

РЕЦЕНЗИЯ

от акад. Иван П. Попчев

на дисертационен труд за присъждане на образователната и научна степен
"доктор"

по докторска програма: Икономика и управление (индустрия)

от **Траян Павлов Йосифов**

на тема: "Фондовете за рисков капитал – фактор за ускоряване процеса на внедряване на иновации от малките и средни предприятия в България"

Във връзка с откритата процедура за защита на дисертационния 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 образователната и научна степен **"доктор"** по: област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки; професионално направление 3.8 Икономика; докторска програма Икономика и управление (индустрия) от **Траян Павлов Йосифов** – докторант на самостоятелна подготовка към катедра "Финанси и счетоводство" с научни ръководители проф. д-р Ваньо Консулов и гл. ас. д-р Гергана Танева, доклад от доц. д-р Станимир Иванов Кабаиванов – Декан на Факултета по икономически и социални науки и в съответствие на чл. 4 от ЗРАСРБ, чл. 2 (8), чл. 30 (3) ППЗРАСРБ и чл. 37 (2) ПРАСПУ заповед No. Pзз – 519/07.02.2017 г. на Ректора проф. д-р Запрян Козлуджов съм определен като вътрешен член за Пловдивския университет на Научно жури, утвърдено с решение на ФС на Факултета по икономически и социални науки, протокол No. 110/2-01.2017 г.

Като член на Научното жури съм получил:

1. Заповед No. Pзз – 519, гр. Пловдив, 07.02.2017 г. на Ректора проф. д-р Запрян Козлуджов.
2. Дисертационен труд.
3. Автореферат.
4. CD.

При оценка на дисертационния труд, определящи са изискванията за Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ), Правилника за неговото прилагане (ППЗ) и Правилника за развитие на академичния състав на Пловдивския университет (ПРАСПУ) и поради това ще бъдат точно предадени:

1. Съгласно чл. 6 (3) от ЗРАСРБ "дисертационният труд трябва да съдържа научни или научно-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката. Дисертационният труд трябва да показва, че кандидатът притежава задълбочени теоретични знания по съответната специалност и способности за самостоятелни научни изследвания".
2. Според чл. 27 (2) от ППЗ дисертационният труд трябва да се представи във вид и обем, съответстващи на специфичните изисквания на първичното звено. Дисертационният труд трябва да съдържа: заглавна страница; съдържание; увод; изложение; заключение – резюме на получените резултати с декларация за оригиналност; библиография.

Дисертантът Траян Павлов Йосифов е асистент в катедра **“Финанси и счетоводство”** на Пловдивския университет. Той притежава диплома за висше образование от УНСС специалност “Финанси” (No. 01635/31.07.2008 г. и диплома от УНСС (No. 000173) за висше образование образователно-квалификационна степен **магистър по специалност “Финанси”** с професионална квалификация “Магистър по икономика”. Със Заповед No. Рзз – 5900, гр. Пловдив, 17.12.2013 г. на Ректора проф. д-р Запрян Козлуджов **е зачислен в докторантура на самостоятелна подготовка** със срок до 3 години, считано от 16.12.2013 г. до 16.12.2016 г. по тема на дисертационния труд “Подобряване качеството на бизнес средата и доверието – условия за активизиране на кредитирането (на примера на взаимодействието на банките с индивидуалните малки и средни предприятия в България)” с научни ръководители доц. д-р Ваньо Христов Консулов и гл. ас. д-р Гергана Вълчева Танева. Със Заповед No. Рзз – 1500, гр. Пловдив, 12.04.2016 г. на Ректора проф. д-р Запрян Козлуджов е утвърдена промяна на темата на дисертационния труд “Фондовете за рисков капитал – фактор за ускоряване процеса на внедряване на иновации от малките и средни предприятия в България”. Със заповед No. Рзз – 5361, гр. Пловдив, 18.11.2016 г. на Ректора проф. д-р Запрян Козлуджов, Траян Павлов Йосифов е отчислен от докторантура с право на защита, считано от 14.11.2016 г.

Научни ръководители на рецензирания дисертационен труд са: проф. д-р Ваньо Консулов, гл. ас. д-р Гергана Танева.

Дисертационният труд е в обем от 232 стр., 39 таблици, 46 графики и 8 фигури. Библиографията включва 115 заглавия на български, английски и руски езици.

На стр. 8 е записана **основната цел** на дисертационното изследване **“да се предложи модел за оценка на рисковото въздействие на бизнес средата върху финансовото състояние на иновативните предприятия.** Оценката на стопанския риск е фактор за изграждане на партньорски взаимоотношения на предприятието с фондовете за рисков капитал.”

За постигане на така формулираната цел са дадени три задачи, които кратко могат да се представят така:

Първа задача: Да се извършат теоретични проучвания на актуалните за съвременните условия научни изследвания в областта на иновациите, стопанския риск и финансирането на иновативните предприятия.

Втора задача: Да се извърши анализ и оценка на фактори на бизнес средата в страната, които оказват влияние върху иновационните процеси в предприятията и на условията за финансиране на иновациите.

Трета задача: Да се разработи и провери модел за оценка на риска при финансиране на иновационни проекти. Да се извърши изследване тип “дълбочинно интервю” сред преобладаващата част от фондовете за рисков капитал в страната, които осигуряват достъпна информация. Да се даде отговор как рисковите фондове оценяват поставения акцент в модела за оценка на риска, който се фокусира върху изследване на бизнес средата и по-конкретно на група от показатели, които имат пряко отношение към финансовото състояние на българските малки и средни предприятия.

Като се следват **целта и задачите в дисертацията** последователно са разгледани:

- * Увод (6-13);
- * Финансиране на иновативните предприятия в България (**глава първа**, 14-74);
- * Анализ и оценка на бизнес средата (**глава втора**, 75-140);
- * Модел за оценка на стопанския риск при финансиране на иновативни проекти от фондовете за рисков капитал (**глава трета**, 141-206);
- * Заключение – резюме на получените резултати (207-214)
- * Декларация за оригиналност (210)
- * Таблици (211-212);
- * Графики (213-215);
- * Фигури (216)
- * Библиография (217-225)
- * Приложения (226-232)

Приложение 1. Дълбочинно интервю (226-231)

Приложение 2. Процес на управление на риска (232)

Всяка глава завършва с **“обобщения и изводи”**, което е положителен детайл.

Рецензентът може да определи темата на дисертационния труд като изключително актуална и с перспективи за развитие. Едно доказателство за това са и източниците в библиографията.

Основните резултати, получени в дисертационния труд могат накратко да се систематизират така:

1. Извършен е анализ на четирите основни вида иновации, и връзката със стопанския риск. Обобщението е да се направи опит за създаване на модел за определяне на степента на стопанския риск пред инвеститорите в иновативни предприятия.
2. Представен е анализ и оценка на вътрешната и външна бизнес среда, както и на нейната роля при финансирането на иновациите. Разглеждат се и характеристиките на средата, които стимулират и/или възпрепятстват развитието на иновациите.
3. Даден е модел за оценка на стопанския риск като етапен подход според стандарт ISO 31000. Моделът за оценка включва: диаграма “Рибена кост”, “Анализ на чувствителността на оценките”, “Сравнение с аналози и системни практики” и “Матрица на полезността”. Дадени са и сравнителни характеристики (Таблица 39, стр. 193)
4. Разработени са “дълбочинно интервю” (Приложение 1, 226-231) за ръководители на фондове за рисков капитал. Дълбочинното интервю е апробирано като анонимно с трима мениджъри на фондове за рисков капитал: NEVEQ CAPITAL PARTNERS, ROSSLYN CAPITAL PARTNERS и GROWTH CAPITAL PARTNERS AG. Извършен е и съответен анализ на обобщените отговори.
5. Извършена е Монте Карло симулация с Oracle Cristal ball.

По дисертационния труд са представени **4 самостоятелни публикации**, които могат да се представят така:

- * 2 публикации са в **списания** (NNo. 32 и 114);
- * 2 публикации са в научно-тематични сборници (NNo. 30 и 31);
- * 1 публикация е на **английски език** ((No. 114).

Рецензентът при многократните предварителни обсъждания в катедрата е правил конкретни **критични бележки**. Част от бележките, например за библиографията, стандартите и вътрешното противоречие са останали не преодоляни.

Въпроси по дисертационния труд:

1. В какъв смисъл трябва да се разбира “ограничаването на риска, чрез неговото споделяне с фондовете за рисков капитал (стр. 9)? Как точно рискът се “споделя”? Може ли да се даде числов пример?
2. На стр. 13 става дума за “точна оценка на пазарния риск”. Защо само за пазарен риск, а не на стопанския риск? А какво е пазарен риск и как се определя?
3. Ако Е е собствен капитал, а А е също собствен капитал според формули (7) и (8) стр. 46, то тогава кога Дълг/Собствен капитал е равен на Дълг/Активи?
4. Определената “предизвикателна задача пред дисертационното изследване е да се направи опит за разработване на модел за определяне на степента на стопанския риск (стр. 73) изпълнена ли е ? Ако е да, то какво точно е степен на риска? Как се изчислява?
5. Доходност на кои облигации с рейтинг BBB се използва (стр. 181)?
6. Защо се приема да се използват само част (т.е. четири) от посочените на стр. 149-150 методи? Какви са мотивите и сравнителните оценки останалите методи да не се използват?
7. Написаното на стр. 193 за оценка на “Принцип на Лаплас” за равновероятност не е точно тъй като не е ясно как “тези методи са по-ефективен начин за определяне на риска? Какво точно значи “по-ефективен начин”?
8. Какъв точно е посочения показател/подход на стр. 194 “отчитане на ефекта на гъвкавите решения? Как точно се отчита ефекта?
9. При приложението на метода “Матрица на полезността”, например Таблица 34, стр. 169 се предполага множество от алтернативни проекти. Тогава въпросът е колко алтернативни иновационни проекти “Разработване и внедряване на автономни летателни апарати” Таблица 36 са разгледани и какво показва тяхното сравнение? Могат ли да се посочат и числови данни например ако те са 4 иновационни проекти, както е на Таблица 34 (стр. 169).
10. На стр. 201 е записано, че интервюираните препоръчват използването на съотношението Equity Value спрямо EBiDA,

- а също и KPIs. Къде са тези препоръки? От представените отговори в Приложение 1 такива препоръки липсват.
11. На стр. 148 е отбелязан т. нар. “Модел DCF”. Нека се поясни математическия смисъл на този модел и как се определя нормата на дисконтиране.
 12. На стр. 164 е формула (12), за която не е дадено как се изчисляват (определят) r_i , q_j и r_{ij} ? Във Формула (13) не е определено n какво е? А в предпоследното изречение (стр. 164) за средно квадратно отклонение по Лаплас е невярно. Същото може да се каже и за предпоследното изречение на стр. 192.
 13. Защо е избрано Weibull разпределение (стр. 179)? С кои други разпределения е сравнено? Аналогичен е въпросът за логнормалното разпределение (стр. 180), нормалното разпределение (стр. 181) и т.н.
 14. Защо коефициентът на асиметрия е – 0.1411 стр. 185?
 15. Как се определя рисковия толеранс (стр. 195)?
 16. Може ли да се покаже как в представения практически пример е използван алгоритъма SiGMA (стр. 164)?
 17. Защо интервюто е определено като дълбочинно?
 18. Какъв критерий е използван за спиране на Монте Карло повторенията (стр. 185)?
 19. Защо се предлага прилагането на статични методи за оценка и в частност метода на “нетната настояща стойност” (стр. 176)?
 20. На Таблица 36 (стр. 177) това данни за реален проект ли са? Тогава колко точно като число е стопанския риск?
 21. Все пак остава отворен въпросът: Как предложения модел за оценка на рисковото въздействие на бизнес средата върху финансовото състояние на иновативните предприятия “**ускорява** процеса на внедряване на иновации от малките и средни предприятия в България”?

Авторефератът е в обем от 25 страници и съответства на дисертационния труд, но могат да се направят следните бележки:

- * На стр. 24 е записано “предложен в методиката на модела”, а на стр. 26, т.4 е записано “разработена е методика за рисков анализ” такава “методика” в дисертацията липсва;
- * На стр. 25 в “насоки за бъдеща работа и изследвания” определените три “по-значими от тях” не съответстват и като текст и като насоки на написаното в последния абзац (стр. 209) на дисертацията;
- * На стр. 24 в заключение – резюме на получените резултати са дадени две обобщения, които липсват в дисертацията;
- * написаното под черта на стр. 3 не е текст от дисертацията.

Задължително трябва да се корегира и в дисертационния труд и в автореферата написаното “**научно консултанти**” и да стане “**научни**”

ръководители” както са определени със Заповед Рзз – 5900/17.12.2013 г. за зачисляване в докторантура на ас. Траян П. Йосифов.

Рецензентът е убеден, че критичните бележки и въпросите по дисертационния труд могат да предизвикат конструктивни идеи за понататъшни изследвания и приложения.

Заключение

Дисертационния труд отговаря на изискванията на ЗРАСРБ, Правилника за неговото прилагане ППЗ и Правилника за развитие на академичния състав на Пловдивския университет (ПРАСПУ).

Давам **положително заключение** за присъждане на образователната и научна степен **“доктор”** на **Траян Павлов Йосифов**.

Предлагам Научното жури единодушно да гласува на Траян Павлов Йосифов да се присъди образователната и научна степен “доктор” по професионално направление 3.8 Икономика; докторска програма: Икономика и управление (индустрия).

08.03.2017 г.

Рецензент:
акад. Иван П. Попчев