

СТАНОВИЩЕ

От доц. д-р Камелия Боянова Асенова

УНСС

Научно направление: 3. Социални, стопански и правни науки

Професионално направление: 3.8 Икономика

относно дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ на тема: **Проблеми при оценяване на справедливата стойност на публични компании и повишаване на нейната обоснованост**

с автор: **Стефани Георгиева Андреева**

Научен ръководител: **проф. д-р Ренета Димитрова**

Дисертационният труд е с общ обем от 231 страници и се състои от заглавна страница, съдържание, списък на използваните съкращения, списък на таблиците, списък на фигурите, увод, изложение в три глави, заключение, използвана литература. Съдържа 54 таблици и 22 фигури. Библиографията включва 91 литературни източника и научни статии, както и 24 интернет източника.

1. Значимост на изследвания проблем в научно и научно-приложно отношение.

Дисертационният труд на тема: Проблеми при оценяване на справедливата стойност на публични компании и повишаване на нейната обоснованост разработва проблем, който е актуален и значим както в научно, така и в научно-приложно отношение. В условията на динамично развитие на капиталовите пазари, нарастваща несигурност и повишени изисквания към финансовата отчетност и корпоративното управление, въпросите, свързани с оценяването на справедливата стойност на публичните компании, придобиват особена важност. Обосноваването определяне на справедливата стойност е от съществено значение за инвеститори, мениджъри, финансови анализатори, одитори и регулаторни органи. Изследването допринася за развитието на теоретичните постановки и за усъвършенстване на практическите подходи при оценяване на публични компании.

2. Обоснованост на целите и задачите в дисертационния труд.

Целта на дисертационния труд е ясно формулирана и логически произтича от изследователския проблем. Поставените задачи са последователно структурирани и насочени към постигането на основната цел: разработването на методология за оценка на публични компании, която стъпва върху класическите принципи на метода DCF, но ги надгражда чрез количествено моделиране на несигурността. Задачите обхващат както теоретичния анализ на съществуващите подходи и методи за оценяване на справедливата стойност, така и идентифицирането на проблемните области и възможностите за повишаване на обосноваността на оценките. Налице е логическа връзка между предмета на изследване, поставените задачи и очакваните резултати.

3. Съответствие между избраната методология и методика на изследване и поставената цел и задачи на дисертационния труд.

Използваната методология е съобразена с характера на изследвания проблем и с

поставените цели и задачи. Прилагането на методи за сравнителен анализ, финансово-икономически анализ, оценъчни модели и емпирични изследвания позволява комплексно разглеждане на проблемите при определяне на справедливата стойност на публичните компании. Избраната методика осигурява необходимата надеждност и обоснованост на направените изводи и предложения.

Особено положително впечатление прави задълбоченият анализ на класическите модели за оценяване чрез дисконтирани парични потоци, започвайки от модела на Williams и модела на Gordon до съвременните DCF модели за оценка на собствения капитал и на фирмата. Авторката не се ограничава до представяне на съществуващите подходи, а извършва критичен анализ на техните ограничения, произтичащи от използването на детерминистични допускания за ключови параметри като растеж, рентабилност и цена на капитала.

Методологично обосновано е разграничаването на ендогенните/ на няколко места в работата са посочени като еднородни вероятно поради техническа грешка/ и екзогенните източници на несигурност, както и изследването на тяхното влияние върху резултатите от оценяването. Логично и последователно е аргументирана необходимостта от преминаване към вероятностно моделиране на входните параметри.

Разработената методология за интегриране на Монте Карло симулации в DCF моделите представлява съществено разширение на традиционния подход. Тя включва ясно дефинирани етапи: идентифициране на ключовите променливи, анализ на чувствителността, избор и обосновка на вероятностни разпределения, определяне на корелационни зависимости между променливите, провеждане на симулации и интерпретация на резултатите. Особено ценен е предложеният алгоритъм за подбор на параметрите, които следва да бъдат моделирани като случайни величини, както и аргументираният избор на различни типове вероятностни разпределения според икономическата природа на съответните показатели.

Практическата апробация на методологията чрез специализирания софтуер Oracle Crystal Ball допринася за нейната надеждност и приложимост. В резултат може да се направи заключението, че използваната методология и методика са напълно адекватни на целите на дисертационния труд и осигуряват висока степен на достоверност на получените резултати.

Силните страни на използваната методология са: 1/**ясна логическа последователност** - проследява се еволюцията от дисконтовите модели към съвременния DCF подход, ограниченията на традиционните модели са добре аргументирани и служат като основа за въвеждане на Монте Карло симулациите. 2/**Добра теоретична обосновка**- използвани са класически и утвърдени автори – Williams, Gordon, Blume, Vasicek, Pratt, Damodaran, коректно е обяснена ролята на CAPM, бета коефициента и WACC. 3/**Наличие на методологичен принос** - Основната научна стойност е концентрирана в предложената процедура за интегриране на Монте Карло симулации, правилно е поставен акцент върху идентифицирането на несигурните параметри и анализа на чувствителността. 4/**Практическа насоченост** - Обосновано е използването на Oracle Crystal Ball, представени са конкретни разпределения за различни входни променливи

Считам, че най-същественният оригинален принос на дисертационния труд е разработването на цялостна методологична рамка за интегриране на Монте Карло

симулации в DCF оценяването на публични компании. От направения преглед на литературата се установява, че подобни подходи са разглеждани фрагментарно в отделни изследвания, но липсва достатъчно подробно структурирана и практически приложима методология. Именно в тази насока приносът на авторката има оригинален характер и обогатява теорията и практиката на бизнес оценяването. Научният принос на разработената методология бих обобщила като етапи така:

- систематизиран алгоритъм за избор на променливи;
- критерии за избор на вероятностни разпределения;
- процедура за анализ на чувствителността преди симулацията;
- въвеждане на корелационни зависимости между входните фактори;
- правила за интерпретация на резултатите.

Забележката ми към докторантката е, че така обобщените етапи са разписани в дисертационния труд, но разпръснато в текста и липсва методологията като алгоритъм, за да може да се използва и при оценката на други компании.

4. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд (описание и оценка), включително наличие на оригинален принос в науката

Дисертационният труд съдържа научни, научно-приложни и приложни приноси с ясно изразени елементи на оригиналност.

По-значимите приноси според мен могат да бъдат систематизирани както следва:

Научни приноси:

- Разработена е концептуална рамка за интегриране на вероятностното моделиране в процеса на оценяване на публични компании чрез метода на дисконтираните парични потоци.
- Систематизирани и класифицирани са основните източници на несигурност при прилагането на метода на дисконтираните парични потоци, като те са разграничени на ендогенни и екзогенни фактори и е анализирано тяхното въздействие върху оценката.
- Предложена е последователна методология за избор на вероятностни разпределения в зависимост от икономическата същност на различните входни параметри на DCF модела.

Научно-приложни приноси:

- Разработена е оригинална методологична рамка за интегриране на Монте Карло симулации при оценяване на публични компании по метода на дисконтираните парични потоци.
- Предложен е практически алгоритъм за идентифициране на ключовите рискови променливи чрез анализ на чувствителността и последващото им моделиране чрез вероятностни разпределения.
- Предложена е последователна методология за избор на вероятностни разпределения в зависимост от икономическата същност на различните входни параметри на DCF модела.

Приложни приноси

- Разработената методология е успешно апробирана върху две публични компании от различни отрасли – Rivian Automotive Inc. и Vera Therapeutics Inc., което потвърждава нейната приложимост в условията на висока несигурност.

- Доказано е, че симулационно-базираната оценка позволява изграждане на доверителен интервал на справедливата стойност и по-обективно представяне на риска в процеса на вземане на инвестиционни решения.

Считам, че най-същественият оригинален принос на дисертационния труд е разработването на цялостна методологична рамка за интегриране на Монте Карло симулации в DCF оценяването на публични компании. От направения преглед на литературата се установява, че подобни подходи са разглеждани фрагментарно в отделни изследвания, но липсва достатъчно подробно структурирана и практически приложима методология. Именно в тази насока приносът на авторката има оригинален характер и обогатява теорията и практиката на бизнес оценяването.

6. Преценка на публикациите по дисертационния труд: брой, характер на изданията, в които са публикувани.

Докторантката е самостоятелен автор на 5 представени публикации, в т.ч. една студия. Публикациите са по темата на дисертационния труд и доказват личния принос на кандидатката.

7. Цитиране от други автори, отзиви в научния печат и др.

Цитирания от други автори не са известни.

8. Мнения, препоръки и бележки

Темата на дисертацията е актуална, ясно дефинирана и има добра научна логика. Основното достойнство на труда е опитът да се премине от традиционния DCF модел към вероятностен модел чрез интегриране на Монте Карло симулации при оценката на публични компании с висока несигурност. Работата демонстрира:

- добро познаване на литературата по оценяване;
- добра връзка между теория и практика;
- реално емпирично приложение върху публични компании;
- последователна методологична конструкция.

Трудът изпълнява на минималните национални изисквания и на изискванията на НБУ за придобиване на образователната и научна степен „доктор“

В текста многократно се твърди, че се използва „нова методология“. Това твърдение може да се приеме само частично. Предложената рамка представлява по-скоро:

- систематизация;
- стандартизация;
- структуриране на добри практики;

отколкото фундаментално нов метод.

Стъпките: Sensitivity Analysis; избор на входни променливи; избор на разпределения; корелации; Монте Карло симулация; анализ на резултатите; са добре известни в литературата по риск анализ, корпоративни финанси и капиталово бюджетиране от десетилетия. По-защитима формулировка за методологията би била: разработена е систематизирана методологична рамка за интегриране на Монте Карло симулации в DCF оценката на публични компании с висока степен на несигурност.

Други бележки нямам. Препоръчвам на докторанта да разшири своите публикации в бъдеще в издания, индексирани в Scopus и Web of Science.

Представеният дисертационен труд притежава изискуемите научни и наукометрични показатели. съдържа научни, научни и практико-приложни резултати, които представляват оригинален принос в науката и отговарят на изискванията на Закона за развитие на академичния състав в Република България (ЗРАСРБ) и Правилника за прилагане на ЗРАСРБ. Представените материали напълно съответстват на специфичните изисквания на Наредбата за развитие на академичния състав в НБУ. Това доказва, че докторантът може да осъществява успешно самостоятелни научни изследвания. От разработката безспорно се установява още, че той може успешно да проучва, анализира, систематизира, да осмисля и излага резултатите от научните изследвания разбираемо, логично и прецизно. Смятам, че в разработката в достатъчна степен проличават неговото научно-критично отношение и аргументираните му лични критични позиции по разглежданата проблематика.

Всичко представено до тук ми дава основание с пълно убеждение да дам своята положителна оценка за извършеното изследване, представено в рецензирания по-горе дисертационен труд, автореферат, за постигнатите резултати и приноси и затова предлагам на почитаемото научно жури **да присъди образователната и научна степен „доктор” на Стефани Георгиева Андреева в Област на висше образование 3. Социални, стопански и правни науки; Професионално направление 3. 8. Икономика; Докторска програма Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка.**

06/06/2026 г.

Гр. София

Подпис:

/ доц. д-р К. Асенова