

До
Членовете на Научно жури
СА „Д. А. Ценов“
Катедра „Финанси и кредит“

РЕЦЕНЗИЯ

на член на научно жури, определено със Заповед № 566/ 20.07.2020 г. на Ректора на СА „Д. А. Ценов“ – Свищов
относно дисертационен труд за присъждане на ОНС „доктор“

Рецензент: доц. д-р Ваня Денчева Цонкова, катедра „Финанси и счетоводство“, ВТУ „Св. св. Кирил и Методий“, научна специалност „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка“

Автор на дисертационния труд: докторант Николай Тодоров Здравков, D020218159, по докторска програма „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (финанси)“

Тема на дисертационния труд: „Управленски финансов анализ при дистрибуцията на застрахователни продукти и услуги“

Научен ръководител: доц. д-р Стоян Проданов

I. Общо представяне на дисертационния труд

1. Предмет

За предмет на изследване в дисертационния труд се определя „управленския финансов анализ, прилаган в застрахователните брокерски фирми и служещ за основа за вземане на стратегически и тактически решения при мениджмънта на тяхната дейност с оглед максимализиране на фирмената стойност.“. На тази основа се формулира целта – „да се изследва от теоретична, методологическа и емпирична гледна точка бизнесът на застрахователните посредници и да се предложи модел за управленски финансов анализ, стъпващ на концепцията за максимализация на фирмената стойност“, както и се поставят пет научноизследователски задачи.

Изследването се основава на аргументирането на максимализацията на стойността като цел на финансовия мениджмънт, в т.ч. и на застрахователните посредници, на демонстриране на комплексен модел за анализ и оценка на фирмената стойност и на неговото тестване върху голям български застрахователен брокер .

Авторовата теза е вярно, задълбочено и разгърнато построена – „Ефективното управление на застрахователна посредническа фирма изисква изграждане на модел за управленски финансов анализ, който да е основан на концепцията за максимализация на фирмената стойност и да отразява както традиционната консервативност на сектора, така и динамиката на финансово-икономическата среда и променящите се регулации.“ (с. 7-8)

2. Обем

Дисертацията е в обем от 178 стандартни страници.

3. Структура

Дисертацията се състои от въведение, изложение в три глави, заключение, списък на литературата. В изложението са включени 15 фигури и 34 таблици.

Във **въведението**, на фона на обосноваване мястото и ролята на застрахователните посредници на застрахователния пазар, докторантът формулира обекта, предмета, целта, задачите на изследването, поставя защитаваната в изложението теза, както и две работни хипотези (де факто те са три, посочени и тествани във всяка от трите глави).

В глава първа се тества първа работна хипотеза – „Дистрибуцията на застрахователни продукти е специфична и особена част от застраховането. С еволюцията на застрахователното дело тази дейност се е обособила в отделен твърде важен клон на финансово-застрахователната дейност, а именно – застрахователно посредничество. То се развива по свои собствени правила и закони и изисква специфични методи за управление“ (с. 11). Това се извършва в три последователни параграфа. В първия се анализират предпоставките за възникване, еволюцията и ролята на посредничеството в застраховането. Следвайки развитието на сектора, авторът проследява спецификите му в континентална Европа, Великобритания и САЩ, а след това и в България, като подчертава, че „в различните пазари, според конкретните особености на историческото развитие, на финансовия сектор и на нормативната уредба, са се развили специфични черти на различните категории посредници“. В следващия параграф се проследяват регулаторните промени на застрахователното посредничество у нас, а в трети се търсят съвременните особености и предизвикателствата пред глобалния и българския застрахователен пазар. Представените изводи и констатации в края на първа глава потвърждават формулираната първа работна хипотеза.

Във **втора глава** се доказва втора работна хипотеза (формулирана детайлно на с. 79). За тази цел се прави фокусиран прочит на теоретичните изследвания относно същността на финансовия мениджмънт и неговата информационна основа – финансовия анализ, както и се обосновава максимализирането на стойността като главен критерий за интегриране на финансовия и инвестиционен проблем на фирмата. Изводът за превъзходството на стойностния подход се подкрепя и чрез привеждане на теоретични и емпирични доказателства в сферата на застрахователното посредничество. По-нататък в тази глава, позовавайки се на изследвания в научните и професионалните среди, се прави сравнителен анализ на отделните методи за оценка и вниманието се насочва приоритетно към методите на дисконтираните парични потоци като (вероятно) предлагачи „най-софистицирана универсална методология за оценка на застрахователните брокерски фирми“. Като се използват публично достъпна информация за пет от водещите застрахователни брокери в света се тестват различните модели за оценка, като се доказва, че най-ниска грешка и добър резултат дава моделът на свободните парични потоци към капитала (FCFR) по примера на Дамодаран. В последните два параграфа на втора глава се разглеждат външните (регулации, структура на застрахователни премии) и вътрешните фактори (представени с финансовите съотношения), които влияят върху фирмената стойност. Формулираните изводи и обобщения в края на главата доказват достоверността на поставената хипотеза.

В трета глава се тества трета работна хипотеза (с. 123). Изложението е с ярко изразен емпирико-изследователски характер, като в него се апробира комплексен модел за управленски финансов анализ чрез данни от голям български застрахователен брокер и макроикономически показатели за периода 2014 – 2018 г. Чрез издържана и мотивирана статистико-иконометрична методологична рамка (модел ARIMAX) за периода 2019-2023 г.

се прогнозират екзогенните променливи, крайните целеви величини и две серии на свободните парични потоци към капитала (FCFE) (за корпоративно и за ритейл застраховане). По-нататък в тази глава чрез прилагане на портфейлния модел на Марковиц се установява, че оптималното съотношение между двете бизнес линии – корпоративни клиенти и ритейл клиенти, е 50 към 50. И накрая, в съответствие с изводите от втора глава за влиянието на капиталовата структура върху стойността, се препоръчва увеличаване на финансирането с дълг при евентуално предприемане на политика на разширяване. Изводите и резултатите, представени в последния параграф, потвърждават формулираната хипотеза.

В **заключението**, като потвърждение на поставената във въведението теза, авторът синтезира крайните резултати и постижения от проведеното дисертационно изследване.

4. Литература

Докторантът е използвал 89 източника главно на български и английски език, свързани преди всичко с теоретичните и методологическите основи изследването. В изложението допълнително се използват и цитират нормативни актове (кодекс, закони и наредби) за анализиране особеностите и динамиката в регулацията на застрахователния сектор у нас, както и се посочват електронни страници с бази данни.

5. Приложения

В дисертацията не са обособени отделни приложения, но в основния текст, особено в трета глава, присъстват множество таблици и графични изображения с резултати от приложението на математико-статистическите методи на анализ и прогнозиране.

II. Преценка на формата и съдържанието на дисертационния труд

1. Преценка на актуалността на разработвания в дисертацията научен проблем и формулираните: предмет и обект, теза, цели, задачи и методи на изследване; яснота и аргументираност на идеите, откроеност на новостите

Застрахователното посредничество е неразривно свързано с възникването и развитието на застраховането. Динамичните финансово-икономически и социални условия, както и въздействието на регулациите, оказват съществено влияние върху представянето на сектора. Авторът приема смело предизвикателството за комплексността на проблема и съсредоточава вниманието си върху изграждането на управленски модел за финансов анализ на застрахователните посредници, отразяващ специфичната среда, характерна за този бизнес. Това той постига посредством: ясно дефиниране на обекта, предмета, целта и задачите на изследването; прецизно формулиране на изследователската теза и работните хипотези; задълбочено и последователно изложение при открояване на приноса на български и чужди изследователи, както и аргументиране и представяне на собствените резултати и приноси.

2. Анализ на степента на разработеност на изследваната проблематика от други учени и доколко е отразено собственото отношение на автора по разглежданите въпроси

В теоретичната и методологичната част на труда авторът прави анализ на достиженията на други автори, както по отношение на генезиса, ролята и проблемите на застрахователното посредничество, така и по отношение на използвания статистико-иконометричен и финансово-аналитичен инструментариум. Положително впечатление прави подчертаването на приносите на български учени в областта на застраховането и финансовия анализ, като проф. В. Гаврийски, проф. Р. Габровски, проф. Хр. Драганов, доц.

Р. Ерусалимов, доц. Венцислав Василев, доц. Ст. Проданов, проф. А. Захариев и др. В същото време отчетливо и последователно в изложението, както и чрез обобщения и изводи в края на отделните глави, са отразени личните авторови идеи и приноси, открояващи актуалните проблеми и предизвикателства в сектора и доразвиващи аналитичния инструментариум на финансовия анализ в застрахователното посредничество.

3. Мнение за обема на дисертационния труд, за качеството и броя на илюстративния материал. Отношение към научната, езиковата и стиловата редакция

Обемът на труда е в рамките на стандартните за докторска дисертация. Той е оптимален за представяне и защитаване на авторските виждания. В него е включен и сериозен формулен апарат, приложен при апробиране на модела. Авторът не е включил приложения, представяйки таблиците и графиките от изчислителните процедури в текста, успоредно с тяхното интерпретиране. Използвани са солидни първични данни както за избрания застрахователен посредник, така и от специализирани интернет сайтове, като коректно се посочва техния източник, без да се натоварва труда с обемни приложения.

Структурата на дисертационния труд се отличава с балансираност между отделните глави и последователност при представянето на отделните параграфи. Тя е подчинена на поставените цел и задачи във въведението, както и доказването на изследователската теза и трите работни хипотези.

Дисертационният труд е издържан в стилистично, терминологично и техническо отношение. Изложението е стройно, като в него липсват елементарни пояснения и обяснения, както и отклонения от проблематиката.

4. Преценка на използвания инструментариум и коректността на изчислителните процедури

В дисертационния труд проличава умението на автора за анализ на теоретичните концепции, нормативната база и методологията на финансовия анализ и оценка, за прилагане на софистициран статистико-иконометричен инструментариум в сферата на финансите и застраховането, както и за представяне на комплексен подход за управленски финансов анализ, съобразен със специфичните особености и среда на функциониране на застрахователното посредничество.

5. Мнение за спазване правилата на научната етика

Литературните източници са цитирани коректно, при спазване правилата на научната етика и съгласно възприетия в СА „Д.А. Ценов“ АРА стил. Авторът изрично се позовава на свои по-ранни публикувани изследвания, чиито идеи се прилагат в дисертационния труд.

6. Мнение доколко авторефератът отразява точно и пълно труда

В автореферата присъстват задължителните приети елементи, както следва: обща характеристика; основно съдържание на дисертационния труд; насоки за бъдещи изследвания по темата; справка за приносите; декларация за оригиналност и достоверност; списък с публикации на докторанта; справка за съответствие с националните изисквания по ПП на ЗРАСРБ.

Авторефератът отразява достоверно структурата, логиката и съдържанието на дисертационния труд.

Пряко свързани с темата на дисертацията са 4 публикации в периода 2017-2020 г., от които една студия в съавторство, две статии и един доклад. За периода докторантът

Николай Здравков е взел участие в 3 научни форума у нас и един в чужбина. Тези факти свидетелстват за популяризирането на авторовите идеи и достижения сред научните и деловите финансови среди.

III. Научни и научно-приложни приноси на дисертационния труд

В справката към автореферата авторът формулира три приноса. Приемам това представяне за пълно и коректно. Моето виждане за главните достойнства на дисертационния труд е следното:

- 1) Чрез задълбочено представяне на мненията и приносите на наши и чужди изследователи в областта на застраховането и финансите, чрез анализ на еволюцията и регулативната рамка на застрахователния сектор, чрез задълбочен преглед на въздействието на социално-икономическите и политически условия, Николай Здравков представя своето виждане за ролята, спецификите и съвременните предизвикателства пред застрахователното посредничество.
- 2) Авторът подлага на критичен анализ отделните концепции и модели за финансов анализ и оценка на компании и предлага своя оригинална и комплексна методология за максимализация на стойността, отчитащи външни и вътрешни детерминанти, като се позовава не само на особеностите на българския застрахователен пазар, но и на водещи застрахователни брокери в глобален аспект.
- 3) Авторът прецизно тества предложения модел, като се основава на детайлни данни от голяма български застрахователен брокер, и доказва неговите възможности за оптимизиране финансовото управление на компаниите в сектора.

Посочените приноси считам за лично дело на докторанта. Те, от една страна, обогатяват теоретичните изследвания в областта на застраховането и методологията на финансов анализ, а от друга – демонстрират практико-приложни насоки за финансово управление на застрахователните посредници.

IV. Критични бележки и въпроси по дисертационния труд

Цялостното ми впечатление от дисертационния труд е силно положително. Забелязват се несъвършенства, които оценявам като несъществени и лесно отстраними. Имайки предвид експертизата на автора, някои от тях той може да не приеме и дори опровергае.

- В заглавието на труда присъства изразът „застрахователни продукти и услуги“, а в изложението липсва отграничаване на тези понятия и се използва предимно понятието „застрахователни продукти“.
- Неясно е защо в заглавието на първа глава се съдържа само „ритейла“, още повече, че в трета глава се прави сравнително изследване на корпоративното и ритейл застраховането;
- Въпреки задълбочения анализ на измененията на Кодекса на застраховането, не се споменава за измененията на актовете на ЕС (регламенти и директиви) с въздействие върху националната правна рамка (Например Директива (ЕС) 2016/ 97 относно разпространението на застрахователни продукти);
- В началото на труда не се очертават ограничителните условия на изследването, което впоследствие се изяснява в трета глава. Вероятно това е технически пропуск във въведението, тъй като прави впечатление липсата там на една от работните хипотези.

Част от въпросите, които изникват пред мен при четенето на дисертацията, са намерили място в автореферата и в заключението като насоки за бъдещи изследвания. Препоръчвам на докторанта да ги реализира и да популяризира резултатите от тях. На защитата той може да изрази мнение по следните въпроси:

1. В какви насоки и с каква сила т.нар. корона-криза ще се отрази върху прогнозния модел за премиите и фирмената стойност на изследваното дружество, както и въобще – какво ще бъде въздействието ѝ върху сектора?
2. Как се регулира капиталовата адекватност и ликвидността на застрахователните посредници? Необходими ли са промени в това отношение според Вас?

V. Обобщена оценка на дисертационния труд и заключение

Представеният за рецензиране дисертационен труд отговаря на изискванията на националната и университетската нормативна база в СА „Д. А. Ценов“. Чрез дисертацията авторът демонстрира високо ниво на теоретична подготовка, специализирани умения и професионални компетенции в областта на финансите и в частност – застраховането. Налице са необходимата актуалност на разработвания проблем, реална научна значимост, новост и приложимост на предложенията. Значителна част от идеите и резултатите от проведените изследвания са популяризирани чрез конференции, научни публикации и делови изяви.

Всичко това ми дава основание да дам положителна оценка на дисертационния труд и да предложа на уважаемите членове на Научното жури да гласуват за присъждане на образователната и научна степен „доктор“ по докторска програма „Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка (финанси)“ на докторант Николай Тодоров Здравков.

01.09.2020 г.,
Велико Търново

Изготвил рецензията:
(доц. д-р Ваня Цонкова)