



РЕЦЕНЗИЯ

От: доц. д-р Росица Колева
Стопанска академия „Димитър А. Ценов“ – Свищов
Катедра „Контрол и анализ на стопанската дейност“
Научна специалност „Счетоводна отчетност, контрол и анализ на стопанската дейност“

Относно: дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“ по докторска програма „Счетоводна отчетност, контрол и анализ на стопанската дейност (анализ на стопанската дейност)“ в УНСС.

Основание за представяне на рецензията: участие в състава на научното жури по защита на дисертационния труд съгласно Заповед № 744/23.03.2022 г. на доц. Михаил Мусов, заместник-ректор на УНСС.

Автор на дисертационния труд: Албена Огнянова Георгиева

Тема на дисертационния труд: „Методологични и приложни аспекти на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията“

Научен ръководител: доц. д-р Любомир Тодоров

1. Информация за докторанта

Докторантът се е обучавал по докторска програма към катедра „Счетоводство и анализ“ при Финансово-счетоводния факултет на УНСС по докторска програма „Счетоводна отчетност, контрол и анализ на стопанската дейност (анализ на стопанската дейност)“ съгласно Заповед № 965/20.04.2015 г. на ректора на УНСС. Обучението е осъществено в редовна форма през периода от 11.03.2015 г. до 11.03.2018 г., като със Заповед от 178/26.01.2018 г. на проф. В. Гоев – заместник-ректор, редовната форма на обучение е трансформирана в задочна и крайният срок на докторантурата е определен на 11.03.2019 г. Със Заповед № 540/19.03.2019 г. срокът на докторантурата е удължен с една година,

считано до 11.03.2020 г. Впоследствие докторантурата е прекъсвана два пъти, като през 2021 г. е утвърдена нова тема на дисертационния труд. Докторантката е отчислена с право на защита, считано от 11.03.2022 г. в срок до 11.03.2024 г.

Докторант Албена Георгиева е завършила Езикова гимназия „Акад. Л. Стоянов“ в гр. Благоевград. Висшето си образование придобива в Югозападния университет „Неофит Рилски“ с образователно-квалификационна степен „бакалавър“ по специалност „Счетоводство и контрол“ през 2013 г., а в Университета за национално и световно стопанство – образователно-квалификационна степен „магистър“ по специалност „Счетоводство и контрол“ през 2014 г.

Работила е като младши счетоводител в Регионалното управление на образованието – Благоевград, като счетоводител в „Лъчи – М“ ЕООД – Благоевград и като графичен дизайнер на свободна практика.

Владее писмено и говоримо английски и немски език.

2. Обща характеристика на представения дисертационен труд

Дисертационният труд е в обем от 241 страници компютърно набран текст, разпределен в: увод – 7 стр.; основен текст в четири глави – 160 стр., включващ 53 таблици, 20 фигури и 66 формули; заключение – 3 стр.; пет броя приложения – 60 стр.; списък на използваната литература – 6 стр., съдържащ 81 информационни източника (50 на кирилица, 25 на латиница и 6 интернет сайтове).

Подборът на литературните източници потвърждава добрата осведоменост на докторанта по проблемите на тематичното направление, способността му да систематизира, анализира и критично осмисля съществуващата емпирична информация и теоретични концепции, да представя своето отношение и позиция по тях.

В увода на дисертационния труд е обоснована актуалността и значимостта на темата, предмета, обекта, целите и произтичащите от тях задачи и ограниченията на изследването. Дефинираната теза за ролята на бизнес анализа при управлението на стойността на компанията и усъвършенстването му създават предпоставки за повишаване на стойността на компанията в дългосрочен план, за повишаване на доходността на акционерите и за подобряване на финансовото състояние. Формулирана е и работна хипотеза, която конкретизира основната теза.

Последователно в четирите глави се изследват теоретични, методологически и приложни аспекти на анализа при управлението на стойността на предприятието. В заключението авторът извежда в обобщен вид основните резултати от проведеното цялостно проучване. Тази

структура на дисертационния труд осигурява свързаност и дълбочина на съответните части в хода на обосноваването на конкретните съдържателни характеристики, на една или друга теза, модел, подход, съждение, препоръки към управленската практика и пр.

3. Оценка на получените научни и научно-приложни резултати

Дисертационният труд съдържа обхватно системно научно проучване и задълбочен анализ на стойността на компанията чрез прилагане на модела на балансираната система от показатели, апробирани в българско нефинансово предприятие от сектор „Хранителна промишленост“, публично акционерно дружество. Предприятието „Слънчо“ АД е избрано за еталон, тъй като създава среда за формиране на устойчиви конкурентни предимства на пазара. Изследователските постижения на докторанта в научен и приложен смисъл систематизирано могат да се представят в следните няколко направления:

Първо, фокусирането на изследването върху теоретико-концептуалните основи на съвременния бизнес анализ и аналитико-методологичните аспекти на управлението на стойността на компанията, като история, значение, модели, съдържание, функции, подходи и способности за изследване, връзки и взаимоотношения с външната среда, мениджмънта (глава първа). Подробно се обосновава основополагащата роля на бизнес анализа на обекти, имащи отношение към управлението на стойността: анализ на приходите от продажбите, анализ на бизнес ефективността, анализ на оперативната печалба, анализ на доходността на бизнеса, анализ на финансовия риск и финансовата устойчивост на предприятието. Последователно са характеризирани изброените показатели, като са представени моделите (базови и разширени) за техния анализ.

Второ, детайлният и задълбочен научно-теоретичен анализ на дискусиите сред известни чуждестранни експерти за различните възгледи в корпоративния свят по отношение на особеностите, факторите, функциите, методите за изследване и начина на изграждане на концепция за управление на бизнеса чрез стойностно-базирани модели (глава втора). Аналитичните модели, характерни за (Value-based Management – VBM) VBM-концепцията, докторантът обособява в две групи: модели за измерване на добавената стойност и възвръщаемостта на инвестиция капитал – от една страна, и модели за оценка стойността на компанията към определен момент с определяне на справедливата цена на акциите – от друга. В първата група са включени модели за анализ на икономическата добавена стойност, паричната възвръщаемост на инвестиция капитал и паричната добавена стойност, докато във втората

група се отделя внимание на модела на дисконтираните парични потоци за оценка стойността на предприятието и на метода на пазарните сравнения.

Трето, в контекста на проблема за развитие и усъвършенстване на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията, водещо място в дисертационния труд се отделя (в трета глава) на интегрирането на VBM-концепцията в балансираната карта за анализ и мениджмънт (Balanced Scorecard – BSC). Последователно са разгледани основните задачи по отношение на концепцията за стойностно-базирания мениджмънт VBM, свързани с дефинираните в предходната глава три групи ключови фактори: паричните потоци, цената на капитала и капиталовата структура. С подобаваща задълбоченост и коректност докторант Албена Георгиева обосновава ползите от прилагането на балансирана система от четири направления/аспекти/раздели, съчетани в класическата BSC, изградена на основата на стратегическия корпоративен план на американските изследователи Каплан и Нортън. Същевременно авторът предлага да се доразвие BSC, като се допълнят използваните традиционни финансово-счетоводни индикатори с методически решения за интегриране на VBM-концепцията като компонент на аспект „Финанси“ (с ново наименование „Финанси и корпоративна стойност“) или като самостоятелен (пети) аспект с наименование „Корпоративна стойност“. Аргументирано са представени основополагащите насоки за разработване на примерната балансирана карта за оценка на постигнатите резултати и стратегически мениджмънт на предприятието, за което е апробиран моделът на усъвършенстваната BSC, като са направени пояснения за всеки от четирите аспекта. По първото направление „Финанси и корпоративна стойност“ са поставени девет цели, които са характеризирани и са направени допускания, разчети, извършен е факторен анализ, въз основа на резултатите от който са формулирани съответните изводи. По направление „Клиенти“ са поставени три цели, по направление „Вътрешни бизнес процеси“ – пет, и по направление „Познание и развитие“ – пет. По-нататък моделът на Стюарт за икономическата добавена стойност е разширен с внедряване на моделите за: оперативната печалба, приходите от продажби и бизнес ефективността.

Четвърто, демонстрирани са възможностите на съвременния бизнес анализ във връзка с практическото управление на стойността на компанията (четвърта глава). Изследването включва анализ на всички значими, главни показатели, посочени в предходните три глави. Извършени са разчети за стойностите на всеки от показателите за периода 2016 – 2020 година, респ. за някои от показателите за периода 2019 – 2020 г., като е изчислена динамиката на резултативните показатели и е

установено влиянието на факторите, обуславящи тази динамика. В някои от случаите авторът е счел за уместно да изгради сценарии на базата на прогнозни данни за 2021 г., например при анализа на оперативната печалба и при анализа на икономическата добавена стойност. При анализа на доходността на бизнеса и на възвръщаемостта на инвестирания капитал е направен сравнителен анализ на показателите за рентабилност на активите и за рентабилност на собствения капитал на „Слънчо“ АД и средните стойности на десет водещи предприятия в същия сектор. Определянето на цената на собствения капитал е съобразено с необходимата информация от капиталовите пазари, като са направени корекции и пояснения за използването на конкретните стойности (напр. добавката за специфичен риск поради малкия размер на предприятието). В края на тази част от разработката са обобщени резултатите от практическото изследване и са дефинирани изводи и препоръки към ръководството на дружеството.

Пето, за целите на стратегическото планиране и подробното разписване на моделите и техниките за анализ на ключовите показатели, изследователският дизайн на дисертацията включва и оценка на синергичен ефект от практическото приложение:

- на концепцията за управление на стойността на компанията;
- на балансираната система от показатели за ефективност;
- и усъвършенстване на бизнес анализа във връзка с управлението на стойността на компанията чрез интегриране на VBM-концепцията в BSC и доразвитието на последната чрез диференцирани индикатори по четирите раздела, съобразени с основополагащите цели на бизнес стратегията;
- и обобщение на постигнатите резултати, подкрепено със синтез от конкретни позитивни изводи и препоръки, произтичащи от приложението на избраните стратегически модели за декомпозиране на целите и проследяване на актуалната бизнес стратегия в конкурентна среда.

С резултатите от проучванията, оценките и проведения анализ докторантът успява да докаже възможността от използването на съвременна методика по разработването на технологията, предпоставките и ограниченията при приложението на иновативен подход и модел в корпоративното управление на дружество от сектор „Хранително-вкусова промишленост“.

Заклучението ми по тази част от рецензията е, че докторант А. Георгиева последователно изпълнява поставените в началото на разработката изследователски задачи, необходими за изпълнение на двете основни цели, а именно – възможностите за развитие и усъвършенстване

на съвременния бизнес анализ във връзка с управлението на стойността на предприятието посредством практически анализ на дейността на конкретно предприятие и предлагане на модели, подходи и решения. С други думи, дисертационният труд представлява завършено изследване с конкретни научно-теоретични и приложни резултати, потвърдени с апробирането на аргументиран методологически инструментариум за идентифициране на практиките по разработването и използването на корпоративно ниво на балансирана система от показатели за анализ и стратегически мениджмънт, доразвита с подходящ модел за управление на стойността в конкурентен сектор на икономиката. Докторантът притежава адекватно ниво на специализирани познания по тематичното направление, които стоят в основата на избора на темата на дисертацията и изследователската методология, на осмислянето и следването на прагматичен подход към доказване на докторската теза, изпълнението на целите и задачите на проучването.

4. Оценка на научните и научно-приложни приноси

Авторът на дисертационния труд е открил пет приноса. Те са свързани с обогатяване на знанието чрез решаване на важен научен проблем – теоретичната, методологическата и приложната състоятелност на потенциала на балансираната система от показатели може да бъде усъвършенствана чрез интегриране на VBM-концепцията в нея. По този начин е възможно да се постигне по-висока организационна и икономическа ефективност и полезност за управлението на предприятието като цяло, в т.ч. за управлението на стойността му.

Приемам за реалистична и обективно отразяваща изследователските резултати Справката за приносите в автореферата. Според мен водещият принос е по отношение разширяването на модела за икономическата добавена стойност чрез интегрирането на нови модели за анализ на продажбите, оперативната печалба и бизнес ефективността. Анализът позволява да се изготви предварителна прогноза относно очакваната динамика във величината на печалбата, предвид прогнозния обем на продажбите в натура, тяхната структура, продажните цени и промените в бизнес ефективността, цената на капитала и масата на инвестирания капитал.

5. Оценка на публикациите по дисертацията

В подкрепа на дисертационния труд са представени три самостоятелни научни публикации, от които две статии и един доклад. Считаю, че те отразяват коректно научния потенциал на автора и

допринасят за популяризирането сред научната и професионалната общност на изследователските постижения на докторанта.

6. Оценка на автореферата

Авторефератът е в достатъчен обем от 44 страници, като структурно и концептуално възпроизвежда дисертационния труд. Съдържанието му обективно представя целта, задачите, изследователската теза, авторския принос, практическата значимост на изведените научни резултати и обосноваването на предложенията в проведеното изследване.

7. Критични бележки, препоръки и въпроси

В дисертационния труд се откриват някои неточности, както по същество, така и от формално естество, които нямат тежест да променят положителната ми оценка за работата. Критичните ми *бележки и препоръки* са следните:

- разработката би имала по-голяма прегледност, ако примерната балансирана карта на „Слънчо“ АД в трета глава не се основава на разчети по показатели от следваща глава. Освен това изводът на стр. 138 не е точен;

- в таблици № 7, 8 и 9 стойностите на показателите са „примерни поради липса на необходимата вътрешно-фирмена информация“, което изкривява крайния резултат, тъй като тези 13 цели (индикатори) представляват три от общо четирите раздела и на класическата, и на доразвитата BSC;

- на места липсва авторско виждане/научна дискусия/изводи/заключения/обобщения/предложения по повдигнатите за разрешаване проблеми, а се представят готови, широко известни аналитични модели без да се аргументира използването им;

- някои от аналитичните модели са излишно усложнени (в практическото изследване не са използвани), напр. модели № 18, 66 и др. Наблюдава се склонност към прекалена детайлизация и разширяване на някои от моделите чрез вмъкване на едни и същи компоненти в числителя и знаменателя. Остава неясен въпросът защо са използвани навсякъде символи на латиница;

- приложените техники/способи/методи за факторен анализ са традиционни, като на места не са спазени принципите при използване на конкретна техника (напр. при един от етапите на алгоритъма на факторния анализ на стр. 141-142 последователността на изследване на факторите следва да е различна от предложената), което ще доведе до други

резултати за влиянието на факторите и до разминаване във формулираните изводи;

- в модела за анализ на ЕБИТ и EVA (на стр. 46, № 21; на стр. 117, № 66; на стр. 143, третия вариант) е пропуснат структурният фактор, но е споменат в текста.

- категорично не съм съгласна с модела за анализ на печалбата преди лихви и данъци на стр. 42 и последващия факторен анализ. Печалбата не е резултативна величина от въздействието на рентабилността на продажбите, т.е. тя не е следствие от рентабилността, точно обратното – печалбата е независим фактор, който изразява причина/предпоставка за изменението на рентабилността. Произволното конструиране на технологични модели води до несъвършенства и в разширения модел № 66 на стр. 117.

С цел провокиране на креативното мислене поставям следните въпроси:

- Как на практика усъвършенстваният модел за анализ може да се превърне в дългосрочен инструмент за управление на стойността на предприятието?

- В Годишния финансов отчет на „Слънчо“ АД за 2021 г. печалбата преди облагане с данъци е 1105 хил. лв., а в дисертационният труд прогнозата за ЕБИТ по двата сценария (на стр. 128-129) значително се различава. На какво се дължи това разминаване според Вас?

8. Заключение

Дисертационният труд отговаря на изискванията на Закона за развитието на академичния състав в Република България и на Правилника за прилагането му. Като отчитам актуалността и значимостта на проведеното научно изследване, дефинираните научно-приложни резултати и направените конкретни предложения към управленската практика, давам положителна оценка на дисертационния труд и положително заключение – „ЗА“ присъждането на ОНС „доктор“ по икономика на докторант Албена Огнянова Георгиева по професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма „Счетоводна отчетност, контрол и анализ на стопанската дейност (анализ на стопанската дейност)“.

28 април 2022 г.
София

Подпис:
(доц. д-р Росица Колева)