

## РЕЦЕНЗИЯ

от проф. д-р Вяра Красиминова Славянска,  
Висше училище по агробизнес и развитие на регионите – Пловдив

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 “Икономика и управление (индустрия)”

**Автор:** Траян Павлов Йосифов

**Тема:** Фондовете за рисков капитал - фактор за ускоряване процеса на внедряване на иновации от малките и средни предприятия в България

**Научни ръководители:** проф. д-р Ваньо Христов Консулов и гл. ас. д-р Гергана Вълчева Танева, ПУ „Паисий Хилендарски”

### 1. Общо описание на представените материали

Със заповед № Р33-519 от 7.02.2017 г. на Ректора на ПУ „Паисий Хилендарски” съм определена за член на научното жури за осигуряване на процедура за защита на дисертационен труд на тема „Фондовете за рисков капитал - фактор за ускоряване процеса на внедряване на иновации от малките и средни предприятия в България” за придобиване на ОНС ‘доктор’ в област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8 Икономика, докторска програма “Икономика и управление (индустрия)”. Автор на дисертационния труд е Траян Павлов Йосифов – докторант на самостоятелна подготовка към катедра „Финанси и счетоводство” с научни ръководители проф. д-р Ваньо Христов Консулов и гл. ас. д-р Гергана Вълчева Танева от ПУ „Паисий Хилендарски”.

На първото заседание на научното жури съм избрана за рецензент.

Представеният от докторант Траян Йосифов комплект материали на хартиен носител е в съответствие с Чл.36 (1) от Правилника за развитие на академичния състав на ПУ, и включва всички документи, необходими за изготвяне на настоящата Рецензия.

### 2. Кратки биографични данни за докторанта

Траян Йосифов е роден на 15.01.1977 г. Завършва висшето си образование в УНСС, където през 2006 г. придобива ОКС бакалавър по „Финанси”, а през 2007 г. - ОКС магистър по „Финанси”. През периода 2013-2016 г. се обучава като докторант на самостоятелна подготовка в ПУ „Паисий Хилендарски”.

Трудовата кариера на докторанта датира от 2000 г. и по същество е изцяло свързана с областта на финансите, като се изгражда чрез последователно заемане на длъжности в различни финансови и академични институции - Българска пощенска банка, Райфайзен лизинг България ЕООД, EFG LEASING, ПУ „Паисий Хилендарски”. Богатият му практически опит, придобит като офис служител, агент събиране на закъснели вноски, специалист закъснели вземания, NPL Expert, в съчетание с 5-годишния му научно-изследователски и преподавателски опит като асистент в катедра „Финанси и счетоводство”, е предпоставка както за ви-

сока степен на осмисляне на теоретичните достижения в областта на специализираните финансови инструменти, така и за овладяване на тяхното практическо приложение.

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

Актуалността и дисертационността на избраната тема е несъмнена, при това е ясно осъзната от докторанта и убедително обоснована в увода на дисертационния труд. Малките и средни предприятия са основен фактор за икономически растеж, а в съвременната бизнес среда, характеризираща се с чести и неочаквани промени и интензивна конкуренция от страна на утвърдени пазарни участници (включително чуждестранни), тяхната креативност и иновативност в значителна степен предопределят тяхната гъвкавост и оттук - конкурентоспособността им. По тази причина проблематиката, свързана с процеса на внедряване на иновации от българските предприятия е особено актуална и от голяма важност за българската икономика. Това се аргументира на фона на множеството инициативи на Европейската комисия за стимулиране на икономическата активност и предприемаческата дейност на бизнеса. В същото време, при ограничените възможности за осигуряване на собствени средства и банково финансиране, малките и средни предприятия изпитват голяма нужда от алтернативни варианти за финансово осигуряване на своята иновативна дейност. Това очертава значението на фондовете за рисков капитал като фактор за улесняване растежа на предприятията, въвеждане на модерни технологии и бизнес модели за управление, разработване на иновативни продукти с високо качество и т.н. Въпреки неоспоримата си значимост обаче, ролята на рисковия капитал за успешното внедряване на иновациите все още е недостатъчно разработена в теоретичен аспект и липсват ясни решения (методики) за определяне степента на риск при инвестиране в иновационни проекти.

Високата степен на осмисляне актуалността на проблема и неговото научно и практико - приложно значение е в основата на правилното формулиране на целта и конкретните задачи, разработени в дисертацията. Основната цел на изследването е „да се предложи модел за оценка на рисковото въздействие на бизнес средата върху финансовото състояние на иновационните предприятия. Оценка на стопанския риск е фактор за изграждане на партньорски взаимоотношения на предприятието с фондовете за рисков капитал.” Във връзка с нейното постигане правилно са дефинирани трите изследователски задачи.

### **4. Познаване на проблема**

Докторантът демонстрира много добра осведоменост и висока степен на познаване състоянието на проблема, което е видно от обширната библиографска справка, включваща 115 източника, 53 от които на български, 60 – на английски, 1 – на руски и 1 – на френски език. Използваните информационни източници са релевантни на разглежданата проблематика, но по-важното е, че наред с коректното интерпретиране гледните точки на множество известни чуждестранни и наши автори, ясно се открояват и личните му виждания.

### **5. Методика на изследването**

Избраната методика на изследване позволява постигане на поставената цел и решаване на дефинираните задачи. Тя включва количествени и качествени изследователски методи, като: проучване и обобщаване на теоретични и емпирични информационни източници; интервюиране; събиране, систематизиране и обобщаване на статистически данни; сравнителен анализ на данни и изследване на причинно-следствени връзки чрез специализиран софтуер MS Excel 2013 и Oracle Crystal ball; графично, схематично и таблично представяне на статистически

данни и информация и др. Използваните методи са подходящи и приложими в разглежданата проблемна сфера.

## **6. Характеристика и оценка на дисертационния труд**

Дисертационният труд е разработен в обем от 232 страници, от които 7 страници са приложения, 9 страници - списък на използваната литература, 1 страница - „Декларация за оригиналност на резултатите и приносите” и 6 страници - списък на таблиците, графиките и фигурите. Илюстративният материал включва 39 таблици, 46 графики и 8 фигури.

В структурно отношение дисертационният труд включва увод, три глави и заключение, които следват логиката на поставената цел и последователността при решаването на дефинираните изследователски задачи.

*Уводът* представя концептуалната рамка на изследването, която включва всички необходими реквизити – ясно обоснована актуалност и значимост на темата, добре формулирани предмет и обект на изследване, коректно изведени цел и задачи, ясна и логична теза, подробно представена методология и възприети ограничения. Това полага добра основа за провеждане на успешно и качествено изследване.

*Първа глава „Финансиране на иновативните предприятия в България”* е предназначена да анализира основни теоретични постановки, касаещи естеството на иновациите, както и риска за инвеститорите. Важен акцент е открояването на основните характеристики и специфики в дейността на фондовете за рисков капитал, и особено техните предимства пред останалите инструменти за финансово осигуряване на иновационния процес, а именно - идейно осигуряване на проектното изпълнение на всеки негов етап, чрез предоставяне на консултантски услуги, контакти с доставчици на оборудване и крайни клиенти, участия на панаири и изложения и др. Задълбоченият теоретичен анализ води ясно към заключението, че фондовете за рисков капитал представляват една благоприятна възможност за нашите малки и средни иновативни предприятия, при това двустранно осъзната.

Във *втора глава „Анализ и оценка на бизнес средата”* обект на внимание са факторите на външната и вътрешната бизнес среда и по-конкретно тяхното влияние върху иновационните процеси в предприятията у нас. Изследват се условията за финансиране на иновациите в България и най-вече проблемите, с които се сблъскват стопанските субекти. Важен въпрос е проучването на взаимоотношенията между иновативно ориентирани предприятия и фондовете за рисков капитал, моделирани от бизнес средата, в която те функционират. Логично се налага изводът, че въпреки наличието на „плахи“ стъпки в посока подобряване на външната бизнес среда у нас, като цяло тя не съдейства за повишаване на иновационния потенциал на българските предприятия, а напротив - увеличава рисковете както за предприятията, така и за инвеститорите. Аналогично - състоянието на вътрешната бизнес среда също се отразява предимно негативно върху иновационна активност на предприятията. Аргументира се ниската степен на устойчивост на бизнес средата и ниската степен на иновативност и конкурентоспособност на икономиката, като следствие от пасивната роля на държавата в осигуряването на финансова подкрепа за развитие на иновации, недостатъчната степен на усвояемост на средства по оперативните програми на ЕС и липсата на инициатива от страна на търговските банки за подкрепа на иновационни проекти.

*Трета глава „Модел за оценка на стопанския риск при финансиране на иновационни проекти от фондовете за рисков капитал”* има ключово значение за изследването и представя разработването на модел за оценка на риска при финансиране на иновационни проекти, в

частност при използването на фондове за рисков капитал, с което в най-висока степен съдейства за постигане основната цел на дисертационния труд. На основата на обосноваването в предишните глави необходимост от подобен модел, се аргументира неговото предназначение, а именно - да съдейства за предвиждане, определяне на границите и ограничаване на риска, както и да предоставя възможности за разработване на политики, насочени към неговото управление. В концептуално отношение моделът се основава върху определяне на икономическата ефективност на иновационните проекти при различни състояния на системните фактори. На тази база рисковите инвеститори имат възможност да направят избор на проект, респ. иновационно предприятие, в което да вложат финансов ресурс. Представени са алгоритми, техники, критерии и показатели, използвани за информационното осигуряване на модела. Анализирани са резултати от емпирично изследване относно готовността за прилагане и възприеманата практическа полезност на модела от страна на преобладаващата част от фондовете за рисков капитал в страната. Моделът е апробиран с реални данни в условията на симулирано изпълнение на иновационен проект.

В *заключението* недвусмислено се аргументира изпълнението на поставените изследователски задачи, водещо до постигане на основната цел, и се представят доказателства за потвърждаване на формулираната изследователска теза, а именно: иновационните проекти се отличават от останалите инвестиционни проекти по значително по-високата степен на риск, което е причина за липсата на активност при тяхното финансиране; съществува необходимост от прилагането на модел за оценка на стопанския риск, като основен фактор за ускоряване на процеса на иновиране на българските малки и средни предприятия; обективната и точна оценка на основните рискови заплахи има ключово значение за увеличаване на рисковото финансиране, респ. за привличане на повече фондове за рисков капитал в страната. Синтезират се важни обобщения на постигнатите резултати: относно ключовата роля на иновациите за осигуряването на конкурентоспособност и постигането на фирмен и икономически растеж; относно водещата роля на пазара и политиките на държавното управление за иновационната активност на предприятията; относно значението и перспективите на рисковия капитал като алтернативна форма за финансиране на иновациите, насърчаваща създаването на нова конкуренция на пазарите в настоящата негативна бизнес среда у нас; относно необходимостта от акцентирание върху продуктите и процесните иновации, водещи до създаване на конкурентоспособни продукти - основа за развитие на българското индустриално производство и постигането на индустриален растеж; относно значението на оценката на стопанския риск като важна предпоставка за изграждане на успешни партньорски взаимоотношения на българските предприятия с фондовете за рисков капитал; относно необходимостта, предимствата и приложимостта на разработения модел за оценка на стопанския риск и т.н. Очертават се насоки за бъдеща работа и изследвания в областта на финансирането на иновациите с рисков капитал.

В обобщение, дисертационният труд представлява комплексно и завършено изследване, съответстващо на изискванията, и с достатъчно основания за висока оценка предвид на:

- удачно подбрана проблематика с безспорна значимост в научно и особено в практическо отношение;

- много добра аргументация на концептуалната рамка (в увода на труда) - от актуалността и значимостта през обекта и предмета на изследване, неговите цел и задачи до възприетите ограничения в изследването;

- акцентирание върху разработването на модел за оценка на стопанския риск при финансиране на иновациите с рисков капитал, и на тази база възможности за неговото предвиждане, ограничаване и управление чрез разработване на адекватни политики;

- стройно, логично и балансирано структуриране на цялостното дисертационно изследване в съответствие с решаваните в него задачи;

- демонстрирани способности за откриване и анализиране на нерешени проблеми, за систематизиране и оформяне на значими научни тези, за обобщаване и синтезиране на изводи (в края на всяка глава);

- успешно осъществено емпирично изследване, което потвърждава възможностите за управление на риска чрез прилагане на разработения модел за неговото оценяване;

- понятно представяне и интерпретиране на чужди идеи, същевременно и на собствени виждания и заключения;

- използване на разбираем и същевременно терминологично издържан стил на изложение, включително прецизно оформяне на труда в техническо отношение.

## **7. Приноси и значимост на разработката за науката и практиката**

В автореферата Траян Йосифов е систематизирал приносите, които счита, че има в теоретичен и практико-приложен аспект. Разработеният дисертационен труд определено допринася за развитието и обогатяването на съществуващото знание в областта на оценяването на риска, чрез предлагане на идеи за оптимално моделиране на този процес в сферата на иновациите. Приемам посочените приноси като значими за науката и практиката и отговарящи на реалните резултати и постижения в изследователската работа на докторанта, като откроявам следните по-съществени от тях:

1. Извършен е обхванен теоретичен анализ в областта на рисковото финансиране и иновационната активност, и на основата на критичното осмисляне на различни концепции и гледни точки, е идентифицирана и анализирана връзката „иновации-риск”, подпомагаща убедителното аргументиране на ролята на фондовете за рисков капитал като инструмент за подкрепа на иновационни проекти.

2. Извършен е анализ на бизнес средата по целево подбрани външни и вътрешни показатели, оказващи пряко влияние върху финансовото състояние на предприятията, включително върху иновационните процеси в тях. На основата на нейните негативни измерения (неблагоприятни условия за финансиране на иновациите) е очертана необходимостта от създаване на предпоставки за увеличаване на рисковото финансиране в България, включително подобряване на взаимоотношенията между иновативните МСП и рисковите фондове.

3. Обоснована е необходимостта от разработването на модел за оценка на стопанския риск, предназначен да съдейства за увеличаване на рисковото финансиране (респ. за привличане на повече фондове за рисков капитал в страната) чрез изграждане на успешни партньорски взаимоотношения между българските МСП и фондовете за рисков капитал и в крайна сметка за ускоряване процеса на иновирането им.

4. Разработен е четириетапен модел за оценка на риска в иновативните предприятия, на основата на адаптирането на класически модели, методи и подходи, и при отчитане водещата роля на бизнес средата. Той се определя като „систематична процедура за оценка и анализ на риска, която дава възможност да се определят взаимовръзките между системните фактори на бизнес средата, както и очакваното влияние между тях“.

5. Практическата полезност на разработения модел за оценка на риска е многостранно аргументирана чрез: интервюиране на експерти по оценка на риска (ръководни представители на рискови фондове в страната); апробиране – симулация на изпълнение на иновационен проект в сферата на високите технологии; съпоставка с прилаганите в практиката модели за оценка на стопанския риск.

#### **8. Преценка на публикациите по дисертационния труд**

Докторантът е приложил 4 броя публикации по изследваната тематика, в т.ч. 2 научни статии (1 от които на англ. ез.) и 2 научни доклада. Статиите са публикувани в списания „Trakia Journal of Sciences“ и „Икономически и социални алтернативи“, а докладите са изнесени на Юбилейна научна конференция на катедра "Индустриален бизнес", УНСС и Юбилейна научно-практическа конференция с международно участие на Факултета по икономически и социални науки, ПУ "Паисий Хилендарски". Считам, че тези публикации представят реално постиженията на докторанта и са получили необходимата публичност сред академичната общност и заинтересованите професионални кръгове от практиката.

#### **9. Лично участие на докторанта(ката)**

Убедена съм, че проведеното дисертационно изследване е изцяло лично дело на докторанта, съответно формулираните приноси и получени резултати са негова лична заслуга.

#### **10. Автореферат**

Авторефератът е подготвен според изискванията и достоверно възпроизвежда съдържанието на труда в синтезиран вид. Разработен е в обем от 26 страници и включва пет части, отнасящи се до общата характеристика, структурата, съдържанието, приносите и публикациите по дисертационния труд.

#### **11. Критични забележки и препоръки**

Към съдържанието на дисертационното изследване и към комплекта представени за рецензиране материали нямам съществени забележки. В същото време, въпреки очевидните достойнства на разработката, считам, че тя определено би спечелила от внасянето на повече яснота по следните въпроси:

1. Докторантът афишира тенденция за нарастване на разходите на българските предприятия за НИРД. Какво е обяснението за тази ситуация на фона на очевидно негативната бизнес среда, включително липсваща последователна и целенасочена държавна политика за подкрепа и развитие на иновациите?

2. „При оценката на риска следва да се има предвид рисковия профил на управляващите иновационните проекти мениджъри, респ. на иновационните екипи“. Възможно ли е докторанта да коментира евентуалната връзка между отношението на управляващите към риска (песимистично, оптимистично или неутрално) и рисковия профил на предприятието? И ако такава съществува, как би трябвало да се отчита тя и на кой етап от модела за оценка на риска?

3. Препоръчвам на докторанта в бъдеще да продължи научноизследователската си работа по проблемите на оценяването на риска при финансирането на иновативни проекти от рискови фондове, което ще обогати, повиши полезността и разшири приложимостта на разработения модел. Същевременно да популяризира резултатите от своята стойностна творческа дейност сред по-широка аудитория (включително в чужбина) и най-вече сред практикуващи мениджъри, проявяващи иновационна активност.

Отправените въпроси и препоръки не са свързани със сериозни слабости и не подценяват значимостта и качествата на дисертационния труд, нито поставят под съмнение бъдещите перспективи за неговото развитие.

## **12. Лични впечатления**

Не познавам лично докторанта, но съдържанието и качествата на дисертационния му труд показват, че той е силно отговорен, ерудиран и перспективен изследовател, високо компетентен в своята област.

## **13. Препоръки за бъдещо използване на дисертационните приноси и резултати**

Предвид високата оценка, която давам на дисертационните приноси и резултати, бих препоръчала:

1. Основните моменти от изследването в дисертационния труд да се представят на вниманието на заинтересовани представители на иновативно ориентирани МСП и рискови фондове, което определено би било от полза с оглед стимулиране на тяхната креативност и активност при финансирането на иновациите.

2. Докторантът да проследи ефектите от прилагането на модела и по-конкретно дали и в каква степен съдейства за ускоряване процеса на иновирание на българските МСП.

## **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

Представеният за рецензиране дисертационен труд по своя характер е завършено научно изследване, посветено на особено важен изследователски проблем в познавателен и приложен аспект и определено представляващо интерес не само за академичната общност, но и за професионалната практика. Неговото съдържание е показателно за многообхватно познаване на специализираната литература и научните постижения в конкретната област, както и за приетаването на качества и умения за самостоятелно провеждане на научно изследване. Научно-теоретичните обобщения, методически и практически решения са представени с необходимата компетентност, задълбоченост, системност и научно-емпирична аргументация. В дисертационния труд се съдържат *научни и приложни резултати, които представляват оригинален принос* и отговарят на всички изисквания на ЗРАСРБ, Правилника за прилагане на ЗРАСРБ, Правилника на ПУ „Паисий Хилендарски“ и специфичните изисквания на Факултета по икономически и социални науки.

Предвид гореизложеното, убедено давам своята **положителна оценка** за проведеното изследване и **предлагам на почитаемото научно жури да присъди образователната и научна степен ‘доктор’** на Траян Йосифов в област на висше образование: 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.8 Икономика, докторска програма „Икономика и управление (индустрия)“.

10.04.2017 г.

Рецензент: проф. д-р Вяра Славянска