

РЕЦЕНЗИЯ

Вх. № РД 20-470 / 05.11.2018 г.

на дисертационен труд по обявена процедура за придобиване на образователна и научна степен „доктор” по научна специалност „Финанси, парично обращение, кредит и застраховка”, професионално направление 3.8. „Икономика”

1. Обща информация

Изготвил рецензията: проф. д-р Стефан Минчев Вачков, катедра „Финанси” при Икономически университет – Варна.

Основание за написване на рецензията: Заповед на Ректора на Икономически университет (ИУ)-Варна № РД-06-3298/08.10.2018 г. и решения от заседанието на научното жури от 10.10.2018 г.

Автор на дисертационния труд: Светослав Велинов Борисов – докторант в редовна форма на обучение в катедра „Финанси” при ИУ-Варна.

Тема на дисертационния труд: „Изглаждане на доходите, информативност и цени на акциите”.

2. Биографични данни за дисертанта

Светослав Борисов е роден на 04.12.1986 г. Средното си образование завършва в СОУ „Хан Исперих“ – гр. Нови пазар. Продължава обучението си в ИУ-Варна, където придобива образователно-квалификационните степени „Бакалавър по финанси” (2010 г.) и „Магистър по корпоративни финанси” (2011 г.). От 01.09.2011 до 01.09.2015 г. е асистент, а след това - хоноруван асистент в катедра „Финанси” при ИУ-Варна. Зачислен е в докторантура (редовна форма на обучение) в ИУ-Варна със Заповед № РД – 17 – 2910/31.08.2015 г.

Водил е семинарни занятия по редица учебни дисциплини: „Финансови инвестиции”; „Финансов инженеринг”; „Финансови

деривати”; „Публични финанси”; „Мита и митнически режими”; „Въведение във финансите”; „Финанси на предприятието.

Владее английски език на добро ниво.

3. Общо представяне на дисертационния труд

Дисертационният труд е в обем от 226 страници, от които 192 - основен текст. Изложението е структурирано в увод, три глави, заключение и списък на 272 литературни източници (16 на кирилица и 167 на латиница).

Обект на изследване „е умишленото изкуствено изглаждане на корпоративните нетни доходи, а *предмет* - неговото въздействие върху тяхната информативност и цените на акциите” (с. 8). Докторантът си поставя за *цел* „да (...) оцени влиянието на изглаждането на корпоративните нетни доходи върху тяхната информативност и цените на акциите за извадка от български компании, листнати на БФБ” (с. 8). За нейното постигане са формулирани *четири задачи* (с. 8-9):

„1. Представяне на теоретичните основи на изглаждането на доходите и дефиниране на категориите „изглаждане на доходите“, „информационна неопределеност“ и „информативност на доходите“.

2. Калкулиране на дискреционните начисления чрез модифицирания от Kothari, Leone и Wasley модел на Jones, за да се докаже хипотезата за постоянния доход и наличието на изглаждане на доходите сред сформирания извадка от български публични компании.

3. Прилагане на модела на Tucker и Zarowin за информативността, с цел да се провери дали текущите доходи включват повече информация за бъдещите такива, когато фирмите изглаждат своите доходи.

4. Изчисляване на логаритмична регресия между коефициента цена/приходи от продажби (P/S) и набор от обяснителни променливи, съставени от счетоводни съотношения, както и тяхната статистическа значимост, за да се провери дали акциите с изгладени минали доходи се оценяват с премия, за разлика от тези, които имат променливи минали доходи.”

В изследването се отстоява *тезата*, „че преобладаващата част от компаниите изглаждат своите корпоративни нетни доходи, което намалява тяхната информативност и не понижава информационната неопределеност и цените на акциите” (с. 9).

4. Структура и съдържание на дисертационния труд

В *първа глава* се представят теоретичните постановки за изглаждането на доходите. То се дефинира като „Процес за минимизиране волатилността на доходите, с цел реализиране на очакваните от страна на стейкхолдърите на компанията равнища на печалбата“ (с. 15). Докторантът прави логичното допускане, че мениджмънтът може да манипулира доходите, респ. да ги редуцира/завишава, когато те са сравнително високи/ниски (с. 17). В резултат на това се получава изгладен поток на дохода за сравнително по-дълъг период, което е от интерес за мениджърите и инвеститорите (с. 17-18).

Анализът във *втора глава* е насочен към изглаждането на доходите чрез „начисления”, информативността на финансовите отчети и влиянието им върху цените на акциите. Констатира се, че изглаждането на доходите е по-изгодно в дългосрочен план (с. 77). Приема се също, че „*оптималният тайминг при генерирането на начисления* стои в основата на изглаждането на доходите” (с. 77-78).

Като изхожда от теоретичните зависимости между изглаждането на доходите, начисленията, информативността на доходите, информационната неопределеност и цените на акциите, докторантът формулира *четири хипотези*:

„Фирмите изглаждат доходите си, като покриват по-ниските доходи от текущата година с по-високи (неотчетени) от предходната година” (с. 82-83);

„Изглаждането на доходите понижава информативността на миналите и текущите доходи относно бъдещите доходи” (с. 101);

„Изглаждането на доходите редуцира информационната неопределеност и волатилността” (с. 113);

„Изглаждането на доходите оказва негативно влияние върху цените на акциите (с. 123).

Тези хипотези се верифицират в *трета глава* чрез емпирично изследване на изглаждането на доходите и неговите ефекти у нас. За доказване на първата се изчисляват общите и дискреционните начисления, след което се установяват доходите за текущия и предходния период без дискреционни начисления (с. 127-133).

Става ясно, че в страните със „слаби“ регулации за защита на инвеститорите и ниска прозрачност (в това число България), корпоративният мениджмънт изглажда фирмените доходи съгласно собствените си интереси. Това рязко контрастира с практиката в страните със „силни“ регулации за защита на инвеститорите, на които се предоставя „вътрешна“ информация за бъдещите доходи (с. 191).

Докторантът достига до извода, че макар изглаждането на доходите да редуцира информационна неопределеност, разликата във формираните в резултат от изглаждането на доходите подизвадки не е статистически значима (с. 171). Обстоятелството, че изглаждането на миналите доходи не оказва влияние върху цените на акциите на българския капиталов пазар, отхвърля четвъртата изследователска хипотеза (с. 174).

Преценявам, че дисертационният труд е *изследване по актуална проблематика със значима теоретична и практико-приложна стойност*. Той е разработен на *висок, ясен и логичен научен стил*. Освен *отлична теоретична подготовка*, в него се демонстрират *завидни умения за емпирични изследвания* с помощта на богат арсенал от иконометрични методи. Основните изводи са онагледени с множество таблици, фигури, графики. Всички литературни източници и приложения са *коректно* използвани и/или коментирани в изложението.

Авторефератът (34 страници) резюмира точно съдържанието на дисертационния труд и представя основните изследователски резултати.

5. Научни и научно-приложни приноси в дисертационния труд

Изводите, с характер на *научни и практико-приложни приноси*, са резултат от приложението на съществуващи теории за анализ и решаване на конкретни социално-икономически проблеми и за обяснение на значими процеси с формулирани изводи и препоръки. Те могат да се систематизират в следните направления:

Първо. Дисертационният труд е първото у нас цялостно научно изследване за изглаждането на доходите и връзката му с информативността и цените на акциите.

Второ. Направена е научна обосновка на процеса по изглаждане на доходите чрез „начисления“.

Трето. Тестван е модифициран модел за доказване на хипотезата за постоянните доходи с извадка от български публични компании.

Четвърто. Изследвани са ефектите от изглаждането на доходите върху тяхната информационна неопределеност и цените на акциите на публични компании у нас.

Пето. Аргументирани са препоръки за ограничаване на негативните последици от изглаждането на доходите за инвеститорите на българския капиталов пазар.

6. Публикации и участие в научни форуми

По темата на дисертацията са публикувани:

две научни статии: Борисов, С. (2017). Изглаждане на доходите и тяхната информативност. // *Известия. Списание на Икономически университет – Варна*. 61 (3). с. 197-213; Борисов, С. (2018). Начисленията като способ за изглаждане и хипотезата за постоянните доходи. // *Известия. Списание на Икономически университет – Варна*. 62 (1). с. 5-22;

два научни доклада: Борисов, С. (2015). Изглаждане на облагаемия доход, последици върху информационното му съдържание и избягването на данъци. // *Инвестиции в бъдещето: Десета науч.-прил. конф. с междунар. участие, Варна = Investments in the Future:*

Proc. : Tenth Intern. Sci. Conf., Varna: VSTU, 2015, с. 187-192;
Борисов, С. (2017). Изглаждане на доходите, информационна неопределеност и възвръщаемост на акциите. // *Сборник с доклади от научна конференция „Финансовата наука – между догмите и реалността – 2017”*, 2017, с. 113-129.

7. Критични бележки и препоръки

Първо. Налице е прекомерно описание на теоретични постановки за изглеждането на доходите, ограничаващите го фактори и финансово-счетоводните теории.

Второ. Заглавието на втора глава е твърде сходно с темата на дисертационния труд.

Трето. Изложението в трета глава се нуждае от по-активно авторово присъствие.

Четвърто. Препоръчвам на докторанта да съобрази бъдещите си изследвания по тази проблематика с влиянието на дигиталните трансформации върху дейността и резултатите на бизнеса.

8. Въпроси към дисертанта

1. Могат ли постигнатите при отчитане на доходите по-високи нива на дискреция да подобрят ефективността на инвестиционните решения?

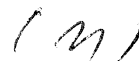
2. Как изглаждането на доходите рефлектира върху проблема “Principal-Agent” в българските публични компании?

9. Заключение

Давам положителна оценка на дисертационния труд и с пълна убеденост предлагам на уважаемите членове на научното жури да гласуват за присъждане на Светослав Велинов Борисов образователната и научна степен „доктор” по научната специалност “Финанси, парично обращение, кредит и застраховка”.

2 ноември 2018 г.

Рецензент:



Варна

(проф. д-р Стефан Вачков)

РЕЦЕНЗИЯ

На: Дисертация за присъждане на образователната и научна степен “доктор” по професионално направление 3.8. - Икономика (Финанси, парично обръщение, кредит и застраховка) на тема: “Изглаждане на доходите, информативност и цени на акциите”;

Докторант: Светослав Велинов Борисов;

Рецензент: Проф., д-р ик.н. Гарабед Минасян, в съответствие със Заповед № РД-06-3298 от 08.10.2018 г. на Ректора на Икономическия университет - Варна;

Докторантът е възпитаник на Икономическия университет – Варна. През 2010 г. получава образователна степен Бакалавър по специалност Финанси, а в следващата година – степен Магистър, специалност Корпоративни финанси. През 2011-2015 г. е асистент в същия университет, където е и зачислен в редовна докторантура към катедра „Финанси” за срок от три години. Полага с отличие изпитите от докторантския минимум.

Дисертацията е посветена на прекалено слабо разработвана у нас тема, свързана с възможностите на корпоративния мениджмент да променя счетоводното представяне на основни фирмени резултатите в рамките на няколко последователни години с оглед постигане на определена равномерност в разпределението, използването и представянето на доходите. Темата е значима за корпоративната практика, за одиторите, за фирмените контрагенти и за оценителите (акционерите) на фирмата. Тя има безусловно и своята теоретична значимост, доколкото се стреми да разкрива и да обобщава както икономическите, така и психологическите императиви и особености на мениджерското поведение.

Дисертацията съдържа три глави, заключение, литература и приложения. Компетентно са формулирани, подредени и структурирани целите на дисертацията (Увод). Структурата и съдържанието следват и са подчинени на основната водеща логика на изследването.

Дисертацията има завършен вид с качествата на монографично изследване. В нея са постигнати резултати, които могат да се оценят като полезни, ориентиращи и насочващи специалистите в теорията и практиката на корпоративното управление, както инвеститорите на финансовите и капиталови

пазари. Езикът е добре обработен и стилизиран, което подсказва за положени последователни немалко усилия за постигане на ясно и приемливо изложение. Авторефератът отразява правилно постиженията на докторанта в сбит и професионално обработен вид.

Изпълнени са всички формални изисквания, описани в чл.35, ал.1 на Правилника за условията и реда за придобиване на научни степени и заемане на академични длъжности в Икономическия университет – Варна (за образователна и научна степен „доктор“).

Основни научни достойнства:

1. Систематизация на теоретико-практически постановки и позиции, свързани с практиката на изглаждане на корпоративните доходи и разностранните ѝ последствия най-вече върху информативността и цените на акциите.

Докторантът демонстрира детайлно познаване на специализираната литература, както и на практиката при изглаждането на корпоративните доходи. Обработен е огромен масив литературни източници, а класификация на идеите и тяхната оценка е извършена с професионализъм и вещина. Умело са инкорпорирани собствени преценки и становища, като неизменно присъстващият контекст е българската проблематика.

Докторантът не се задоволява само със систематизация, а вгражда и свои собствени оценки, по правило добре обмислени, премерени и съдържани. Ранжиране на съществуващи виждания и тяхната компетентна съпоставка с поглед към българската практика съществува практически във всяка една от трите глави.

Постиганията в дисертацията могат да се определят като оригинални, а дисертационната проблематика – като пионерна за нашата страна. С развитието на икономико-финансовите взаимодействия у нас все повече ще се чувства необходимост от оценка на корпоративното управление в указания контекст. Дисертацията поставя основите на корпоративно-счетоводен анализ в посочената плоскост у нас, който най-вероятно ще придобива нарастваща важност в перспектива.

Чрез систематизацията докторантът демонстрира възможностите си за дълбоко вникване в анализираната проблематика, професионално осмисляне на идеите, логично проследяване на разностранните последици от действията на корпоративния мениджмънт, както и за провеждане на свое собствено аналитично изследване.

2. Изграждане на собствена платформа за оценка на корпоративната мениджърска практика, свързана с изглаждане на доходите.

Проведената ангажирана систематизация позволява на докторанта да изгради собствена платформа за оценка на корпоративната мениджърска практика, свързана с изглаждане на доходите. След аналитична дисекция на литературни източници докторантът формулира четири хипотези, които следва да се тестват при практически изследвания: (1) Фирмите изглаждат доходите си, като покриват по-ниските доходи от текущата година с по-високи (неотчетени) от предходната година (хипотеза за постоянните доходи, 82 стр.); (2) Изглаждането на доходите понижава информативността на миналите и текущи доходи относно бъдещите доходи (101 стр.); (3) Изглаждането на доходите редуцира информационната неопределеност и волатилността (113 стр.); (4) Изглаждането на доходите оказва негативно влияние върху цените на акциите (123 стр.).

Докторантът проследява с вещина както позитивните, така и негативните ефекти от изглаждането на доходите. Проблемът е свързан най-вече с възможностите за проектиране на фирмената дейност, което е фактор за формиране на поведението на инвеститорите. Напълно уместно се проследяват възможностите на позитивната и нормативна икономическа теория за проектиране на финансово-икономически траектории, която се свързва с името на Нобеловия лауреат М.Friedman (т.3.1). В конкретния случай теоретичните принципи се материализират в т.нар. позитивна счетоводна теория (РАТ).

Докторантът нееднократно въвежда своеобразни предупредителни клаузи за опасността от изглаждането на доходите. Финансово-икономическите проблеми са свързани с възприемането и насаждането на определени управленски стереотипи, които нерядко корелират с недобри манипулативни практики. Психологическите особености и въздействия обаче ще трябва да се развиват и попълват от докторанта в бъдеще.

3. Опит за оценка на българската действителност.

Докторантът е посветил съществена част от дисертацията си на българската проблематика (гл. III). Паралелни оценки, свързани с българската действителност, са вмъкнати мимоходом на много места в текста. Положени са заслужаващи уважение и признание усилия за компилация на специализирана информация, което изисква и предполага подходящо научно израстване и научно-практическа зрялост. Преценявам обаче, че получените резултати от проведеното конкретно изследване не бива да се надценяват. Извадката от 66 предприятия не може да се оцени като представителна за множеството от 400 хил.бр. генерална съвкупност, а и времевият период (2011-2014 г.) е силно ограничен. Някои от оценките са точкови, а не периодни и това смесване обърква както оценките, така и читателя. Такава е зависимостта (4) от стр.130 (за 2013 г.), която при това е и сбъркана, но регресионните коефициенти на правилната зависимост са представени точно на Таблица 11 и Таблица 12. Трябва да добавя, че Таблица 11 и Таблица 13 са с едно и също съдържание, но с различаващи се заглавия, което подсказва, че докторантът следва да задълбочи и усъвършенства провеждането на собствени експериментални изследвания. При всички случаи възприетият подход оценявам като правилен, но по-нататъшното му разгръщане във времето и пространството предстои.

Основни критични бележки и препоръки:

Темата на дисертационния труд е достатъчно комплицирана, така че предполага внимателно оценяване на позициите на докторанта. Открояването на проблемни моменти в дисертационния труд и акцентирането на вниманието върху своеобразни невралгични пунктове би било полезно за докторанта най-малко с оглед на по-нататъшната му научноизследователска дейност.

1. Подценяване на неколичествените елементи при оценката на фирмената дейност.

Докторантът разглежда различните и многостранни възможности за изравняване на дохода (вкл. манипулиране на действителното финансово-счетоводно и икономическо състояние на конкретна фирма), както и начините за тяхното евентуално разкриване и осмисляне от позициите на външния инвеститор

(акционер). В действителност обаче съществуват и се следят редица неформални и неколичествени индикатори и ефекти, които въздействат върху поведението на инвеститорите. Не е редно инвеститорите да се приравняват към бездушни калкулатори, които едва ли не автоматично се насочват там и където поредицата от икономически и финансови показатели и тяхната динамика съответстват на предварително формулирани количествени критерии. Няма автоматизъм при инвестиционните решения. Показателно е например, че слуховете, които са свързани с намерения и манипулации влияят, твърде често съществено, върху поведението на инвеститорите. Изключително важен елемент от взаимоотношенията между фирмен мениджмент и инвеститор е взаимното доверие, което е невъзможно да се околичества. Извън полезрението на докторанта остава и т.нар. *herding behavior* (копиране на поведение), което е валидно както за инвеститорите, така и за мениджмента.

2. Игнориране на косвени показатели за оценка на ефекта от изравняването.

За ефекта от изравняването на доходите като масова практика може да се съди и по косвени показатели, които могат да допълнят непосредствените фирмени наблюдения. Структурата на капитала на фирмата (собствен и дългов капитал) говори немалко за взаимоотношенията между фирмен мениджмент и инвеститори. Оскъдното дългово финансиране е показател за инвестиционно недоверие. Информативни са и вложенията на местен резидентен капитал в чужбина. За периода септември 2017 г. – август 2018 г. например са направени български преки инвестиции в чужбина на стойност 1,1 млрд.евро и 92% от тях са в вид на дългови инструменти, т.е. български капитал се изнася в чужбина и финансира небългарски предприятия на външни капиталови пазари. Проблем е защо този капитал не се инвестира в местни предприятия? Сходно съотношение е валидно и за ПЧИ в България, но те финансират свои собствени дъщерни предприятия у нас.

3. Необходимост от разширяване на полезрението на докторанта по отношение на изравняване на доходи в извънфирмени икономически активности.

Феноменът изравняване на доходи не е чисто и единствено фирмена практика. Например една от функциите на дефицита / излишъка в държавния бюджет е именно такава и по-специално - антициклична. Регулирането на търговското банкиране от страна на Централната банка изпълнява също подобни функции. Докторантът хвърля бегъл поглед към макроикономиката (97 стр.) и толкова. Ефектите на изравняване на макроикономическо равнище заслужават също оценка. Препоръчвам на докторанта да разшири своето професионално ползрение.

Заключение:

Дисертационната тема е актуална и значима. Докторантът е проявил професионализъм, обработил е огромен информационен масив и е достигнал до резултати, които заслужават внимание и уважение. Постиженията в дисертацията формират фундамент за по-нататъшни изследвания и оценки, даващи своя принос за по-пълното осмисляне на фирмената практика. Докторантът е съумял да навлезе в изследваната проблематика и да прояви задълбоченост.

Докторантът е представил две публикации в университетското издание „Известия“ на Икономическия университет – Варна, както и два доклада на национални научни форуми. Те са свързани с отделни части от дисертацията.

Дисертацията демонстрира придобитите от докторанта умения както в контекста на повишената образователно-квалификационна скала, така и като възможност за организиране на собствено структурирани научни изследвания.

Постиженията в дисертацията са на приемливо високо научно равнище.

Въпрос към дисертанта: Как оценявате фалита на КТБ, вкл. и дейността на одиторите, в контекста на Вашата дисертационна теза?

Положителните страни на дисертационния труд са достатъчно стойностни, което ми дава основания да предложа на уважаваните членове на научното жури да подкрепят аспирациите на Светослав Велинов Борисов за присъждане на научно-образователната степен „Доктор“ по професионално направление 3.8 Икономика, (Финанси, парично обращение, кредит и застраховка).

Ноември 2018 София

Подпис: