

## РЕЦЕНЗИЯ

на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „Доктор“ (по икономика) по докторска програма „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ (Финанси) на тема:

### **„УСТОЙЧИВОСТ И ПРЕДПРИЕМАЧЕСТВО В КОРПОРАТИВНОТО УПРАВЛЕНИЕ”**

с автор: **Мартин Яворов Бакърджиев, докт. № D020221220**

Научен ръководител: *проф. д-р Стоян Проданов*

Водеща обучението катедра: *Катедра „Финанси и кредит“ при Факултет „Финанси“, СА „Д. А. Ценов“*

Форма на докторантура: *задочна*

*Рецензент проф. д-р Стефан Симеонов*

определен за член на научното жури със заповед №308 от 9.04.2026 г.  
на ректора на Стопанска Академия доц. д-р М. Маринов

#### **1. Актуалност и значение на темата**

Актуалността на темата е добре обоснована с *„Климатичните промени, изчерпването на природните ресурси и социалните неравенства са проблеми, които изискват координирани действия на глобално ниво. Корпоративната социална отговорност (КСО) и принципите на устойчивото развитие са утвърдени като водещи концепции за преодоляване на тези предизвикателства.“*

Интересът е фокусиран върху *„значителните екологични, икономически и социални предизвикателства, които налагат преосмисляне на конвенционалните корпоративни практики“.* „Секторът на пластмасите е особено релевантен в този контекст, тъй като той е значителен източник на замърсяване и въглеродни емисии.“

## **2. Изпълнение на формалните изисквания за дисертационен труд и основни компоненти на дисертационното изследване**

Представеният за рецензиране дисертационен труд притежава всички необходими компоненти за докторска дисертация. Във въведението са представени обекта, предмета, изследователската теза, целта, задачите и ползваната методология.

**Обектът** на изследването е *въздействието на устойчивите практики върху стойността на фирмата в контекста на съвременното корпоративно управление. Изследването обхваща както теоретичните концепции за устойчивост и корпоративна стойност, така и практическите механизми за тяхната интеграция в конкретни бизнес модели, с фокус върху биополимерната индустрия.*

**Предметът** обхваща *конкретните механизми, чрез които интеграцията на екологични, социални и управленски (ESG) инициативи – с особен акцент върху производството на полилактична киселина (PLA) от царевича – влияе върху корпоративната стойност, рентабилността и дългосрочната конкурентоспособност на компаниите. Специално внимание се отделя на триканалния модел на въздействие: намаляване на цената на капитала чрез ESG-adjusted WACC, увеличаване на оперативните маржове и премиево оценяване на устойчивите компании на финансовите пазари.*

**За основа на изследването е поставена тезата,** че *„интеграцията на устойчиви практики в корпоративното управление не само допринася за намаляване на екологичните вреди, но и повишава дългосрочната икономическа стойност на компаниите. Тезата оспорва линейната интерпретация на връзката между ESG и финансови резултати и предлага алтернативен триканален модел: (1) намаляване на цената на капитала чрез ESG-adjusted WACC с доказана редукция от 0,8–1,2 процентни пункта (Sharfman & Fernando, 2008; El Ghoul et al., 2011); (2) увеличаване на оперативния маржин (EBITDA margin expansion +3,2%) чрез ресурсна ефективност (Eccles et al., 2014); и (3) премия при оценяване (EV/EBITDA multiple expansion +1,3x) вследствие на намален риск (Fombrun et al., 2000; Servaes & Tamayo, 2013). Конкретната валидация се осъществява чрез казуса с PLA от царевича.“*

Така дефинираните главна изследователска теза поставя основа за едно сериозно изследване.

**Поставени са четири основни задачи:**

- *„Да анализира концепцията за устойчивост и нейното значение за съвременния бизнес.*
- *Да изследва въздействието на устойчивостта върху корпоративната стойност чрез качествени и количествени методи.*
- *Да оцени икономическата, социалната и екологичната жизнеспособност на производството на PLA от царевица.*
- *Да предложи препоръки за интеграция на устойчиви практики в корпоративните стратегии.*

**3. Обем и структуриране**

Дисертацията е в общ обем от 224 стр.

Цялостната номерация и структурирането се различават от приетия стандарт, което в известна степен ощетява представянето и възприемането на изследването.

Същинската част на изследването е структурирана в 4 глави. Изложението съдържа 14 таблици и 7 фигури.

В **първа глава** се разглеждат *„Устойчивостта като интегрирана концепция за екологично, социално и икономическо развитие“* и стандарт за отговорното съвременно развитие на фирмите, в контекста на екологичната и социална отговорност.

Във **втора глава** се анализира *„Корпоративната стойност и устойчивостта в съвременното корпоративно управление“*.

В **трета глава** представя *„Полилактичната киселина (PLA) като устойчива алтернатива на традиционните пластмаси: технологични, икономически и екологични измерения“* – като реален пример за кръгов модел..

**Четвърта глава** е озаглавена *„Емпирико-методологична рамка за анализ на полилактичната киселина като фактор за устойчивост и корпоративна стойност“*, в която се развива практически пример, като е извършен обстоен анализ на *„връзката между устойчивите иновации и корпоративната стойност“*. Тук към устойчивия модел за PLA пластмаса е добавен аналитичният критерий за ефективност от позицията на за корпоративно управление.

#### **4. Методология и аналитичност**

Методологията на изследването е основана на интердисциплинарен подход, който обединява различни качествени и количествени модели. Аналитично-изследователският инструментариум включва: систематичен литературен обзор; финансово моделиране (NPV, IRR, период на изплащане) и сценарийни анализи в три варианта (оптимистичен, базов, песимистичен); иконометричен метод „разлика в разликите“ (Difference-in-Differences) за оценка на причинноследствената връзка между устойчивите практики и корпоративната стойност; както и емпиричен казус с производството на PLA от царевица.

#### **5. Емпирика**

Емпиричната част на дисертацията е развита в четвърта глава с практически пример за разработване на екологична пластмаса, по конкретно PLA (полимлечна киселина) от царевица. Този подход е оправдан предвид иновативния характер на тази технология и нейното концептуално ниво на разпространение. Извършен е обстоен анализ на „взаимодействията между корпоративните иновации, базирани на PLA, и пазарната конкурентоспособност“. Адмирации заслужава всеобхватният анализ на факторите – нормативни, екологични, технологични, социални, икономически.

Изследването е фокусирано основно върху развитите пазари в Европа и Северна Америка. „Данните са събрани както от първични, така и от вторични източници.“ „Първичните данни включват анкети и структурирани интервюта с ключови заинтересовани страни – мениджъри от компании в биополимерния сектор и др...“ „Вторичните данни са набавени от обширен обзор на академичната литература, пазарни доклади, органични бази данни – включително Европейската комисия, Eurostat, Bloomberg и ОИСП – и регулаторни документи, и др.“.

#### **6. Цитиране и ползвана литература**

Цитирането е коректно в приетия APA-стандарт.

Списъкът на ползваната литература включва 364 източника. Този значителен брой е индикация за сериозния изследователски подход, а обстоятелството, че всичките са на чужд език е показателно за новаторството на темата особено за българската практика.

## 7. Стил

Стилът е много добър и съответства на научното ниво на дисертационен труд. Срещат се чуждици (като „валуация“), които не допринасят за научното ниво.

## 8. Оформление

Оформлението от техническа гледна точка е много добро.

## 9. Постигнати резултати

Поставените задачи са изпълнени успешно. Налице са съществени резултати, сред които се отличават:

- 1) *Изследването доказва емпирично, че производството на PLA от царевича генерира приблизително 75% по-ниски въглеродни емисии в сравнение с конвенционалните пластмаси, при условие че инвестицията в завод с капацитет от 50.000 тона годишно може да бъде възвърната в рамките на 5–7 години. Сценарийните анализи потвърждават положителна вътрешна норма на възвръщаемост дори при песимистични пазарни условия.*
- 2) *Трудът обосновава теоретично и илюстрира емпирично триканалния модел на въздействие на устойчивостта върху корпоративната стойност, като демонстрира конкретни механизми за намаляване на цената на капитала, увеличаване на оперативния марж и постигане на оценъчна премия чрез ESG лидерство.*
- 3) *Изследването предлага практически приложим аналитичен инструментариум, съчетаващ LCA анализ с DCF валуация и carbon pricing механизъм, който може да бъде използван от корпорациите за оценка на стойностния потенциал на устойчивите инвестиции.*
- 4) *Трудът допринася към академичната литература чрез системно обвързване на теорията на заинтересованите страни, концепцията за тройната крайна линия (Triple Bottom Line) и модела за създаване на споделена стойност (Shared Value Creation) с конкретен индустриален казус, предоставящ нови емпирични прозрения за положителната корелация между устойчивите практики и финансовото представяне.*

## 10. Приноси

Докторант М. Бакърджиев е формулирал 5 приноса, които реално произтичат от реализираните резултати. :

- 1) Разработен е цялостен интердисциплинарен теоретичен модел за анализ на въздействието на устойчивостта върху корпоративната стойност, интегриращ Triple Bottom Line, теорията за споделена стойност и ESG стандартите. Посредством модела се систематизират финансовите и нефинансовите механизми, чрез които устойчивите практики генерират корпоративна стойност.
- 2) Формулиран е триканален модел: (1) намаляване цена на капитала чрез ESG-adjusted WACC (редукция 0,8–1,2 п.п.); (2) увеличаване на оперативния маржин (EBITDA +3,2%); (3) премия при оценяване (EV/EBITDA +1,3x). Моделът интегрира LCA с DCF валуация чрез carbon pricing – методологичен принос.
- 3) Извършен е детайлен сравнителен финансов анализ на PLA спрямо конвенционалните пластмаси чрез три сценария, с което се доказва икономическата жизнеспособност на PLA. PLA генерира ~75% по-малко CO<sub>2</sub> при 65% по-ниска енергоемкост, а IRR е 15–25%.
- 4) Обосновано е стратегическото значение на царевичката за биополимерно производство. Преходът от традиционни приложения към PLA значително увеличава добавената стойност и създава нови икономически възможности за селскостопанските общности.
- 5) Изведена е система от практически препоръки за интегриране на устойчивостта в корпоративните стратегии: ESG цели, оптимизация с възобновяеми материали, инфраструктура за компостиране и сътрудничество бизнес–правителства–академия.

Теоретичният модел предоставя аналитичен инструментариум за оценка на въздействието на устойчивите иновации върху корпоративната стойност и е приложим в различни отрасли. Научно-приложните приноси на дисертацията имат значимост както за академичната общност, така и за практиката. Финансовият анализ на производството на PLA осигурява количествена база за инвестиционни решения в биополимерната индустрия.

## 11. Силни страни

Освен посочените резултати, настоящото изследване се характеризира с редица положителни страни, сред които:

- Дисертацията се отличава с изразена оригиналност и актуалност.
- Задълбоченото проследяване на развитието на концепцията за устойчивостта и нейното практическо прилагане в различните ѝ разновидности.
- Приложения *„системен и цялостен подход към разбирането и анализа на устойчивостта и иновациите в корпоративния свят чрез внедряването на биополимери като PLA (полимлечна киселина).“*
- *„Във фокуса на количествения анализ е поставено сравнението между традиционните пластмаси и PLA – както от гледна точка на екологичен отпечатък, така и във връзка с икономическите резултати в средносрочен и дългосрочен план.“*

## 12. Бележки и препоръки

Не се индикират бележки с критичен характер.

## 13. Публикации

Докторант Мартин Бакърджиев е посочил 4 самостоятелни публикации по темата на дисертацията. Минималните изисквания са изпълнени с публикуваните две студии. Посочени са и две статии, които са под печат.

## 14. Автореферат

Авторефератът е в обем от 25 страници и представя обективен синтез на цялата дисертационна работа.

## 15. Въпроси

Концепцията за устойчивостта има множество направления и все повече възможности за технологично реализиране. В дисертацията проследяват развитието на концепцията до приложението на технологията с PLA (полимлечна киселина) от царица като заместител на традиционните пластмаси и доказват нейната финансово

икономическа ефективност. Но това не е достатъчно за естественото разпространение на подобни устойчиви технологии ако те засягат конкурентоспособността на бизнеса. Възможно ли е и ако все още не е близко ли е времето, в което екологичните технологии ще водят до конкурентно предимство?

### **16. Заключение**

Представеният дисертационен труд за образователната и научна степен „Доктор“ притежава изискваните по Правилника за РАС в СА „Д. А. Ценов“ количествени и качествени характеристики. Дисертацията съдържа оригинални научни и наукоприложни резултати. На тази основа убедено предлагам да бъде присъдена ОНС „Доктор“ в направление 3.8 икономика на Мартин Я. Бакърджиев.

28.05.2026 г.

Рецензент: .....

*Проф. д-р Стефан Симеонов*