time period in which the corresponding effect occurs. Therefore, the PhD student rightly points to the medium-term period as a time criterion for deriving and proving the thesis.

A wide range of scientific literature and reliable sources of statistical data have been used in good faith. The author of the dissertation has made a critical analysis of various concepts and investment decisions in individual countries included in the scope of the study.

11.Evaluation of the obtained scientific and applied scientific results

The analysis of the dissertation shows that the author has met the set goals. The chosen research methodology is adequate to these objectives, quantitative and qualitative analysis has made it possible to reveal complex and dynamic relationships and dependencies. This has made it possible both to derive the author's theoretical conclusions and to propose practical solutions. I would emphasize the author's reasoned assessments of the application of effective tools and incentives for the effective incorporation of green bonds, the mechanisms of capital markets. An assessment of the implementation of the assigned tasks and the achievement of the goal of the dissertation is given.

12.Evaluation of scientific and applied scientific contributions

Mr. Yordanov has made the following four contributions as a result of his research: "1. Development of an empirical model for assessing the macroeconomic consequences of investments in green bonds; 2. Regression

models for data analysis have been tested; **3.** Assessment of the economic benefits of green bonds and **4.** Expanding the theoretical framework for the macroeconomic effects of green bonds in CEE."

Out of the four contributions made, I consider the first and, to a certain extent, the fourth to be sufficiently convincing. Testing of known models (2.) and the attempt to assess the impact on too large a set (3) with a high conventionality of quantitative assessments could not be considered unequivocally as a contribution. However, the contribution as the development of an author's empirical model for assessing the macroeconomic effects of investments in green bonds is quite sufficient as evidence of the research qualities of the PhD student.

13.Evaluation of dissertation publications

The following four publications are attached: 1. Do fund managers herd in frontier markets – And why? International Review of Financial Analysis, April 2015, Authors: Fotini Economou, Konstantinos Gavriilidis, Vasileios Kallinterakis, Nikolay Yordanov; DOI: 10.1016/j.irfa.2015.03.017 ; 2. Institutional Herding in a Transition Economy: Evidence from Bulgaria, Vanguard Scientific Instruments in Management, vol. 19, no. 1 2023, Author: Nikolay Yordanov; ISSN 1314-0582; 3. Bridging the Gap: Financing the Circular Economy for Sustainable Development in Central and Eastern Europe, Conference Paper, Bourgas Free University, pp. 150-160, Authors: Nikolay Yordanov; assoc. prof. Kamelia Asenova; 4. Анализ на текущото състояние на борбата с изменението на климата в България, Научни трудове на УНСС, ИК-УНСС; ISSN (online): 2534-8957; ISSN (print): 0861-9344 .

The first two publications are in English in scientific journals, respectively the International Review of Financial Analysis (Elsevier Publishing) and the Journal Vanguard Scientific Instruments in Management. The third publication is a scientific report before a conference organized by Bourgas Free University. The fourth publication was published in the works of the UNWE. The last two publications are on the topic of the dissertation. The PhD student has demonstrated research qualities after his developments have been evaluated in Bulgaria and abroad.

14.Evaluation of the abstract

The abstract accurately reflects the content of the dissertation. The references to texts, data, analyses and conclusions are accurate. The main conclusions, arguments and positions of the author are correctly and convincingly deduced.

15.Critical notes, recommendations and questions

Some basic notes can be made to the dissertation. The scope of the study is too broad, covering many countries inside and outside the EU. The economies of these countries are at different stages of development, different structures and operate in different institutional environments. This is a great challenge for a young researcher. The dissertation would win if the number of countries were limited within the EU and the selection was made according to clear criteria. Secondly, there are too many macroeconomic, social and environmental indicators chosen to measure the impact of green bonds. This makes precise quantitative measurement of impact difficult to implement and with mixed results.

I have the following questions for Nikolay Yordanov:

3. How do you assess the quality of the institutional and regulatory environment of green bonds in Bulgaria compared to the leading EU countries and what are your recommendations for its improvement?
4. There is a process of reassessing the usefulness of the EU's Green Deal. In your opinion, how will this affect the share and importance of green bonds in capital markets and growth in general?

16. Conclusion

I vote "YES" awarding the educational and scientific degree of Doctor to Nikolay Yordanov Yordanov.

Date: 07.03.2025 / Sofia

Signature: