

Рецензия

от: **проф. д-р Димитър Христов Тенчев**

с научна специалност : 3.8 Икономика и управление

Относно: Изработване на Рецензия на дисертационен труд и участие в научно жури за придобиване на ОНС „Доктор“ в област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки, професионално направление 3.7. Администрация и управление; научна специалност „Администрация и управление (Бизнес администрация)

Основание за представяне на рецензията/становището: Заповед №21 от 31.01.2022 г. на ректора на Международното Висше Бизнес Училище, гр. Ботевград

Автор на дисертационния труд: **КАТЕРИНА НИКОЛОВА ПАНКОВА**

Тема на дисертационния труд: „ **Управление на риска при дългосрочни проекти в бизнес-среда с помощта на реални опции и лизинг**

I. Справка за кандидата

Докторантката, според представената автобиография, притежава необходимата квалификация и е завършил подходящи обучения в контекста на тематиката на представения дисертационен труд – Бакалавър – Бизнес администрация (Международни отношения) към Югозападен университет „Неофит Рилски“, Магистър Бизнес администрация, УНСС. От 2019 се обучава в ОНС Доктор по професионално направление 3.7 Администрация и управление, научна специалност Администрация и управление към МВБУ Ботевград.

Притежава и богат административен опит в поддръжката на работата на мениджмънта на различни организации.

Участвала е в различни курсове и събития на международни организации.

Тези й знания и опит дават възможност за научна изява и развитие в областта на избраната като тема дисертационна разработка.

II. Обща характеристика на дисертационния труд

Дисертационният труд е разработен и структуриран в три глави, въведение и заключение и едно приложение в общ обем от 186 стр. Оформен е според БДС с логическа проследимост на развитието на разсъжденията и подкрепени с подходящи коментари, примери и аргументи. Посочени са 142 литературни източника, от които 78 на кирилица и 64 на латиница. В дисертационният труд са приложени 37 таблици и 5 фигури.

Спазен е релевантна пропорционалност между обемите на трите части: първа глава е в обем от 54 стр., втора – 49 стр. и трета глава – 53 стр.

Във Въведението са формулирани адекватно целта, задачите, предмета, обекта, изследователската теза и хипотезите на разработката. Те по категоричен начин дефинират нейната актуалност и подпомагат последователното излагане на проведените проучвания и изследвания, анализа на резултатите, обобщенията и формират основата за разработване на релевантни насоки и препоръки.

Предметът на изследването - методологията на съвременните тенденции при управлението на риска в дългосрочните проекти с отчитане на особеностите на етапа от тяхното развитие на базата на особеностите на капиталовите потоци в условията на използването на опциите и лизинга и произтичащите от това рискове и заплахи за инвестиционната дейност, е акуратно формулиран и дава коректна яснота на цялостния процес на разработка.

Обектът на изследването са рисковете при инвестиционните проекти в реалната икономика в действаща компания - BioPharmG Int. , чиято дейност е насочена към разгръщането на потенциала на биологичната наука за пациенти страдащи от сериозни заболявания е релевантен, предвид високата актуалност на проблематиката със здравните грижи в световен и регионален аспект.

Изследователска теза, формулирана в дисертационния труд, а именно че управлението на риска в инвестиционни проекти в контекста на неговото минимизиране е възможно чрез използването на реални опции и лизинг дава обширно поле за изследване на различни дейности с такъв характер, някои от които са представени във формулираните три работни **хипотези**.

Хипотеза 1.

Необходимост да се прекрати проекта, когато неговото изпълнение става неизгодно за инвеститора;

Хипотеза 2.

Дейност, когато в момента изпълнението на проекта е неизгодно, но в перспектива може да се очаква подобряване на пазарната ситуация;

Хипотеза 3.

Варианти на решения: първо решение - лизингов договор до края на срока или второ решение - лизингов договор и комбинирана реална опция за връщане на предмета на лизинга в първата година при неблагоприятно развитие на събитията и реална опция за неговото изкупуване в първата година при благоприятно развитие на събитията.

По мое мнение Хипотеза 3 би могла да се декомпозира на Хипотеза 3 и Хипотеза 4, в които биха могли да се формулират описаните два вида решения самостоятелно.

Целта на дисертационния труд е да се осъществи анализ и оценка на теоретичните и приложните аспекти, проявяващи се като тенденции в развитието на риска в инвестиционната дейност при новите икономически и финансови

реалности. Отчитайки ги да се установят нови проблеми, отнасящи се до неговото управление в дългосрочните проекти с помощта на реалните опции и лизинга

Задачите, определени за изпълнение за постигане на така формулираната цел:

1. Проучване и анализ на разработените и прилагани в теорията и практиката подходи за управление и минимизиране на риска.
2. Установяване на причинно – следствените връзки между слабостите и заплахите, произтичащи от евентуално неадекватно управление на риска.
3. Разкриване на потенциалните възможности за оптимизиране управлението на риска, диктувано от съвременните реалности, по примера на „BioPharmG Int. “.
4. Анализ и оценка на възможни инструменти за оптимизиране управлението на инвестиционния риск, като се отчитат ограничените финансови възможности на по-малките фирми.

Тези цели са адекватно формулирани и спомагат за системно проследяване на хода на работата по постигането ѝ.

2.1. Актуалността на разглежданата проблематика, е адекватно обоснована. Инвестиционната дейност е тази която генерира нови възможности за фирмите, чрез продуктови и технологични иновации и същевременно е подложена на множество рискове от всякакъв характер, Вземането на управленски решения в условията на неопределеност на бизнес средата, а напоследък и в политически и здравен контекст повишава отговорността на мениджърите на нови и още по-сложни нива.

Имплементираният проектен подход в инвестиционната дейност в съвременните условия, безусловно успява да обхване в цялостност всички аспекти на управлението и реализирането на проекти, но турбулентната среда представя постоянно предизвикателства за гъвкаво справяне с появата на очаквани и неочаквани събития, които застрашават планираните резултати.

Успешното прогнозиране на рисковете и прилагането на подходящи действия за минимизиране на тяхното неблагоприятно влияние подчертават високата актуалност на представената разработка.

Дефинираните ограничения на изследването аргументирано открояват както подходите за неговото провеждане, така и характера на получените резултати.

2.2. Степен на познаване на проблема.

Авторката демонстрира задълбочено познаване на тематиката и свързаните с нея проблеми.

Първа глава е посветена на изследване на ключови понятия свързани с характерните аспекти на риска и неговото управление по принцип. Самото изследване не е самоцелно, а то е проведено интегрирано с параметрите на

инвестиционната дейност в контекста на дългосрочните проекти. Отчетени са факторите на определеност и неопределеност на появата на рискове и в тази връзка обвързването им с вземането на адекватни управленски решения.

Направена е релевантна корелация между рисковите фактори и рисковите решения, като са систематизирани измерителите на риска и критериите за неговата оценка.

Задълбочено е разгледан концептуалният тандем риск и неопределеност. Идентифицирани са характеристиките на отстранимата и неотстранимата неопределеност и тяхното влияние върху решението и поведението на мениджърите в зависимост от икономическите сектори в контекста на бъдещите очаквани бизнес резултати.

В същата насока са коментирани и предпоставките за вземане на рискови решения на основата на приблизителна представа за развитието на бизнес средата, второ на базата на модели за отчитане на непредсказуемата и предсказуемата неопределеност и трето, че и двете имат изключително субективен характер и на практика не могат да бъдат проверени и доказани към текущия момент.

Докторантката изпълнява едно от основните очаквания при разработването на дисертационен труд, а именно да прилага и демонстрира критично мислене като интерпретира познатото знание през призмата и в контекста на целите на своя труд.

Наред с това, смея да твърдя, че в разработката е доловена и разграничена разликата между финансовите пазари и реалния бизнес по отношение на факторите за възникване на рискове и тяхната обективна или субективна оценка при вземането на конкретни решения.(стр. 20-21)

Системното изследване на теорията за риска и предпоставките за неговото възникване, както и подходите при вземането на решения за минимизиране на неговото влияние върху бъдещите полезни резултатите, логично довежда до обобщаване на концепциите и до появата на новото понятие в исторически план - Управление на риска,(Risk Management)

Специално внимание докторантката обръща на рисковете в реалния сектор на икономиката.

Бих се спрял на една прекрасна интерпретация (стр. 26) на очакваните резултати от сбъдването на нежелано събитие, идентифицирано като риск, който е възможно да доведе до загуби или банкрут и сполучливото противопоставяне на това възприемане като позитивен шанс за оцеляване или достигане до желаните резултати. Позволявам си да вметна, че би могло да има и „по-смело“ твърдение, а именно че риск означава и възможност за значително по-добри резултати.

Така или иначе, съвсем адекватно е изведено твърдението че в условията на реалната икономика, управлението на рисковете би трябвало да се осъществява чрез моделирането на разпределението на бъдещите резултати в условията на неопределеност.

ВЪПРОС: Разглежданите фактори и правила как се отнасят за средния и дребен бизнес, където мениджърите не познават риск мениджмънта, бизнес средата, липсват капитали и сигурност и най-вече смелост за дългосрочни инвестиционни проекти? Какво би ги посъветвала?

По отношение на неизвестните рискови фактори. Систематизирани са такива, които реално действат на пазара – цени, конкуренти, цени на суровини, нови технологии и продукти. Като четвърто някак си нелогично са намесени и фондовите борси с цените на акциите, като това не е адекватно интегрирано с факторите на реалния сектор в икономиката (стр. 31). Вероятно по отношение на бизнес проекти в реалния сектор би трябвало да се отчете привлекателността на проекта за потенциални инвеститори, но като цяло за ценовия риск изглежда ненапълно изяснено.

Прави впечатление успешният опит за систематизиране на рисковите фактори – странови, производствени, субективни, селективни, кредитни и прочее (стр. 29-38).

Позволявам си да задам един провокационен въпрос. Съществуващите квоти – въглеродни емисии, представляващи форма за овъзмездяване на обществото за направено замърсяване в реалната икономика все по-често се използва като борсов инструмент. „Хитри“ инвеститори закупуват такива квоти и после ги търгуват. Към кой от изброените и систематизирани рискови фактори би било удачно те да бъдат отнесени?

В разработката са коментирани и възможните стратегии за вземане на рискови управленски решения. Задълбочено са разгледани характера на рисковете и въз основа на това са посочени двете ключови стратегии – настъпателна и защитна. Адекватно са интерпретирани релациите между характер на риска и подходящата стратегия за неговото отчитане и управление. Направена е успешна аналогия между управлението на риска в реалната икономика и управлението на портфейл с финансови активи – акции и облигации. В контекста на изложението са изведени особеностите на управлението на рисковете в реалната икономика, и наред с това са представени редица методи за тяхното управление.

Специално внимание авторката е насочила по отношение на методите и критериите за вземане на рискови решения от мениджмънта. Коментирани са статистическите редове, като основа за екстраполация за прогнозиране на поведението на наблюдаван параметър и релацията с вземането на решение. Бих си позволил да предложа на Катерина Панкова да се запознае с книгата „Черния лебед“ на Насим Талеб, където именно тази взаимовръзка е чудесно интерпретирана и критикувана.

Напълно резонно авторката е извела заключение, че независимо от съществуващите методи, техники и инструменти, най-силно влияние върху вземането на окончателното решение по отношение на отчитането и управлението на даден риск имат психологическите нагласи и в известна степен емоционалната компонента.

Като известна слабост си позволявам да посоча липсата на систематизирани изводи след края на първа глава, в които обикновено се

извеждат съвсем кратко основните акценти и резултати от литературния обзор, независимо че в целия текст собственото мнение е ясно подчертано.

Глава втора разглежда Аналитичните методи и подходи за отчитане и обосноваване на рисковете при дългосрочни инвестиционни проекти.

Систематизирани са два типа методи – преки и косвени, като към първите са представени дърво на събитията и сценариите за общо развитие на бизнес средата, а към вторите основно е поставен акцентът върху Анализ на чувствителността към риска.

Демонстрирано е адекватно собствено мнение относно това, че е по важно да се отчитат областите на промени във вътрешните фактори, които мениджмънта може да управлява, отколкото да се оценява само относителната чувствителност на проекта по много на брой фактори.

Във връзка с количествената оценка на устойчивостта са представени аналитичния и имитационния подходи. Релевантно са коментирани техните предимства и недостатъци за реалната практика, трудностите при прилагането им и степента на достоверност на получените резултати при тяхното прилагане.

В тази връзка си позволявам да задам следния въпрос. Има ли авторката информация за това каква част от мениджърите, особено на малките и средни предприятия в България ползват тези методи при управлението на своите организации.

В контекста на съвременето, по-голямо внимание е обърнато на имитационните подходи и в частност на дискретния анализ и метода Монте Карло. По отношение на последния са разграничени седемте етапа в процеса на прилагането му

Съвсем подходящо, докторантката интерпретира теоретичните постановки в пример, свързан с обекта на изследването – BioPharmG Int.

Коментарите относно получените резултати и аспектите по отношение на прилагането и на двата подхода са напълно коректни и адекватни.

По отношение на измерването на риска в проектите (стр. 89), са представени 4 основни показатели за това – Средно или очаквано разпределение на Нетната настояща стойност на проект; Дисперсия; Стандартно отклонението на разпределението и Коефициент на вариациите.

За определянето на рисковете в дългосрочни инвестиционни проекти, като подходящи, авторката разглежда и обосновава за тяхната адекватност, два метода – Дърво на събитията и Метод на сценариите за бъдещо развитие на икономиката. И по отношение на двата е направено коректно описание на техния смисъл и процес на прилагане.

Отново напълно адекватно са интегрирани параметри от дейността на обекта на изследването при примерното представяне на приложението на методите в контекста на реалната икономическа дейност.

Авторката напълно адекватно обосновава факта, че отчитането, определянето и измерването на риска при проектите почива на експертно мнение на мениджъри или специалисти. В същия контекст е и факта, че предприемането на различни стратегии за управление на рисковете също почива на експертиза и в не малка степен на психологически и емоционален заряд. В тази връзка си мисля, че е удачно да бъде обърнато внимание или поне споменати два ключови метода – Мозъчна атака и Метод Делфи. Очевидно е, че чрез тях се постига по-висока достоверност на оценките и решенията, най-малкото защото се намалява субективизма и психологическото и емоционално влияние.

Ще ми се да отбележа, че направените междинни заключения (например стр. 100) и други, е подходящо да бъдат изведени като основни резултати в края на тази глава, за да се открият както основните изводи и резултати, така и демонстрират някои от приносните моменти в разработката.

Трета глава разглежда възможни практически подходи за управление на рисковете в дългосрочни инвестиционни проекти. Още от самото начало авторката напълно коректно обосновава, че на практика е невъзможно да се предвидят промените в заобикалящата бизнес среда и в този смисъл обикновено се налага актуализиране на параметрите на проектите в хода на тяхното реализиране, т.е. оперативното управление в контекста на рисковете, които ги застрашават.

Споделени са три дискуссионни насоки на управленските решения – продължаване или спиране на проекта; осъществяване на корекции за повишаване на стойността на NPV и Намаляване на рисковете по проекта чрез диверсификация на дейностите или допълнителни инвестиции.

Представени са три вида стратегии за управление на риска – защитна, атакуваща и комбинирана и акуратно са идентифицирани параметрите на всяка една от тях със съответните предимства и недостатъци.

Прави добро впечатление успешния опит за интегриране на теорията с разглеждания казус на BioPharmG Int. На базата на представените стойности, са направени адекватни допускания, изчисления, анализи и заключения по отношение на възможните действия за реакция при благоприятно или неблагоприятно развитие на ситуацията. Смяя да отбележа, че казусът с фирмата много успешно е вплетен в цялата разработка, като това прекрасно онагледява работната теза и хипотези, дефинирани във Въведението.

По отношение на прилагането на реални опции са разгледани – Контрактни реални опции и Вътрешни (вградени) реални опции. Идентифицирани са характеристиките им и по подходящ начин са систематизирани техните възможни реализации както по принцип, така и конкретно по отношение на казуса, обект на изследването. Коментирани са аспекти като вътрешна и външна гъвкавост на проекта, за да бъдат по-задълбочено обосновани подходящите решения за управление на риска.

Авторката предлага различни варианти на реални опции (стр. 131 – 132) – излизане от проекта; разширяване на проекта; адаптиране на задълженията по проекта; операционни и гъвкави опции; комбинирани опции, в контекста на коментирани по-рано възможни ситуации.

Позволявам си да задам следния въпрос. **В настоящата икономическа обстановка в страната конкретно в сектора строителството, коя опция би препоръчала докторантката да бъде прилагана?**

В направените коментари по отношение на прилагането на различни опции за ключов критерий е приета Нетната настояща стойност на проекта, което според мен е правилно, тъй като се използва един и същ показател за оценка на различните варианти и получените резултати са релевантни и съпоставими. Допълнителен плюс в тази връзка е и апликирането на постановките по отношение на един и същ казус – фирмата BioPharmG Int. Смяя да твърдя, че приложения математически апарат е адекватно използван и изводите на базата на получените резултати са релевантни.

Иска ми се да подчертая, че в цялата разработка ясно се подчертава субективизма и индивидуалната преценка както на мениджърите, така и на инвеститорите (кредитодатели, лизингодатели и др.) по отношение най-вече на бъдещото развитие на икономическата обстановка, което е и основата на която се прилагат възможните опции и лизингови взаимоотношения. Наличието на разминаване в тези оценки – благоприятно и неблагоприятно развитие, като цяло е основа за конфликт на намеренията и реалното имплементиране на проекта. Вградените опции са извън тези проблеми, което е добре обосновано в текста.

Какви подходящи действия би препоръчала докторантката за повишаване на доверието между страните в този контекст?

Сериозно внимание авторката обръща на лизинга като начин за управление на риска в проектите. Разгледани са видовете лизинг и са коментирани техните ключови аспекти. В хода на коментарите са съпоставени два варианта за реализацията на проекта чрез лизинг или чрез банков кредит, като са изведени предимствата и недостатъците им.

Ще ми се да спомена, че по отношение на лизинговите вноски се коментират предимно аспектите на ННС. Бих задал следния въпрос. **При придобиването на ДМА чрез лизинг, как би трябвало да се интегрират разходите свързани със застраховането им, гаранционните ремонти при аварии, сервизната поддръжка и прочее?**

Позволявам си да подчертая позитивното си отношение по повод умелото интегриране на реалните опции с лизинговите характеристики чрез метода на Дърво на събитията при анализа и оценяването на рисковете в обекта на изследването.

Отново при лизинговите договори, независимо от формата – финансов или оперативен лизинг се проявява ситуацията със субективната преценка за бъдещето и свързаните с това желаниа и очаквания на лизингодателя (максимизиране на печалбата) и лизингополучателя (минимизиране на разходите). Естествено и двете страни имат едно общо желание – рисковете по съответния проект да бъдат сведени до минимум, но така или иначе се появява сблъсък в разбирането и подходите за постигане на последното. В казуса са разиграни варианти на комбинирание на реални опции и условия в лизинговия договор. **На базата на получените резултати, може ли да се избере един принципно универсален подход, приложим за други проекти от практиката?**

В последната част на дисертационния труд са направени изводи и посочени заключения, които обобщават в значителна степен постигнатото в хода на изследването и анализа във всяка една от главите. Те са конкретни, компактно представени и създават представата за **макроинтегративна** рамка за анализиране, оценяване и начини за управление на рисковете в проектите.

Предложените практически действия за справяне с рисковете при работа по проектите относно представянето на BioPharmG Int. са насочени преди всичко към хората, които имат отношение към процесите на събиране на информация, анализи, вземане на решения и прилагането на такива в този контекст. Основните изводи от проиграните изчислителни варианти не са посочени експлицитно.

Би било хубаво по категоричен начин да се посочи дали работната теза и свързаните с нея хипотези се потвърждават или отхвърлят, дали е постигната целта на разработката и дали са решени всички поставени в началото задачи.

III. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Като цяло, получените резултати са адекватни, обективни и наистина показват системност и логичност на проведеното изследване. Формулираните

изводи и насоки за съответните действия са в унисон и потвърждават тяхната релевантност.

IV. Оценка на получените научни и научно-приложни приноси

Представени са 4 научни и научно-приложни приноса. Те не са разграничени според характера им в две групи. По мое мнение те всичките имат най-вече **научно-приложен характер**, (в контекста на анализа и синтеза на съществуващото научно познание в областта, относно критерия **Обогатяване на съществуващите научни знания**)

Бих си позволил да добавя още един (пети), който по мое мнение е съществен и придава по-пълна завършеност на изследването и резултатите.

- ❖ Предлагане на **макроинтегративна рамка**, включваща подходи, начини, техники, критерии и прочее за анализиране, оценяване и начини за управление на рисковете в проектите.

V. Оценка на публикациите по дисертационния труд

Представен е списък с 3 публикации по темата на дисертационния труд. Бих могъл да заявя, че те кореспондират със съдържанието на дисертационния труд и представят основни акценти от него пред научната гилдия.

VI. Оценка на автореферата

Авторефератът е представен в изискуемия вид, обем и отчита най-съществените елементи от разработката.

VII. Критични бележки, препоръки и въпроси

Като препоръки си позволявам да предложа на автора в негови следващи творчески изяви след края на всяка основна част (глава) да извежда основните акценти, изводи, постижения. По този начин се постига по-пълно разбиране и разграничаване на резултатите в хода на работата, и се подчертава и изпълнението на задачите в съответния контекст.

Искам твърдо да потвърдя, че разработката е високо стойностна и с много ползи за управлението както на инвеститорите, така и за мениджърите и/или собствениците на организации, работещи чрез дългосрочни проекти и за които е важен рискът като неизбежен фактор при тяхната реализация. Направените критични бележки в никакъв случай не намаляват ценността на проведените проучвания и изследвания и не омаловажават постигнатите резултати.

Препоръката ми за добавяне на още един съществен научно приложен принос произтича от широкообхватния характер на разработка. Сигурен съм, че с не много усилия чрез последователно структуриране във вид на стъпки би могло да се подреди последователно и логически издържано целия процес от идентификацията на рисковете, през оценяването на тяхната значимост, предлагането и отхвърлянето на варианти с комбинации от реални пазарни опции и/или лизингови контракти, като макроинтегративната рамка би могла да се превърне в структурирана методика за релевантно управление на риска в дългосрочни проекти.

Позволявам си да предложа дисертационният труд след адекватно структуриране да бъде издаден като учебник или дори приложно ръководство за управление на риска при дългосрочни проекти.

Въпросите, които бих задал са формулирани в текста и не смятам, че е удачно да ги извеждам отново.

VIII. Обобщено заключение

В заключение искам да декларирам своята **положителна оценка** за представения от **Катерина Николова Панкова** дисертационен труд.. Той отговаря на изискванията на ЗРАСРБ и Правилника на МВБУ Ботевград и покрива наукометричните показатели за придобиването на образователна и научна степен "доктор".

Позволявам си да предложа на почитаемото Научно жури да **гласува положително и да присъди** на **Катерина Николова Панкова** образователна и научна степен „Доктор“ по професионално направление 3.7. Администрация и управление; научна специалност „Администрация и управление (Бизнес администрация)

Дата: април, 2022 г

Подпис: