

РЕЦЕНЗИЯ

от доц. д-р Димитър Ненков Ненков
върху дисертационен труд на тема

“УСЪВЪРШЕНСТВАНЕ ОЦЕНЯВАНЕТО НА ФИРМИТЕ В БЪЛГАРИЯ ”

на Калоян Ангелов Петков,

докторант към катедра “Финанси и кредит”,
Факултет „Финанси“ на Стопанска Академия „Д.А. Ценов“, гр. Свищов,
за присъждане на образователна и научна степен „Доктор“ (по икономика) по
докторска програма „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка
(Финанси)“

Научен ръководител: доц. д-р Александър Ганчев

I. Общо представяне на дисертационния труд

Представеният за рецензиране дисертационен труд е посветен на може би най-дискуссионния компонент при оценката на компаниите – това е цената на капитала и произтичащата от нея норма на дисконтиране. Обект на изследването са българските публични компании. Дисертационният труд е в обем от 282 страници, от които – 247 страници основен текст и 35 страници – приложения. Той включва въведение, три глави, заключение, библиография и пет приложения.

Въведението съдържа всички изисквани реквизити, в т.ч.: актуалност, цел и задачи на изследването, обект и предмет, изследователска теза. Основната цел според автора е да се усъвършенства наличният инструментариум за оценяване на български фирми, в частта за намиране минималната изискуема норма на възвръщаемост. Съгласно формулираната изследователска теза, съществуващите модели за бизнесоценяване имат нужда от значително усъвършенстване в частта на инструментариума за намиране цената на капитала и дисконтовия процент.

Първата глава съдържа 4 параграфа (основни точки) и е посветена на теоретичните основи на оценяването на фирмите. Авторът се е наел с изясняването и дефинирането на някои основни понятия и постановки. Отделено е специално внимание на еволюцията на теорията за оценяването, както и на развитието на бизнес оценяването в България. Изведени са на преден план проблемните аспекти на оценяването на компаниите, които ще бъдат във фокуса на изследването в следващите глави.

Във втора глава, отново в теоретичен план, дисертантът застъпва възможните методологически решения на проблемите пред оценяването в България. Първоначално са представени традиционните методи за определяне цената на собствения капитал. След това е анализирана необходимостта от включване на регионална премия за риск, както и някои възможни начини на нейното определяне.

В тази връзка авторът представя BARRA моделите и модела на франчизната стойност. Демонстриран е сериозен критичен преглед на специализираната литература в тази област.

Трета глава представлява изследване на дисертанта в практически план и е с най-сериозна тежест за дисертационния труд. Тази част започва с търсенето и представянето на доказателства за регионалната рискова премия. Вторият параграф представя резултатите от приложението на модифицирания модел BARRA за пет български публични акционерни дружества, след което същото е направено и по отношение на модела на франчизната стойност. На тази база дисертантът извежда и минимално изисквана норма на възвръщаемост от обикновените акции на всяко едно от анализиранияте дружества.

Заклучението ясно и стегнато обобщава резултатите от изследването и систематизира направените изводи.

Използвани са 127 литературни източници, от които 110 писмени (87 чуждестранни и 23 – български), 12 електронни и 5 нормативни.

Петте приложения внасят допълнителни пояснения и доказателства на твърдения в изложението.

II. Преценка на формата и съдържанието на дисертационния труд

По отношение на актуалността на темата

По всичко личи, че темата е актуална и с практическа значимост за развитите капиталови пазари, а в още по-голяма степен за формиращите се и развиващите се пазари като българския. Независимо от дългогодишните изследвания по темата, на основните застъпени проблеми определено не е даден еднозначен и категоричен отговор.

По отношение на структурата на дисертационния труд

Дипломната работа се отличава със стегната и издържана структура. Трите глави са подредени в логическа последователност, съответстваща на темата, в търсене на подходящи модификации на някои от съществуващите модели с цел определяне цената на собствения капитал на компаниите на българския пазар.

По отношение на обект и предмет на изследване, цел и задачи, изследователска теза

Във връзка с предмета на изследването авторът съвсем коректно е подчертал, че то е насочено към най-спешната нужда от усъвършенстване на съществуващите модели за бизнес оценяване. Предметът на изследване съответства на обявената цел, за постигането на която са поставени осем конкретни задачи. Изследователската теза е ясно формулирана.

Степен на разработеност на изследвания проблем

Дисертацията определено съдържа изследване на нерешени проблеми от научен и научно-приложен интерес. Реферираният внушителен брой изследвания по темата и коментарът на техните резултати, допълнителните емпирични изследвания от страна на автора (в трета глава) показват, че по отношение на предмета на изследване от няколко десетилетия съществуват интензивни дискусии и противоречиви виждания. Остават сериозните различия относно цената на капитала и правилните методи за нейното определяне. Въпросите определено се нуждаят от продължаващ анализ, включително тези от тях, върху които дисертантът е съсредоточил своето внимание.

По отношение познаването на предметната област

Докторантът е демонстрирал отлично познаване на литературата по предметната област и умение да работи с литературните източници. Осъществен е внушителен преглед на специализирана литература. Застъпени са както чуждестранните автори – предимно на английски, така и българските, които са писали в тази област. Литературните източници са посочвани и цитирани коректно на съответните страници. Сам по себе си, осъщественият теоретичен преглед свидетелства за сериозна работа по дисертацията. Очевидно е, че докторантът е навлязъл дълбоко в предметната област, което му предоставя благоприятни възможности за задълбочен анализ, за добре обосновани изводи и препоръки и в крайна сметка, за открояване на конкретни приноси моменти в научен и научно-приложен аспект.

Стилът е преобладаващо научен, липсват ненужни описания, акцентът е върху дискусийни въпроси. Авторът е демонстрирал отлични познания и умения за боравене със съвременния инструментариум на статистиката и иконометрията.

Дисертационният труд е много добре онагледен с достатъчно на брой, подходящо оформени таблици и графики - включени са 55 фигури и 18 таблици. След всеки параграф дисертантът представя съответните изводи и обобщения.

Дисертационният труд като цяло отговаря на изискваната форма. Авторефератът е изготвен в съответствие с изискванията и е изпълнил своето предназначение да представи съществените аспекти на дисертационния труд.

Дисертантът е представил справка за осем публикации по темата, няколко от които по същество представляват части от дисертационния труд.

III. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд

Представеният научен труд предлага по-нататъшно развитие на съществуващите в теорията и практиката методи и модели за определяне цената на капитала, особено в условията на развиващи се и формиращи се капиталови пазари. Постигнати са интересни резултати със значимост в научен и научно-приложен аспект.

Дисертантът е открил 6 научни и научно-приложни приноси. По-специално впечатление правят: предложената клъстеризация на капиталовите пазари, установяването на положителна корелация между пазарите, извеждането на модифициран бета коефициент посредством BARRA US E3 рисков модел. Приемам посочените в автореферата основни научни и научно-приложни постижения на дисертационния труд с приносен характер за коректно формулирани, изхождайки от действително изпълненото в дисертационния труд.

IV. Критични бележки, въпроси и препоръки по дисертационния труд

Бележки и препоръки

1. Формулировката на темата създава очаквания за по-цялостен анализ на моделите за оценка като такива. Същевременно изследването в съществените си аспекти е съсредоточено върху само един от основните компоненти на съвременните модели – цената на капитала (нормата на дисконтиране). Голяма част от първата глава се занимава с други компоненти на оценяването, които впоследствие остават извън обхвата на изследваните въпроси.
2. Подробното разглеждане на теоретичните основи и методологичните проблеми на оценяването предполага поне кратък критичен коментар на някои от по-известните класификации на подходите, методите и моделите за оценка на компании. Това би внесло по-голяма яснота при представяне на развитието на подходите в исторически план.
3. Голяма част от абривиатурите са използвани без първоначалното изясняване на значението им. Не е най-уместно термините на английски да се изписват само на английски. Трябва да им се потърси подходящ смислов превод/еквивалент на български (макар това понякога да е много трудно) и оригиналният термин на английски да бъде добавен в скоби след превода.
4. Не считам за коректно в дисертационен труд на български език част от формулите и таблиците да са изцяло на английски език.
5. На отделни места в дисертационния труд би могло по-категорично да се изтъкне собствената позиция на автора, понеже той има такава, както и достатъчно познания и основания да я изрази авторитетно. Дискусионният стил би могъл допълнително да се разшири върху части от дисертацията.
6. В отделни случаи, в стремежа за твърде кратък изказ, се стига до твърде неточни и объркващи твърдения, като например на стр. 47 – „...в нетната печалба влизат приходи/разходи, които нямат парично изражение“.
7. По отношение на дискутираните модели за оценка могат да се направят бележки от по-частен характер, като например:
 - а. Изходящите парични потоци за възстановяване на активите и за разширяване на дейността са равни на CAPEX (при равни други условия), а не на (CAPEX-Dep_r). Последните (в скобите) в

действителност са нетните инвестиции, т.е. само тази част от CAPEX, която се финансира за сметка на нетната печалба.

- b. Модел (формула) 7 на стр. 50 за определяне на свободния паричен поток за фирмата (FCFF) има една сериозна неточност, а именно, че при определянето на този паричен поток следва да се игнорира изменението на дълга (Debt Issued – Debt Repaid). Това е втората му съществена разлика със свободния паричен поток за акционерите (FCFE).
 - c. Интерпретацията на „оперативните разходи“ във фигури 3 и 4 (на стр. 55 и 56) като такива, които не включват разходите за производство, е малко смущаваща.
 - d. Във формула 10 на стр. 57 липсва ключов компонент от стойността (V) – това е размерът на инвестирания собствен капитал. Сумата от дисконтираните бъдещи остатъчни доходи (RI) по години дава не цялата, а само допълнителната стойност над стойността на инвестирания собствен капитал.
 - e. На стр. 86 и 87 са изтъкнати два довода за дисконтиране на бъдещите парични потоци – инфлация и риск. В действителност има и други съществени доводи за това.
 - f. На стр. 88 се твърди, че цената на собствения капитал е най-правилният „инструмент“ за дисконтиране. На няколко места неподходящо се употребява терминът „инструмент“.
8. Работата се нуждае от сериозна езикова редакция, понеже изобилства от технически и граматически пропуски, в т.ч.: неправилно поставяне на кратък и пълен член, несъгласуване за число (единствено и множествено) и за род, масово пропуснати предлози, съюзи, и др. части на изречението, в резултат на което на доста места мисълта става неясна. На така представения вариант очевидно не е правена редакция с полагащото се внимание.

Въпроси към дисертанта

- 9. Защо ниската волатилност на пазарите от групата на България след 2012 г. се изтъква като един от основните проблеми да постигнат каквото и да е възстановяване? (стр. 171).
- 10. Как ще обясни дисертантът обстоятелството, че получената цена на собствения капитал за петте изследвани български компании се оказва по-ниска от тази на развити и зрели капиталови пазари като американския (за 4-те компании по-ниска от 6%, а в някои от случаите под 5% и дори под 4%). Това противоречи на теоретичната постановка в предходните глави за необходимостта от премия за странови риск за пазари като българския.

V. Обобщено заключение и становище

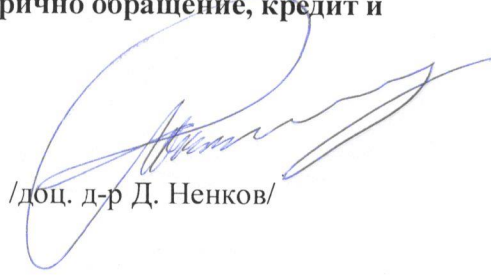
Независимо от направените по-горе бележки и препоръки представеният дисертационен труд притежава необходимите качества, за да бъде успешно защитен според изискванията и процедурите, предвидени в ЗРАСРБ.

Като имам предвид всичко изложено дотук, извършената сериозна научно-изследователска работа и демонстрираното от докторанта задълбочено познаване на предметната област, уменията за самостоятелен теоретичен и емпиричен анализ, постигнатите научни и научно-приложни приноси, считам:

Представеният дисертационен труд притежава сериозни научни достойнства, които ми дават основание да заявя положителното си становище „ЗА“ присъждане на докторанта **КАЛОЯН АНГЕЛОВ ПЕТКОВ** на научно-образователната степен „ДОКТОР“ по професионално направление „Икономика“, по научна специалност „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка“.

26.10.2017 г.

Рецензент:


/доц. д-р Д. Ненков/