

До СА „Д. А. Ценов“
Катедра „Финанси и кредит“

РЕЦЕНЗИЯ

От рецензент (име, академична длъжност и научна степен):

Проф. д-р Андрей Боянов Захариев от СА „Д. А. Ценов“

Научна специалност на рецензента:

„Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“ (Финанси)

Позиция на рецензента:

*Рецензент по процедура за защита на образователна и научна степен
„Доктор“ по докторска програма „Финанси, парично обръщение,
кредит и застраховка“ (Финанси)*

Рецензиран автор на докторат:

Докторант Калоян Ангелов Петков (D010214133)

Наименование на дисертационния труд:

„Усъвършенстване оценяването на фирмите в България“

Звено, където докторанта е зачислен:

*Катедра „Финанси и кредит“ и факултет „Финанси“ при СА
„Д.А.Ценов“ – Свищов*

Научен ръководител на докторанта:

*Доц. д-р Александър Ганчев от катедра „Финанси и кредит“
към факултет „Финанси“ при СА „Д.А.Ценов“ – Свищов*

I. Общо представяне на дисертационния труд

Представеният за рецензиране труд е в обем от 282 стандартни страници. Той е разработен като дисертация по процедура за даване на ход за защита по докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“ (Финанси) към катедра „Финанси и кредит“. Използваната литература включва 86 чужди източника, 23 на български език, 5 нормативни източника и 12 Интернет базирани: общо 126 източника. Дисертацията е разделена на увод, изложение в три глави, заключение, приложения (5 бр.) и списък с цитирана литература.

Обект на изследване са българските публични компании. Авторът специфицира само публичните компании, защото при тях процеса на бизнесоценяване е от особено голямо значение поради влиянието на капиталовия пазар.

Предмет на изследването е цената на капитала на българските публични компании. В подобен предмет се обосновава потребност от усъвършенстване на съществуващите модели за бизнесоценяване.

Защитаваната изследователска теза е, че съществуващите модели за бизнесоценяване имат нужда от значително усъвършенстване в частта на инструментариума за намиране на цената на капитала и дисконтовите процент. Основният заявен принос следва да реши проблема с инкорпорирането очакванията на глобалния инвеститор в рисков модел, който коректно да отразява минимално изискуемата норма на възвръщаемост. В тази насока са разработени 6 хипотези:

Хипотеза 1: Проблемите с определянето ефективността на фирмата са почти решени чрез силната регулация на отчетната система и наличните стандарти за бизнесоценяване.

Хипотеза 2: Съществува странова рискова премия.

Хипотеза 3: Налице е нужда идеята на страновия риск да се развие в условията на глобализация и интеграция на капиталовите пазари и да прерасне в регионална (групова) рискова премия.

Хипотеза 4: Съществува концептуален проблем с наличните методи за изчисляването на бета коефициента, който се дължи на често правеното допускане, че експозицията на компанията е една и съща към всички фактори изглаждащи систематичните рискове.

Хипотеза 5: Възможно е използването на BARRA-подобен рисков модел за изчисляване на коректните експозиции на българските компании спрямо систематичните риск фактори.

Хипотеза 6: Моделът на франчизната стойност е елегантен подход за портфейлна селекция на активи.

Основната цел на разработката е да се усъвършенства наличния инструментариум за оценяване на български фирми, в частта за намиране минималната изискуема норма на възвръщаемост. Като вторични цели могат да се оформят: 1) апробиране на модела за франчизната стойност, 2) доказване съществуването на странова рискова премия и 3) развиване на идеята за страновия риск в условията на глобални пазари и оформяне на регионални (групови) рискови премии.

За са се проверят шестте хипотези и да се потвърди/отхвърли изследователската теза авторът поставя следните задачи пред разработката:

- 1) Извършване на задълбочен литературен преглед върху съществуващите изследвания по въпросите за бизнесоценяването;
- 2) Преглед на съществуващата нормативна рамка, регулираща процеса на бизнесоценяване в България;
- 3) Доказване съществуването на странова рискова премия;
- 4) Прилагане методите на клъстеризация за оформяне на глобални рискови региони (групи);
- 5) Разработване на BARRA-подобен модел за оценка рисковите експозиции на българските фирми;
- 6) Приложение на разработения модел за намиране на коректната експозиция на българските фирми спрямо систематичните рискове;
- 7) Емпирично тестване на разработената методология за намиране цената на капитала върху пет български публични дружества – „Монбат“ АД, „Софарма“ АД, „Петрол“ АД, „Алкомет“ АД и „Свилоза“ АД;

Оценяване на избраните пет публични компании е заявено за реализация чрез модела на франчизната стойност.

В първа глава „Теоретични основи на оценяването на фирмите“ е извършен задълбочен критичен преглед на основните трудове в областта на корпоративни и инвестиционния мениджмънт, които засягат проблемите на бизнес оценяването. В същото време са изяснени някои основополагащи понятия. Разгледана е и нормативната база и информационната осигуреност на процеса на бизнесоценяване в България.

Във втора глава „Методологически решения на проблемите пред оценяването в България“ са показани проблемите около цената на капитала. Доказана е чрез формулен апарат, че съществува странова рискова премия при условие на значима корелация между световните капиталови пазари. Развита е идеята за модела DCC GARCH (модел за динамична условна корелация), който ще се използва да се анализира корелацията между обособените рискови региони (групи). Показана е и методологията за клъстеризация на 60 водещи световни пазари в 8 региона (групи) посредством k-means метода.

В глава трета „Практическо приложение на подходите за оценяване в условията на българския пазар“ са използвани реални финансово-икономически данни от системата S&P Capital IQ, за да се апробират разработените модели и да се проверят представените хипотези. Резултатите напълно подкрепят и доказват поставената изследователска теза.

Авторът установява, че основният проблем пред бизнесоценяването в България е определянето на подходяща цена на капитала, с която да се дисконтира. Подходът предложен от Дамодаран има сериозни теоретични, а и практични, проблеми, поради това е необходимо да бъде усъвършенстван. Важно е да се разграничат понятията минимално изискуема норма на възвръщаемост (МИНВ) и очаквана норма на възвръщаемост (ОНВ) и съответно ефекта от използването им като прокси за цена на капитала. При изчисляването на имплицитната норма на възвръщаемост, авторът установява, че ако се използва за база модели за оценка (FCFF, DDM и др.) се получава затворен кръг, тъй като резултата от използването на тези модели е входяща данна при тяхното прилагане. Поради това той изследва използването на модерната портфейлна теория и модела на Марковиц, като база за изчисляване на имплицитната норма на възвръщаемост. След проведеното емпирично изследване и клъстеризацията в групи пазари на база критериите – стандартно отклонение и БВП на икономиката, се установява, че американският пазар не може да бъде съчетан с никоя друга икономика.

Докт. Петков използва модифицирана версия на корпоративния модел BARR US EQ3 за целите на пресмятане индивидуалните експозиции на компаниите спрямо систематичния риск. Същият се декомпозира на отделни рискови фактори (индекси). Индексът на волатилността има най-значими статистически показатели, главно поради масовото използване на пазарна информация от предикторите. Българският пазар има едни от най-

силните експозиции спрямо рисковите фактори, като интересно е да се отбележи обърнатото влияние на фактора на растежа след 2013 г.

Чрез модела на франчизната стойност се илюстрира практическото приложение на установената цена на капитала. Потвърждава се извод, че три от четирите изследвани компании са силно подценени от пазара. „Алкомет“ АД е надценена през по-голямата част от разглеждания период. Общата вътрешна стойност на българските компании идва предимно от осезаемата стойност. Компании с финансови затруднения не могат да бъдат оценявани чрез модела на франчизната стойност. Подценяването на повечето български компании идва поради слабата търговия която пречи на пазара да се коригира, както и от външни за икономиката деформации на българската икономика.

Публикациите по темата от страна на автора, огромната творческа енергия, методическа въоръженост и иконометрична подготовка са атестат както за самия докт. Петков, така и за неговия научен ръководител и самата катедра „Финанси и кредит“. В негово лице е постигнато професионално дисертационно изследване с широка емпирична приложимост.

II. Преценка на формата и съдържанието на дисертационния труд

Представеният дисертационен труд е посветена на актуална тематика, която е от изключителна важност за финансовата и инвестиционна практика, както в България, така и в останалите развиващи се пазари.

Авторът е дефинирал основните проблеми в областта на бизнесоценяването на база голям обем от проучена литература. В дисертационния труд проблемите са добре разработени и са предложени адекватни решения, които са апробирани с реални данни.

Резултатите от емпиричната част на дисертационния труд са представени в 55 фигури и 18 таблици, които адекватно отразяват защитаваните тези и аргументи. Използваните иконометрични методи за анализ са напълно достатъчни за да подкрепят поставената теза на дисертационния труд. Общият обем от 247 страници основен текст и придружени с 35 страници приложения, потвърждават задълбочената разработеност на проблемите свързани с бизнесоценяването на българските публични компании.

Авторът е спазил всички правила на научната етика и правилата за цитиране. Налице е авторово мнение по всеки един засегнат въпрос или проблем в дисертационния труд. Авторовата мисъл следва строга логическа последователност и успешно защитава поставените хипотези.

Авторефератът е в обем от 39 страници и адекватно отразява структурата, целите и постигнатите резултати от дисертационния труд.

III. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд

В дисертационния труд могат да бъдат открити следните научно-приложни приноси:

Първо. Направен е критичен преглед на съществуващите методи и модели за оценка на публични компании. На тази база са изведени основните еволюционни стъпала в развитието на теорията за бизнес оценяването. Като резултат от това са формулирани основните проблеми пред приложението на съществуващите модели за бизнес оценяване в условията на българския капиталов пазар.

Второ. Доказано е съществуването на странова рискова премия при невъзможност за диверсификация на систематичните рискове. Предложен е и е защитен модел за формиране на регионална рискова премия при все по-засилващия се процес на глобализация.

Трето. Направена е клъстеризация на световните капиталови пазари по по групи и региони чрез метода k-means клъстеринг по критериите размер на пазара и рисковите му характеристики. В резултат на това са разкрити осем групи от пазари, които следва да имат сходни рискови параметри в анализа на глобалните инвеститори.

Четвърто. Чрез модела на динамичната условна корелация (DCC) е установено наличието на корелационна зависимост между отделните групи капиталови пазари. На тази база се разкрива, че е налице позитивна корелация между анализираните пазари, което означава, че има значима регионална рискова, премия, която не позволява ефективна диверсификация на систематичния риск.

Пето. На база моделиране на несистематичния риск на изследваните капиталови пазари чрез BARRA US E3 рисков модел се разработва и предлага модифициран бета коефициент, който да бъде използван за техния ефективен инвестиционен анализ.

Шесто. Разработва се модифициран модел за калкулиране на минимално изискуемата норма на възвръщаемост, който е приложен емпирично при оценяването на пет водещи български публични компании. Резултатите показват, че моделът позволява получаването на много по-точна оценка и фундаментална стойност на българските публични компании.

IV. Критични бележки, въпроси и препоръки по дисертационния труд

В дисертационния труд се откриват някои технически, граматически и стилови грешки, които подлежат на редакционно преодоляване. Допълнително могат да се отправят следните критични препоръки:

- Да се апробира различен рисков модел от приложения BARRA US E3 с оглед, че същият е разработен за нуждите на американския капиталов пазар.
- Да се приложи моделът за оценка върху по-широк набор от компании и по-специално с различен размер на капитала.

Също така, в рамките на защитата, докторантът може да вземе отношение по следните допълнителни **въпроси**:

1. Какви са предимствата на модела за динамична условна корелация пред стандартните измерители на зависимост? Възможно ли е приложението на статистически копули?

2. Възможно ли е използването на различни критерии при k-means клъстеризацията? Ще доведе ли това до подобрене в резултата?

V. Обобщено заключение и становище

Върху дисертационния труд може да се постави **положителна** оценка. Налице е **успешна докторантура** довела до **качествено изследване и научни публикации** в предвидения срок. Дисертационният труд е завършено научно изследване с **широка приложимост** в науката, обучението и практиката. Неговият автор е научен изследовател с доказани **качества**, международна **репутация** и научни **изяви** далеч надхвърлящи минималните наукометрични критерии. В заключение, предлагам научното жури да **присъди** образователна и научна степен „доктор” по докторска програма „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка” (финанси) на докторант Калоян Ангелов Петков с докт. № *D010214133* и научен ръководител доц. д-р Александър Ганчев.

24.10.2017 г.

Гр. Свищов

Рецензент:


(Проф. д-р Андрей Захариев)