

**СПЕЦИАЛИЗИРАН НАУЧЕН СЪВЕТ
ПО ФИНАНСИ, СЧЕТОВОДСТВО И КОНТРОЛ ПРИ ВАК**

УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

Катедра „Счетоводство и анализ“

МИХАИЛ ЖЕЛЯЗКОВ МУСОВ

**СЧЕТОВОДЕН АНАЛИЗ
НА КОРПОРАТИВНИТЕ ПАСИВИ
В СВЕТЛИНАТА НА
ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА**

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

НА ДИСЕРТАЦИОНЕН ТРУД ЗА ПРИСЪЖДАНЕ
НА ОБРАЗОВАТЕЛНА И НАУЧНА СТЕПЕН „ДОКТОР“

ПО НАУЧНА СПЕЦИАЛНОСТ 05.02.07:

„СЧЕТОВОДНА ОТЧЕТНОСТ, КОНТРОЛ И АНАЛИЗ НА СТОПАНСКАТА ДЕЙНОСТ“

СОФИЯ
2010 г.

**СПЕЦИАЛИЗИРАН НАУЧЕН СЪВЕТ
ПО ФИНАНСИ, СЧЕТОВОДСТВО И КОНТРОЛ ПРИ ВАК**

УНИВЕРСИТЕТ ЗА НАЦИОНАЛНО И СВЕТОВНО СТОПАНСТВО

Катедра „Счетоводство и анализ“

МИХАИЛ ЖЕЛЯЗКОВ МУСОВ

**СЧЕТОВОДЕН АНАЛИЗ
НА КОРПОРАТИВНИТЕ ПАСИВИ
В СВЕТЛИНАТА НА
ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА**

А В Т О Р Е Ф Е Р А Т

НА ДИСЕРТАЦИОНЕН ТРУД ЗА ПРИСЪЖДАНЕ
НА ОБРАЗОВАТЕЛНА И НАУЧНА СТЕПЕН „ДОКТОР“

ПО НАУЧНА СПЕЦИАЛНОСТ 05.02.07:

„СЧЕТОВОДНА ОТЧЕТНОСТ, КОНТРОЛ И АНАЛИЗ НА СТОПАНСКАТА ДЕЙНОСТ“

НАУЧЕН РЪКОВОДИТЕЛ:

ПРОФ. Д-Р ТРИФОН Б. ТРИФОНОВ

РЕЦЕНЗЕНТИ:

ПРОФ. Д.ИК.Н. ВЕЛЧО СТОЯНОВ

ДОЦ. Д-Р БОЙЧИНКА ЙОНКОВА

СОФИЯ

2010 г.

На моите цветя – Ралица и Жасмина!

Дисертационният труд съдържа 240 страници и 70 страници приложения. Включва 41 фигури и 28 таблици в увод, три глави, заключение и 4 приложения. Библиографията обхваща 258 заглавия, от които 70 на кирилица и 188 на латиница.

Дисертационният труд е обсъден от катедра „Счетоводство и анализ” при Финансово-счетоводния факултет на УНСС – София на 18.05.2010 г. и е насочен за защита в Специализирания научен съвет по финанси, счетоводство и контрол при ВАК.

Защитата на дисертационния труд ще се състои на 08.07.2010 г. от 13:00 часа в Голяма конферентна зала на УНСС – София, на открито заседание на Специализирания научен съвет по финанси, счетоводство и контрол при ВАК.

Материалите по защитата са на разположение на интересуващите се в сектор „Научни съвети и конкурси” на УНСС – София.

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на изследваната тема

Всеки срив на финансовите пазари повдига отново въпроса за качествата и функциите на счетоводната информация. Преди началото на световната финансова криза от 2008 г. имаше изказвания, че счетоводните оценки нямат значение, важни са само пазарните цени. Прекомерният ръст на последните, считан за доказателство, че капиталовите пазари не са ефективни, се оказа пагубен за цялата икономическа система. В основата на този ръст бяха необоснованите очаквания на инвеститорите за бъдещи печалби, формирани на базата на текущо отчитаната от корпорациите доходност и текущите разпределения на потоци сред инвеститорите. Прекомерните (спекулативни) очаквания, на свой ред, доведоха до недооценяване на риска от страна на корпоративния мениджмънт и съответно до нива на фирмена задлъжнялост, преминаващи нормалните граници. Крайният ефект закономерно беше изпадане на банките и другите финансови институции в затруднено финансово положение. Подцененият първоначално риск, в последна сметка, доби субстанциалност в понесените от корпорациите и инвеститорите загуби, но непредпазливото поведение струваше скъпо на всички.

Краткият анализ на генезиса на финансовата (а в последствие и икономическа) криза идва да покаже мястото на съвременния счетоводен анализ в системата на капиталовите пазари, където информацията от счетоводната система е основната връзка между корпоративните мениджъри и инвеститорите – акционери и кредитори. Финансовата криза поставя пред счетоводството нова задача. Тя е свързана с отрезвяването на спекулативните очаквания в бъдеще. Нейното постигане изисква в еднаква степен: а) адекватно отчитане на резултатността и б) своевременно предвиждане на рисковете за корпорацията и нейните акционери. По т. (а) се касае за обосноваването на релевантни отчетни измерители, а по т. (б) за изграждането на тяхна база на модели за наблюдение и управление на несигурността. Най-същественният аспект на двуединството „резултатност – риск” в случая, е рационалното структуриране на използваните от фирмата капитали, или иначе казано, *разкриването на обективните връзки и зависимости в пасивното проявление на корпоративната стойност и съдържателното обосноваване на лимит на привлечения капитал в структурата на източниците на финансиране на дейността.*¹

¹ Изложението е съобразено с международната правна рамка (IAS/IFRS и US GAAP) и действащите в страната закони и подзаконовни нормативни актове в областта на счетоводството към 30.09.2009 г.

Кръгът от разглеждани въпроси е продиктуван, от една страна, от липсата на единна теория за същността и структурата на корпоративния капитал и, от друга – от нуждите на корпоративната практика, формирала през десетилетията множество „правила на палеца” – някои разумни, други недотам.¹ Разработената методология във финансовия икономикс, в частност Теорията за капиталовата структура (ТКС), безспорно има непреходна научна стойност. Проблемът е, че отделните частни хипотези на Теорията, първо, не са взаимно съгласувани, и второ, нуждаят се от прагматизиране с цел да се превърнат в основа на рационалните управленски решения в условията на неперфектни пазари (каквито между впрочем са финансовите пазари в икономическата действителност). Касае се следователно, да се определят настъпващите промени в счетоводната методология под влияние на постиженията на базовия финансов икономикс през последните 60 години.

2. Цели и задачи на дисертационния труд

Основната цел на дисертационния труд е: посредством прилагането на критичната рационалност по отношение на създадените частни хипотези в Теорията за капиталовата структура в рамките на приложния финансов икономикс и по-нататъшното разработване на счетоводната наука в светлината на еволюцията на фундаменталните икономически доктрини (в т.ч. институционалния икономикс) да се определи въздействието на ТКС върху развитието на позитивната счетоводна теория.

Постигането на основната цел на изследването налага нейното декомпозиране в следните **основни задачи на изследването:**

1. разширяване обхвата на разработването на счетоводната теория в светлината на еволюцията на фундаменталните икономически доктрини (в т.ч. институционалния икономикс); историко-логическо, теоретико-стойностно и системно обосноваване на същността, съдържанието и структурата на пасива на корпоративния Счетоводен баланс за определяне на необходимостта от по-нататъшно качествено усъвършенстване на изследването на разменната капиталова стойност;
2. критичен анализ и синтез за счетоводни цели на постиженията на методологичния приложен финансов икономикс (в частност Теорията за капита-

¹ Вж.: Barclay, M. and C.Smith, “The Capital Structure Puzzle: Another Look at the Evidence” in Stern, J. and D.Chew (eds.): *The Revolution of Corporate Finance*, Blackwell, 2003, pp. 153-166; Brealey, R. and S.Myers, “*Capital Investment and Valuation*”, Brattle Group, McGraw-Hill, 2003, p. vii и др.

ловата структура) с оглед обосноваването на качествени промени в методологията на позитивната счетоводна теория: (а) двойствен анализ на динамичното проявление на разменната капиталова стойност по приходно-разходни (стойностни) и парични потоци в рамките на дуализма „резултатност–риск“; (б) актуализиране на постановките за счетоводната доходност и нейния паричен еквивалент и на тази основа рационално счетоводно моделиране на зависимостите в Отчета за доходите и в Отчета за паричните потоци за прогностично-аналитични цели и (в) обосноваване, разработване и интегриране в общ подход на счетоводни модели на критичните зависимости в пасивното проявление на стойността (в т.ч. модел на финансова критична точка и модел на потенциален дългов капацитет);

3. определяне на приложимостта на изведените методологични постижения в областта на счетоводната практика за нуждите на: (а) верижен анализ на доходността и корпоративната стойност и (б) интегриран анализ на видовете несигурност (в т.ч. за анализ на видовете ливъридж и за определяне на граница на привлечения капитал в структурата на Счетоводния баланс).

3. Изследователска теза

Посредством историко-логическо, теоретико-стойностно и системно характеризирание на същността, съдържанието и структурата на пасива на корпоративния Счетоводен баланс, в светлината на необходимостта от разкриване на обективните закономерности в разменната фирмена стойност, дисертационният труд доказва необходимостта от приоритетно разглеждане на корпоративните източници на финансиране в динамичен аспект. Специфичният счетоводен характер на изследването, на свой ред, обосновава двойственото третиране на динамиката на корпоративния капитал – по приходно-разходни (стойностни) и по парични потоци. В контекста на цялото съществуване на предприятието, резултатните стойностни и парични потоци биха били еднаква величина. В рамките, обаче, на краткосрочното счетоводно изучаване на стойността, тяхната небалансираност има ключово значение за рационалното управление на капитала. При това, в резултат на двойственото изследване на разменната стойност в динамика, дуализмът „резултатност – риск“ придобива специфични измерения, както следва: (а) при оценката на потоците като стойностни – „доходност – несигурност“ и (б) при оценката на потоците като парични – „парични потоци – риск от несъстоятелност“. Тяхното обединяване в интегриран подход за анализ на корпоративния капитал спомага за компенсиране на отрицателните ефекти и налагане на позитивните резултати в дейността на корпорацията.

4. Предмет и обект на изследването

Предмет на настоящото изследване е пасивното проявление на стойността на нефинансовото акционерно дружество.

Обект на изследването е пасивът на Счетоводния баланс на корпорацията, разбиран като *рационално изградена стойностна съвкупност от различни видове капитали (според собствеността – собствен и привлечен капитал; според изискуемостта – дългосрочен и краткосрочен капитал; според формата на проявление като финансови инструменти – акции, облигации, привилегирани акции, други дългови инструменти)*. В това отношение е необходимо да се направи следното разграничение: за целите на изследването, „пасивът на баланса”¹ се разбира като едно по-широко понятие от това за „капиталова структура”, доколкото последното се свързва само с величините и съотношенията на източниците на дългосрочно финансиране на фирмата. Освен тях, обектът на изследването включва и падежната структура на привлечения капитал – обстоятелство, което приближава счетоводното понятие „пасив на баланса” до икономическото разбиране за „финансова структура”, изразяващо всички източници на финансиране на фирмата. За важността на обекта на изследване в предвоенното систематично счетоводство се подчертава, че *„върху понятието за капитала се изгражда и теоретичната основа на счетоводството”*²

5. Методология на изследването

Като всеобщ метод на познанието в изследването се използва философията на науката и научните революции на ХХ в., същностно допълнена от основните диалектически закони: „преминаване на количествените изменения в качествени и на качествените – в количествени”, „отрицание на отрицанието” и „развитието като единство на противоположности”. Избраната общофилософска основа на труда обосновава неговото позитивно начало и хипотетико-дедуктивен характер и способства за по-тясното проявление на междудисциплинарния плурализъм. Широко се прилагат историко-логическият и системният подход, както и методите на икономико-математическото моделиране.

За обосноваване приложимостта на изведените методологични постижения е използвана съвкупност от 52 нефинансови корпорации, емитирали капиталови инструменти, допуснати до търговия на Българската фондова борса в периода 2006-2008 г.

¹ От по-висока степен на абстракция и за краткост на изказа, тук и по-нататък в изложението, работните понятия „пасив на баланса” и „пасиви” се използват като взаимозаменяеми – синоним на проявлението на съвкупната разменна (покупателна) стойност на фирмата. Необходимо е да се има предвид, че в тесен смисъл, под „пасив” се разбира *„съществуващо задължение на предприятието, което произтича от минали събития и чието уреждане се очаква да доведе до изтичане от предприятието на ресурси, носители на икономическа изгода”*. („Общи положения за изготвянето и представянето на финансови отчети”, §49.)

² Добрев, Д., „Учение за отделното стопанство”, Печатница „Х.Г.Данов”, С., 1941, с. 361.

II. СТРУКТУРА НА РАЗРАБОТЕНИЯ ДИСЕРТАЦИОНЕН ТРУД

В структурно отношение, разработката се изгражда в систематичен порядък на основата на поставените задачи. Съдържанието на труда включва:

Често използвани символи

Увод

Глава първа

СЧЕТОВОДНИ АСПЕКТИ НА ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА

1. Цели и предмет на изследването

- 1.1. Цели и подцели на изследването
- 1.2. Същност на предмета на изследване и подходи при характеризирането

2. Метод на изследването

- 2.1. Философско-методологично обосноваване на счетоводното изследване на корпоративните пасиви
- 2.2. Приложими общонаучни и специфични методи на изследването

3. Приложният финансов икономикс като теоретико-методологична основа на счетоводното изследване на корпоративните пасиви

- 3.1. Теоретико-методологично обосноваване на счетоводното изследване на корпоративните пасиви
- 3.2. Еволюция и съвременни (прагматични) хипотези на ТКС
- 3.3. Перспективи за изследването на корпоративните пасиви в счетоводна форма

Глава втора

ВЛИЯНИЕ НА ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА

ВЪРХУ СЧЕТОВОДНОТО ИЗСЛЕДВАНЕ НА ПАСИВИТЕ

НА ОСНОВАТА НА СТОЙНОСТНИТЕ ПОТОЦИ В КОРПОРАЦИЯТА

1. Актуализиране постановките относно доходността

за целите на счетоводното изследване на капиталовата стойност

- 1.1. Отчетът за доходите като информационна база за изследване на стойностните потоци на корпорацията
- 1.2. Съвременни направления при счетоводното изследване на стойностните потоци

2. Остатъчната печалба (RI) и икономическата добавена стойност (EVA) като предпоставка за усъвършенстване на счетоводното изследване на пасивите

- 2.1. Счетоводни аспекти на остатъчната печалба и икономическата добавена стойност
- 2.2. Определяне на остатъчната печалба (RI) и икономическата добавена стойност (EVA) по счетоводни данни
- 2.3. Прогнозиране на остатъчната печалба (RI) и икономическата добавена стойност (EVA)
- 2.4. Място и роля на остатъчната доходност в структурата на Вътрешнофирмения отчет за доходите (ВОД)

3. Остатъчната печалба (RI) и икономическата добавена стойност (EVA) в модели за оценка на корпоративната стойност

- 3.1. Остатъчната печалба (RI) и оценката на стойността на собствения капитал
- 3.2. Икономическата добавена стойност (EVA) и оценката на стойността на инвестирания в корпорацията капитал
- 3.3. Съвместимост на остатъчната печалба с теоремите и хипотезите на ТКС

4. Счетоводен модел на финансова критична точка в условията на несигурност за потока от стойности

- 4.1. Видове несигурност за потока от стойности. Връзка с доходността
- 4.2. Счетоводно моделиране на финансова критична точка
- 4.3. Приложимост на счетоводния модел на финансова критична точка

Глава трета

ВЛИЯНИЕ НА ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА ВЪРХУ СЧЕТОВОДНОТО ИЗСЛЕДВАНЕ НА ПАСИВИТЕ НА ОСНОВАТА НА ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ В КОРПОРАЦИЯТА

- 1. Актуализиране постановките относно паричния еквивалент на стойността за целите на счетоводното изследване на капиталовата стойност**
 - 1.1. Отчетът за паричните потоци като информационна база за изследване на паричната форма на стойността на корпорацията
 - 1.2. Съвременни направления при счетоводното изследване на паричните потоци
- 2. Свободният паричен поток на инвестирания капитал (FCFF) и свободният паричен поток на собствения капитал (FCFE) като предпоставка за усъвършенстване на счетоводното изследване на пасивите**
 - 2.1. Счетоводни аспекти на свободните парични потоци
 - 2.2. Определяне на свободните парични потоци (FCFF и FCFE) по счетоводни данни
 - 2.3. Прогнозиране на свободните парични потоци
 - 2.4. Место и роля на свободните парични потоци в структурата на Вътрешнофирмения отчет за паричните потоци (ВОПП)
- 3. Свободният паричен поток на инвестирания капитал (FCFF) и свободният паричен поток на собствения капитал (FCFE) в модели за оценка на корпоративната стойност**
 - 3.1. Свободният паричен поток на собствения капитал (FCFE) и оценката на стойността на собствения капитал
 - 3.2. Свободният паричен поток на инвестирания капитал (FCFF) и оценката на стойността на инвестирания в корпорацията капитал
 - 3.3. Съвместимост на свободните парични потоци с дивидентната политика и хипотезите на ТКС
- 4. Счетоводен модел на дългов капацитет в условията на несигурност за паричните потоци и риск от несъстоятелност**
 - 4.1. Несигурността за паричните потоци. Връзка на дълговия капацитет с несъстоятелността
 - 4.2. Счетоводно моделиране на потенциалния дългов капацитет
 - 4.3. Приложимост на счетоводния модел на дългов капацитет
 - 4.4. Интегриране на счетоводните модели на дългов капацитет и финансова критична точка в единен подход за позитивно счетоводно изследване на корпоративните пасиви

Заключение

ПРИЛОЖЕНИЯ

Приложение 1: Икономико-математическо моделиране на финансова критична точка

Приложение 2: Графичен анализ на видовете ливъридж

Приложение 3: Функция на стандартизираното нормално разпределение

Приложение 4: Емпирично изследване на приложението на изведените методологични постижения в областта на счетоводната практика

Използвана литература

III. СИНТЕЗИРАНО ИЗЛОЖЕНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Увод

В увода на дисертационния труд е представена актуалността на изследваните проблеми, свързани със същността и структурата на корпоративния капитал. Посочени са целта и задачите на разработката, характеризирани са предметът и обектът на изследване, представени са в резюме методологическият апарат, обхватът и ограниченията на изследването.

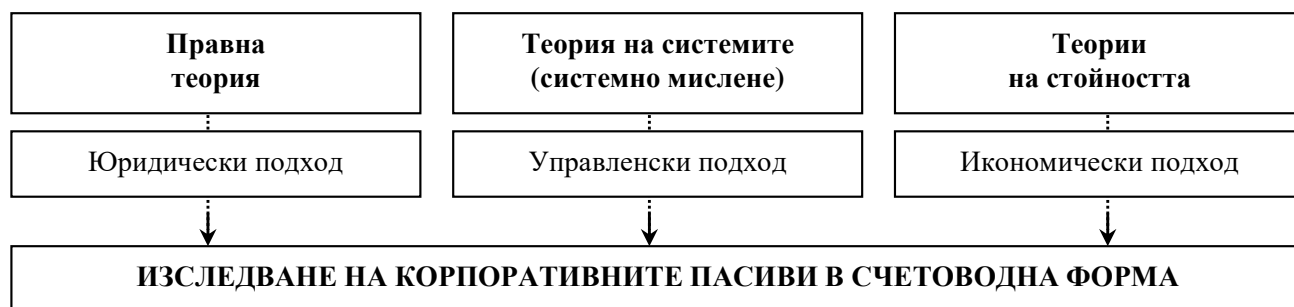
Глава първа

СЧЕТОВОДНИ АСПЕКТИ

НА ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА

В първа глава са разгледани проблемите от философски и чисто икономически характер, свързани с липсата на единна теория за същността и структурата на корпоративния капитал. На тяхна основа са изведени целите и задачите и са дефинирани основните постановки, които се приемат като изходни за изследователския процес.

Предметът на изследването се характеризира посредством три подхода (Фиг. 1). В рамките на отделните подходи е приложен историческият метод и е проследена еволюцията на възгледите, както в световната, така и в българската счетоводна теория. Счита се, че разглеждането на обекта чрез съвкупното прилагане на разнообразни подходи спомага за неговото най-пълно характеризирание като същност и съдържание.



Фиг. 1: Приложими подходи при счетоводното изследване на корпоративните пасиви

Обхватът на разработването на счетоводната теория в светлината на еволюцията на фундаменталните икономически доктрини е разширен, посредством разглеждането на съвременното счетоводно знание в контекста на институционалния икономикс от началото на XX в.¹ В изложението влиянието на институционалния контекст върху развитието на счетоводното знание се търси по линията на следните фактори:

¹ Въпреки че Институционализмът не създава нова теория за стойността и понастоящем не е оформен като единна икономическа платформа, той се счита за ценно постижение в развитието на световната икономическа мисъл. Основната причина за това е възприетият от него подход на критичност към утвърдените икономически доктрини и многостранност в методологично и идейно отношение.

индивидуални интереси на икономическите субекти, различни техни предпочитания към риска, наличие на информационна асиметрия сред икономическите агенти и други пазарни несъвършенства. Поддържа се тезата, че институционалната теория може да осигури нови методологични перспективи за развитието на счетоводния анализ.

Въпросите, свързани с методологията на научната философия, се разглеждат в глава първа като средство за същностно осмисляне на поставения проблем за корпоративния капитал и неговата структура, или по думите на К.Пергелов, с оглед „...да се въздаде адекватен гносеологически образ на изучавания предмет.”¹ Включването на възловите проблеми на научната методология в труда е продиктувано и от наличието на значителен обем критична и самокритична литература върху философско-методологичните концепции за развитието на счетоводната наука през изминалия ХХ в. Посочва се, че основният проблем се асоциира с липсата на научна работа по създаването на позитивна теория на счетоводството, която в методология на науката се разглежда като предпоставка за развитието на нормативните теории.² Методите на изследването са разгледани като съвкупност на: (а) всеобщ метод на научното познание от най-общ и универсален характер и (б) приложими общонаучни и специфични за счетоводното изследване на стойността методи на познанието (в. т.ч: историко-логически метод, системен анализ, методи на икономико-математическото моделиране и др.)

Открито е мястото на приложния финансов икономикс като теоретико-методологична основа на счетоводното изследване на разменната капиталова стойност на корпорацията. В историко-логическо единство е разгледана еволюцията на теоремите и хипотезите на Теорията за капиталовата структура, като за целите на изследването, е направен критичен сравнителен анализ на съвременните (прагматични) хипотези на Теорията за капиталовата структура. Разгледана е и връзката между икономическите школи и основните направления в развитието на Теорията след фундаменталните трудове на Ф.Модилиани и М.Милър. (Фиг. 2).

В обобщение са дефинирани следните **насоки на изследователския процес**:

Първо. Определящо значение за счетоводния анализ на корпоративните пасиви имат постулатите на неокласическата икономическа теория. Те отъждествяват целта на корпоративното управление с максимизиране пазарната стойност на акционерния капитал, признават съществуването на алтернативните разходи и рационалността в решенията на инвеститорите. Същностно допълнение към чистата икономическа

¹ Пергелов, К., „Постижения и проблеми при преподаване на счетоводните дисциплини от и във факултета през изминалите 50 години”, доклад на Международна юбилейна научна конференция, 2002, УНСС – София.

² Философите на науката считат, че именно разработването на набор от позитивни теории към даден момент ще позволи на по-късен етап отговора на редица нормативни въпроси.

Икономически школи	Еволюция в основните подходи на ТКС	Съдържание на хипотезите на ТКС
Нео-класически икономикс	Традиционен подход	Оптималният ливъридж се определя от маржиналния анализ на ползите от финансирането с относително по-евтиния заеман капитал и разходите от финансирането с относително все по-скъпия собствен капитал.
	Подход основан на ползите и разходите от финансирането с привлечен капитал	Според <i>Статичната теория</i> , основана на ползите и разходите от финансирането с привлечен капитал оптималният ливъридж се определя от маржиналния анализ на ползите и разходите от допълнителния привлечен капитал (при константни фирмени активи и инвестиции).
Институционален икономикс	Подходи основани на асиметрична информация	Според <i>Теорията за йерархичното финансиране</i> корпоративният мениджмънт предпочита финансирането с информационно най-малко чувствителните финансови средства в следната последователност: (а) вътрешното пред външното финансиране и (б) финансирането с привлечен капитал пред финансирането с външен собствен капитал. Целеви и оптимален ливъридж не се дефинират.
		Според <i>Сигналната теория</i> в условията на асиметрична информация промените в ливъриджа имат сигнална роля за капиталовия пазар и по този начин оказват влияние върху стойността на корпорацията.
	Подход основан на агентни конфликти	Агентните конфликти между акционери и мениджъри и между акционери и кредитори водят съответно до агентни разходи на собствения капитал и агентни разходи на привлечения капитал. С увеличаването на ливъриджа първите намаляват, а вторите нарастват. Минимизирането на общите агентни разходи определя оптималния финансов ливъридж.
	Подход основан на разпределението на контролните права	Целевият ливъридж се свързва с оптималното разпределение на контролните права между инструментите на собствения и привлечения капитал.

Фиг. 2: Съвременни (прагматични) хипотези на Теорията за капиталовата структура

теория са „новите идеи” на институционалния икономикс, които възприемат наличието на: информационни асиметрии, конфликти в интересите на икономическите агенти, неформални договори в организациите и др. Липсата на изградена цялостна теория за тях, към настоящия момент, затруднява адекватно им включване в счетоводното изследване, но налага необходимостта от тяхното счетоводно съобразяване при формулирането на изводи, с оглед бъдещо им включване в аналитичната рамка. Счита се, че това води до прагматизиране на изследването и до неговото по-плътно приближаване до механизмите на функциониране на пазарите като институция.

Второ. Всяко едно рационално управленско решение (както инвестиционно, така и финансово) се преценява посредством ефекта, който е оказало върху постигането на главната фирмена цел. В условията на сигурност, за счетоводния

мениджмънт максимизирането на капиталовата стойност ще съвпада с максимизацията на резултатността от корпоративната активност. Но с въвеждането на несигурността в анализа, тази перспектива коренно се променя. Съгласно Теорията за капиталовата структура, акционерите започват да се интересуват и от риска, на който са изложени техните инвестиции, тъй като той придава на резултатността (както в стойностен, така и в паричен еквивалент) случаен характер. Иначе казано, пазарната оценка на акциите се детерминира от дихотомията „резултатност-риск”. Последното обективно налага счетоводното изследване на разменната корпоративна стойност да се реализира от позициите на: (а) резултатността и (б) риска. По т. (а) се касае за определянето на релевантни отчетни измерители, а по т. (б) за изграждането на тяхна база на модели за наблюдение и управление на несигурността.

Трето. Най-характерната отлика на счетоводното знание е двойственото изучаване на стопанските процеси и операции. При това счетоводната двойственост е с универсален характер при изследването на стойността в статика и в динамика.

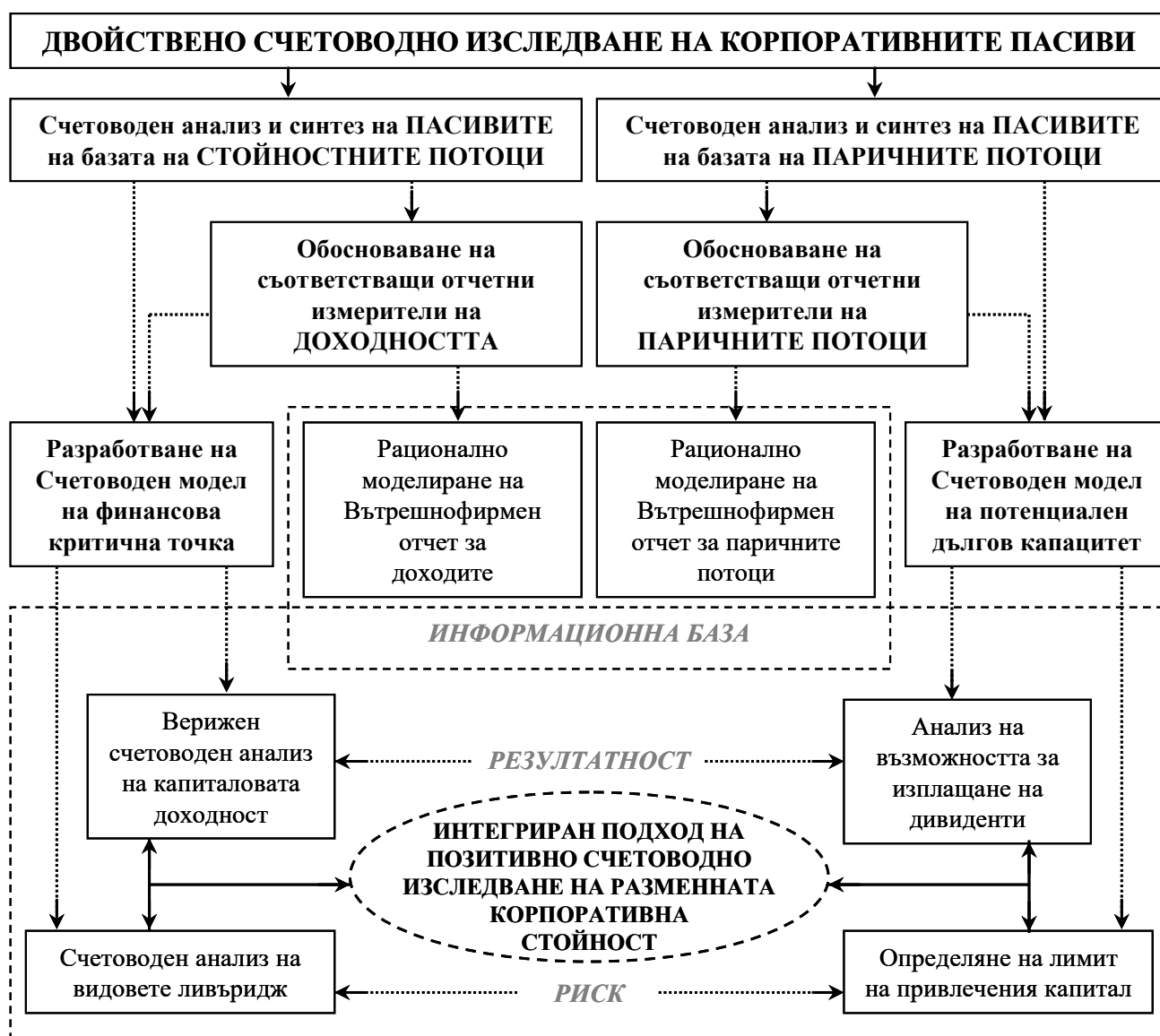
В статика външното проявление на разнородните потребителни стойности на корпорацията се изучава като активи, а проявлението на еднородните разменни стойности – като пасиви. Оценката на ефективното използване на активите и рационалното конструиране на пасивите, както се подчерта, се прави от позициите на степента, до която е максимизирана пазарната стойност на собствения капитал. Тя на свой ред се определя от дуализма „резултатност-риск”, който формира разбирането, че *всеки, който се интересува от стойността на фирмата – трябва на първо място да се интересува от приходите и разходите (стойностните потоци) и от паричните потоци и едва след това от активите и пасивите.* Тезата е изведена по постулата на съвременната философия на науката, според който: *„статиката е абстракция на динамиката;... Динамиката отразява по-общия случай... динамиката осигурява реални, универсални, истински закони...; защото природата – това е процес, тя се движи, изменя, развива, макар понякога незабележимо.”*¹ Съобразно това, за позитивното счетоводно изследване на корпоративните пасиви, целящо да установи обективните закономерности в разменната корпоративна стойност, водещо значение следва да има анализът на нейната динамика.

От позициите на счетоводната двойственост динамичното проявление на активите и пасивите се изучава от една страна *като стойностни (приходно-разходни)* и от друга *като парични потоци.* В утвърдената към момента теория, динамичният характер на основните отчетни обекти се свързва единствено с приходите и разходите. Те отразяват оборота на стойността (стопанския оборот във фазите на инвестиране,

¹ Попър, К., „Нищета историцизма”, Прогресс, М., 1993, с. 49.

производство и размяна) в корпоративната единица и са с основно значение при анализа на инвестиционните и оперативните решения. Когато обаче става въпрос за управленски решения в сферата на финансирането на дейността, разглеждането на проявлението на активите и пасивите само като стойностни потоци не е достатъчно. Необходимо е тяхното интерпретиране и от гледна точка на паричния еквивалент на стойността, който е пряко свързан с набавянето на видовете капитали и тяхното възвръщане на инвеститорите (стопанския оборот във фазата на разпределението). Иначе казано, необходимостта от изследване на двата вида потоци е поредното проявление на универсума на счетоводната двойственост.

Обобщена структура на двойственото счетоводно изследване на разменната стойност на корпоративното дружество е представена на Фиг. 3.



Фиг. 3: Структура (модел) на двойствения счетоводен анализ и синтез на корпоративните пасиви

Четвърто. Степента на ефективност на капиталовия пазар до голяма степен е свързана с качеството на информацията във финансовите отчети. Следователно, тяхното счетоводно моделиране с цел по нататъшното им усъвършенстване е необходимо условие за повишаване ефективността на пазарите.

Пето. Счетоводното изследване на пасива на баланса се извършва от позициите на нефинансовото акционерно дружество – дружествената форма, при която зависимостите в пасивното проявление на стойността се открояват най-силно.

Шесто. Не на последно място, отбелязват се постиженията на предвоенната ни счетоводна наука в областта на „капиталовата рационализация” на акционерното дружество, които формират теоретичния фундамент, на базата на който, продължава научната работа по изследване (анализ и синтез) на корпоративните пасиви в счетоводна форма. В духа на приемствеността, и при прилагането на критериите за същественост и рационален прагматизъм, надминалите времето си постижения на систематичната отчетност се актуализират с цел изграждането на хипотезите на изследването като трайни във времето счетоводни теории.

Глава втора

ВЛИЯНИЕ НА ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА ВЪРХУ СЧЕТОВОДНОТО ИЗСЛЕДВАНЕ НА ПАСИВИТЕ НА ОСНОВАТА НА СТОЙНОСТНИТЕ ПОТОЦИ В КОРПОРАЦИЯТА

Във втора глава на дисертационния труд е разгледан първият аспект на двойствения счетоводен анализ на корпоративната стойност, който се осъществява на базата на стойностните (приходно-разходните) потоци¹ във фирмата в рамките на двуединството „доходност – финансова несигурност”.

Първоначално, за целите на изследването, са актуализирани постановките за доходността. След като се обосновава, че динамиката на стойността на корпоративния капитал е опосредствана от способността на корпорацията да създава (респ. добавя) стойност за своите акционери, се оспорва тезата, че традиционните метрики на базовите показатели за доходността (определени по данни от счетоводните сметки и Отчета за доходите) могат да бъдат използвани като оценъчни заместители на създаваната от корпорацията стойност. Възприети са вижданията на неокласическата икономическа доктрина, които насочват анализа на стойностните категории към

¹ Понятието „стойностни потоци” (value flows) се въвежда от автора като работно, изразяващо потока от стойности в предприятието, определени в съответствие с принципите за счетоводното отразяване на кръгооборота на стойността (по концепцията за паричното възникване). То е контрапункт на категорията „парични потоци” (cash flows), която обхваща потока от пари и парични еквиваленти, определени в съответствие с концепцията за паричното изплащане. Възприемането на наименованието е и продължение на вековната традиция в българското счетоводство, разходите да се разглеждат като „стойностни вложения”, а приходите като „стойностни възвръщания” (Добрев, Д., *цит. съч.*, с. 105.)

концепцията за „икономическата печалба”, разбираана най-общо като превишение (добавка) над „нормалната печалба” – синоним на съвкупните разходи. Посочва се, че именно „икономическата печалба” е категорията, която пряко се свързва със създаването на стойност от фирмата, или по думите на Д.Добрев с въпросите за „стойностните образувания”. По отношение изследването на капиталовата стойност, същностната разлика между „икономическата печалба” и „счетоводната печалба” изпъква в нееднаквото третиране на разходите за видовете капитал. При метриката на икономическата доходност се вземат под внимание разходите за собствен и привлечен капитал, докато при определянето на счетоводната доходност се отчитат единствено разходите за привлечен капитал, предварително записани по съответните счетоводни сметки. Следователно, игнорирането на разходите за собствен капитал при счетоводното отчитане на кръгооборота на стойността нарушава „генетичната” връзка между счетоводно определяната доходност и капиталовата стойност на фирмата. От позициите на финансовата концепция за капитала се обосновава, че *признаването и вземането под внимание на алтернативната цена на вложения от акционерите капитал в рамките на финансовата концепция за поддържането на капитала опосредства пряката връзка между капиталовата стойност на фирмата и счетоводното определяне на доходността.*

В последващото изложение на втора глава са разгледани класическите измерители на икономическата доходност – остатъчната печалба (Residual Income) и икономическата добавена стойност (Economic Value Added):

- *Остатъчната печалба (RI)* представлява нетната печалба на фирмата, приспадната с несчетоводните разходи за собствен капитал¹ (Фиг. 4);
- *Икономическата добавена стойност (EVA)* се определя като от нетната оперативна печалба (преди лихвите) се приспаднат общите финансови разходи (Фиг. 5).

1. Нетна оперативна печалба			
2. Финансови разходи за лихви по ПК	3. Нетна печалба (след приспадане на лихвите по ПК)		
	<table border="1" style="width: 100%;"> <tr> <td style="text-align: center;">4. Несчетоводни разходи за СК (на база r – цена на СК)</td> <td style="text-align: center;">5. Остатъчна печалба (RI) $/3-4/$</td> </tr> </table>	4. Несчетоводни разходи за СК (на база r – цена на СК)	5. Остатъчна печалба (RI) $/3-4/$
4. Несчетоводни разходи за СК (на база r – цена на СК)	5. Остатъчна печалба (RI) $/3-4/$		

Фиг. 4: Нетна печалба и остатъчна печалба

¹ Определянето на несчетоводните разходи за собствен капитал на база цената на собствения капитал (r) е проблем на финансовия, а не на счетоводния анализ и не е предмет на настоящото изследване. Основните подходи, по които това се прави, са: модел за оценка на капиталовите активи (САРМ), теория за арбитражното ценообразуване (АРТ), метод на дохода от облигациите плюс очакваната премия за риска, международен модел за оценка на капиталовите активи (ICАРМ) и др.

1. Нетна оперативна печалба	
2. Общи финансови разходи (на база WACC – среднопотеглена цена на инвестирувания капитал)	3. Икономическа добавена стойност (EVA) /1-2/

Фиг. 5: Нетна оперативна печалба и икономическа добавена стойност

Подробно са представени моделите за изчисляването и прогнозирането на двете величини на базата на счетоводни данни¹, необходимите корекции на данните от системата на финансовото счетоводство, както и моделите за оценка на потенциалната стойност на корпоративния капитал на базата на двете метрики. Посредством критичен анализ са обосновани предимствата на остатъчната печалба (RI) пред икономическата добавена стойност (EVA) и е проследено съответствието на мярката с финансовата концепция за поддържането на капитала, принципите на икономическото мислене, теоремите и хипотезите на Теорията за капиталовата структура.

На тази основа е потърсено влиянието на концепцията за остатъчната печалба върху счетоводната методология за приходно-разходно съизмерване, респ. обоснована е опцията за създаването на разгърнатата структура на Вътрешнофирмен отчет за доходите (ВОД) с управленски функции при избора на източници за финансиране на корпоративната дейност. За целта в структурата на отчета е интегрирана величината на несчетоводните разходи за собствен капитал. При това, разгледана е необходимостта от диференцирано определяне на доходността в остатъчни стойности – от една страна, като остатъчна печалба при базова еднородна структура на пасива и от друга – като остатъчна печалба при фактическа смесена структура на пасива. Идентифицирана е трудността при съвместяването на двата показателя в единна схема на ВОД, поради което е възприето остатъчната печалба при базовата еднородна структура на пасива на баланса да се установява в отделна схема на Вътрешнофирмения отчет за доходите.

Предложените схеми на модела на ВОД са представени на Фигури 6 и 7.

В първата схема (Фиг. 6) се определя потенциалната остатъчна печалба (RI) при еднородна структура на пасива. Тя е изходна и показва, каква би била величината на остатъчната печалба в случай, че не е предприета никаква рационална политика по разнообразяване на източниците на финансиране. По нея се вземат само решения, свързани с оперативната и инвестиционната дейност, респ. решения касаещи базовата стопанска несигурност за фирмата.

¹ Касае се за данни относно: нетната печалба от дейността, нетната оперативна печалба, печалбата преди лихви и данъци и други счетоводни измерители.

№	Показатели	Текуща година	Предходна година
I.	Нетни приходи (TR)	...	...
II.	Себестойност на продажбите (VC) /променливи разходи/	(...)	(...)
III.	ПРЕДЕЛЕН ДОХОД (CM): /I-II/	...	...
IV.	Постоянни разходи без разходи за амортизация (FC-DA)	(...)	(...)
V.	ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ЛИХВИ, ДАНЪЦИ И АМОРТИЗАЦИИ (ЕВИТДА): /III-IV/	...	...
VI.	Разходи за амортизации (DA)	(...)	(...)
VII.	ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ЛИХВИ И ДАНЪЦИ (ЕВИТ) = ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ДАНЪЦИ (ЕВТ): /V-VI/	...	...
VIII.	Разходи за данъци (T)	(...)	(...)
IX.	НЕТНА ПЕЧАЛБА (NI): /VII - VIII/	...	...
	10. Разходи за инвестиран капитал при еднородни пасиви ($r_U E = r_U C$)	(...)	(...)
XI.	ОСТАТЪЧНА ПЕЧАЛБА (RI) ПРИ ЕДНОРОДНА СТРУКТУРА НА ПАСИВА /IX - 10/	...	...

Фиг. 6: Вътрешнофирмен отчет за доходите (ВОД)
(базова еднородна структура на пасива на Счетоводния баланс)

№	Показатели	Текуща година	Предходна година
I.	Нетни приходи (TR)	...	...
II.	Себестойност на продажбите (VC) /променливи разходи/	(...)	(...)
III.	ПРЕДЕЛЕН ДОХОД (CM): /I-II/	...	...
IV.	Постоянни разходи без разходи за амортизация (FC-DA)	(...)	(...)
V.	ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ЛИХВИ, ДАНЪЦИ И АМОРТИЗАЦИИ (ЕВИТДА): /III-IV/	...	...
VI.	Разходи за амортизации (DA)	(...)	(...)
VII.	ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ЛИХВИ И ДАНЪЦИ (ЕВИТ): /V-VI/	...	...
VIII.	Разходи за лихви по привлечен капитал (iL)	(...)	(...)
IX.	ПЕЧАЛБА ПРЕДИ ДАНЪЦИ (ЕВТ): /VII - VIII/	...	...
X.	Разходи за данъци (T)	(...)	(...)
XI.	НЕТНА ПЕЧАЛБА (NI): /IX - X/	...	...
	12. Разходи за собствен капитал при смесени пасиви ($r_L E$)	(...)	(...)
XIII.	ОСТАТЪЧНА ПЕЧАЛБА (RI) ПРИ СМЕСЕНА СТРУКТУРА НА ПАСИВА /XI - 12/	...	...

Фиг. 7: Вътрешнофирмен отчет за доходите (ВОД)
(смесена структура на пасива на Счетоводния баланс)

Във втората схема на модела (Фиг. 7) като краен измерител се определя фактическата остатъчна печалба (RI) при формираната структура на пасива. Тя показва, каква е величината на реализираната остатъчна доходност, в резултат както на инвестиционната, така и на финансовата политика. Сравнителният анализ на резултатите за остатъчната печалба при двете схеми на модела е ориентиран на управленските решения по структурирането на пасива на баланса, респ. на решенията касаещи финансовата несигурност за акционерите.

Изведеният модел за приходно-разходно съпоставяне се различава от

утвърдения в международно признатата нормативна рамка, но на практика изразява еквивалентни икономически зависимости в движението на стойността. Той прагматизира тезата на Д.Добрев, че макар разходите за собствения капитал да не се калкулират в себестойността на продукцията, „... всяко стопанство е в правото си да олихвява своя капитал, защото само реализираната свръх печалба, надвишаваща олихвяването, ще представлява една чиста печалба. ... Касае се, следователно, да се разграничи печалбата на стопанството в лихви на капитала от неговата стопанска печалба.”¹ Счита се, че предложените разширени форми на ВОД реализират основните задачи на традиционните схеми на Отчета и предлагат следните основни **предимства**:

Първо: логически обединяват традиционния измерител на печалбата като „нетна” и съвременната нейна метрика като „остатъчна” и разкриват обективните базисни зависимости при движението на стойността – обособяват напълно производствените от общите финансови разходи на корпорацията.

Второ: правят отчетния синтез на приходи и разходи икономически правомерен инструмент за прякото определяне и прогнозиране на остатъчната печалба с цел изследване на влиянието на промените в структурата на пасива върху динамиката на капиталовата стойност и степента на несигурност, на която са изложени корпоративните акционери.

Трето: допринасят за разгръщането на гносеологичния потенциал на счетоводството като икономическо знание за научен анализ и синтез на стойността на фирмата.

В допълнение, предложените схеми онагледяват тезата, че финансовите решения оказват съществен ефект върху величината на остатъчната печалба при смесена структура на пасива. Като се има предвид, че остатъчната печалба е пряко свързана със създаването на нова стойност във фирмата, се прави изводът, *че финансовите решения, при равни други условия, влияят на стойността на фирмата, по същия начин, както и инвестиционните такива.*

В последния параграф на глава втора са разгледани въпросите за влиянието на структурирането на източниците на средства върху другия важен детерминант на стойността на фирмата – несигурността за реализирането на доходността, респ. за потока от стойности на корпорацията. Традиционно степента на обща несигурност се измерва посредством вариацията на нетната доходност, определена чрез относителните показатели норма на възвръщаемост от собствения капитал (ROE) или доход на една акция (EPS) – измерители, които не са подходящи за оценка на създаваната корпоративна стойност, тъй като не съществува пряка връзка между тях и бъдещата динамика на стойността на акционерния капитал. Съобразно това и въз

¹ Добрев, Д., *цит. съч.*, с. 235-236.

основата на критичен анализ на общоприетата практика за анализ на финансовата несигурност, се предлага нов модел за нейното изследване на базата на остатъчната доходност за собствениците на корпорацията. Той се базира на пряката връзка между остатъчната печалба и корпоративната стойност.

Конвенционалният модел на финансова критична точка се използва като основа за счетоводното моделиране на зависимостите в пасивното проявление на стойността. Той, най-общо, изразява връзката между изменението на печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) и счетоводната норма на възвръщаемост от собствения капитал (ROE) по отношение на различни алтернативи за финансиране на дейността. Целта при използването на модела е да се определи онази печалба ЕБИТ', при която ROE' не зависи от формираната структура в пасива на баланса. Традиционно се прилага формулата:

$$\text{ЕБИТ}' = iC$$

където:

i – пределин лихвен процент (%)

C – отчетна стойност на инвестиция капитал

Основната критика на икономистите към модела на финансова критична точка е свързана с факта, че той напълно игнорира влиянието на несигурността за акционерите, която резултира в промяна на изискуемата от тях норма на възвръщаемост (r) при различните алтернативи за капиталово акумулиране. Това, от своя страна, води до своеобразен парадокс между начина на вземане на финансови решения в корпорацията и последващата оценка на постигнатите резултати. Решенията се оценяват посредством ефекта, който са оказали върху пазарната стойност на акционерния капитал, а традиционно се вземат чрез анализ на потенциалното им влияние върху ROE – счетоводна норма, която няма пряко отношение към създаването на стойност за корпоративните собственици. В преодоляването на това несъответствие помага *нормата на остатъчна възвръщаемост от собствения капитал (RROE)*, която като разлика между постиганата от корпорацията рентабилност (ROE) и изискуемата от акционерите възвръщаемост (r), интегрира в анализа влиянието на несигурността. По този начин, тя може ефективно да се използва за оценката на промените в пазарната стойност на фирмата и да се сравнява с постигнатите крайни резултати – обстоятелство, което е в основата на предлагания качествено нов модел на изследване на критичните съотношения в пасива на счетоводния баланс по зависимостта “ЕБИТ–RROE”.

Предлаганият счетоводен модел на финансова критична точка изразява връзката между изменението на печалбата преди лихви и данъци (ЕБИТ) и остатъчната

възвръщаемост от собствения капитал (RROE) по отношение на различни алтернативи за финансиране на дейността. Резултат от използването на модела за всеки две алтернативи на финансиране ще бъде намирането на онази печалба EBIT”, при която RROE” е еднаква, независимо от формираната структура в пасива на баланса. Математическото моделиране на равновесната печалба преди лихви и данъци (EBIT”) е подробно изложено в Приложение 1. По-долу е представен само крайният резултат:

$$\text{EBIT}'' = iC + \frac{C(r_1 - r_2)}{(L_1/E_1 - L_2/E_2)(1-t)}$$

където:

r_n – цена на СК при разглежданите алтернативи на финансиране (%)

L_n/E_n – съотношение ПК/СК при разглежданите алтернативи на финансиране

t – пределна данъчна ставка (%)

Следователно, равновесната EBIT”, при която нормата на остатъчна възвръщаемост от собствения капитал (RROE”) за две алтернативи на финансиране е една и съща, независимо от източниците на финансиране, се определя от сбора на: *първо*, произведението на пределния за корпорацията лихвен процент (i) и сумата на инвестирания капитал (C) и *второ*, величината $C(r_1 - r_2)/(L_1/E_1 - L_2/E_2)(1-t)$. Последният израз е частно на: (а) произведението на сумата на инвестирания капитал (C) и спреда между изискуемите норми на възвръщаемост при двете алтернативи на финансиране ($r_1 - r_2$) и (б) разликата между формираните капиталови лостове при двете алтернативи ($L_1/E_1 - L_2/E_2$), умножена с $(1-t)$. За разлика от конвенционалния модел, критичната точка при предложения модел *не е еднаква* за всички възможни алтернативи на финансиране, тъй като освен от лихвения процент и сумата на инвестирания капитал, тя зависи и от формирания капиталов лост, оказващ влияние върху изискуемата от акционерите норма на възвръщаемост.

Както всеки икономически модел, така и предложеният счетоводен подход за определяне на критичните зависимости в пасивното проявление на стойността има своите условности. Те се дължат на допускането за *неизменна цена на привлечения капитал (i) при промени във финансовия ливъридж*. По начало, положителната връзка между увеличаването на задлъжнялостта и вероятността от финансова несъстоятелност внушава, че цената на привлечения капитал за корпорацията също нараства с увеличаването на ливъриджа над една определена стойност. Съществува, обаче, методологична неяснота относно определянето на този стойностен праг – обстоятелство, което обективно препятства включването на динамиката в цената на привлеченото финансиране в аналитичната рамка на модела. Така или иначе, вземането под внимание на въпросната динамика ще има значение само за екстремалните стойности на ливъриджа, а корпоративната практика показва, че

мениджърите всячески се опитват да избягват едно такова рисково поведение.

На основата на разкриване на връзката между традиционната и изведената счетоводна методика, се обосновават следните **основни предимства** на предложения нов модел за анализ на резултатното участие на корпорацията на капиталовия пазар:

Първо: за разлика от традиционния подход, който изцяло игнорира несигурността, счетоводният модел, посредством включването в анализа на изискуемата от акционерите норма на възвръщаемост, *позволява издържан анализ на влиянието на различните структури на пасива на баланса върху финансовата несигурност* за акционерите, а оттам и върху стойността на акционерния капитал. С други думи, счетоводният модел позволява приближаване на анализа на критичните зависимости до съвременните постижения на Теорията за капиталовата структура, в които водеща е ролята на несигурността.

Второ: съвременният модел поддържа *счетоводния принцип на предпазливостта* като ограничава зоната на изгодата от финансирането на стопанската дейност с привлечен капитал.

Трето: при допускането, че капиталовите пазари са перфектни, разликата между предложения и традиционния модел е маржинална (пределна), т.е. *новият модел се представя поне толкова добре, колкото и традиционния*.

Четвърто: при допускането, че изискуемата от акционерите норма на възвръщаемост е неизменна по отношение на промените във финансовия ливъридж на корпорацията, изведеният счетоводен модел се трансформира в добре познатия традиционен модел. Другояче казано, *конвенционалният модел е частен случай на изведения общ такъв*.

Пето: в счетоводния модел *лесно могат да бъдат включени редица пазарни несъвършенства* (информационна асиметрия, агентни конфликти и др. категории от институционалния икономикс), което го прави по-реалистичен и прагматичен.

Шесто: разработването на модела е в пълно съответствие с тезите на *съвременната философия на науката* за приложение на хипотетико-дедуктивното мислене и критерия за фалсифицируемостта.

Седмо: не на последно място по важност, съвременният счетоводен модел е част от разработването на *позитивната счетоводна теория*.

В последващото изложение на труда, са обосновани допълнителните приложни възможности на модела, в т.ч.: за адекватен количествен (стойностен) и качествен (икономически) анализ на видовете ливъридж (определени в остатъчни стойностни параметри), както и за верижен анализ на стойността на акционерния капитал.

В допълнение, разгледано е приложението на модела за анализ на ефекта от

финансовия ливъридж, който носи информация за ефективността на дейностите по оптимизация на структурата на инвестирания капитал. Досега въпросният ефект се определяше от отношението между счетоводната норма на възвръщаемост от собствения капитал и счетоводната норма на възвръщаемост от инвестирания капитал (ROE/ROC). Приемаше се, че този ефект облагодетелства собствениците, ако на кредиторите се плати норма на възвръщаемост по-ниска от нормата на възвръщаемост от общия инвестиран капитал. Иначе казано, следваше се правилото, че щом пределният лихвен процент (i) е по-нисък от възвръщаемостта от инвестирания капитал (ROC), то $ROE > ROC$ и съответно, ефектът на ливъриджа е благоприятен.

Предложеният подход за определяне на ефекта от финансовия ливъридж в остатъчни стойности показва, че това условие ($i < ROC$) е необходимо, но не и достатъчно да повиши благосъстоянието на акционерите, тъй като то третира само влиянието върху доходността, но не и върху несигурността за потока от стойности за акционерите. Ето защо, то се допълва от още едно изискване, изразяващо се в следното: *необходимо е да се отчете и относителното нарастване на изискуемата от акционерите норма на възвръщаемост при смесени пасиви над тази при еднородни пасиви ($r_L > r_U$)*. Последното е видно от следното неравенство:

$$\begin{aligned} & \mathbf{RROE} > \mathbf{RROC} \text{ когато:} \\ & \mathbf{ROE} - r_L > \mathbf{ROC}(1-t) - r_U \text{ или} \\ & \mathbf{ROE} > \mathbf{ROC}(1-t) + (r_L - r_U) \text{ или} \\ & \mathbf{ROE} - \mathbf{ROC}(1-t) > r_L - r_U \end{aligned}$$

където:

- ROE** – счетоводна норма на възвръщаемост от собствения капитал (%)
- ROC** – счетоводна норма на възвръщаемост от инвестирания капитал (%)
- RROE** – норма на остатъчна възвръщаемост от собствения капитал (%)
- RROC** – норма на остатъчна възвръщаемост от инвестирания капитал (%)
- r_L – цена на собствения капитал при смесена структура на пасива (%)
- r_U – цена на собствения капитал при еднородна структура на пасива (%)
- t – пределна данъчна ставка (%)

Или, за да е изпълнено неравенството $ROE > ROC$, *необходимо условие е $ROC > i$, т.е. постиганата обща възвръщаемост да е по-висока от цената на използвания привлечен капитал*, а за да е в сила $RROE > RROC$, *достатъчно условие е $ROE - ROC(1-t) > r_L - r_U$, т.е. нарастването на възвръщаемостта от собствения капитал над възвръщаемостта от инвестирания капитал да превишава относителното нарастване на изискуемата от собствениците норма на възвръщаемост при смесени пасиви над тази при еднородни пасиви*. Стига се до извода, че в съчетаването на тези две обстоятелства се крие реалният ефект от финансовия ливъридж. Емпиричните резултати (Приложение 4, т. 2.2.3) напълно потвърждават направения извод.

Глава трета

ВЛИЯНИЕ НА ТЕОРИЯТА ЗА КАПИТАЛОВАТА СТРУКТУРА ВЪРХУ СЧЕТОВОДНОТО ИЗСЛЕДВАНЕ НА ПАСИВИТЕ НА ОСНОВАТА НА ПАРИЧНИТЕ ПОТОЦИ В КОРПОРАЦИЯТА

В последната глава на дисертационния труд е разгледан вторият аспект на двойствения счетоводен анализ на корпоративната стойност, осъществяващ се на базата на паричния еквивалент на стойността в рамките на дуализма „парични потоци – риск от несъстоятелност” и представляващ логическо продължение на изследването на стойностните потоци. В последна сметка финансовите решения на мениджърите, както и икономическите решения на инвеститорите, почиват на преценката за възможностите на дадено предприятие да генерира пари и парични еквиваленти, както и за възможностите му да ги създава навреме и с определена степен на сигурност.¹

За целите на изследването, първоначално са разгледани съвременните направления при счетоводното изследване на паричните потоци на корпорацията. Традиционно, паричните средства, свързани със структурата на пасивите на корпорацията, се изучават от счетоводството *като специфични финансови разходи за видовете капитали на корпорацията*. Под влияние на ускореното развитие на приложния финансов икономикс от средата на миналия век, и по конкретно на Теорията за капиталовата структура, техният счетоводен анализ придобива нова светлина – започват да се изследват *като обусловени от капиталите парични потоци*, респ. по *концепцията за „свободните парични потоци”*. Последните, най-общо, представляват паричните потоци на разположение за удовлетворяване изискванията на инвеститорите на капитали във фирмата (акционери и кредитори). Тази концепция е в основата на съвременното разбиране за управление на паричните потоци, максимизиращо стойността на фирмата. С други думи, свободните парични потоци опосредстват зависимостта „парични потоци – капиталова стойност”, аналог на зависимостта „доходност – капиталова стойност”, предпоставена от разбирането за „остатъчната печалба” на фирмата.

В последващото изложение е разкрито икономико-познавателно значение на двете основни мерки на свободните парични потоци – Свободния паричен поток на инвестирувания капитал (Free Cash Flow to Firm) и Свободния паричен поток на собствения капитал (Free Cash Flow to Equity):

- *Свободният паричен поток на инвестирувания капитал (FCFF)* е наличният паричен поток за вложителите на капитал в корпорацията (акционери и кредитори), останал след изплащането на съвкупните производствени

¹ „Общи положения за изготвянето и представянето на финансови отчети, §15. (публикувани в „Международни стандарти за финансови отчети (МСФО™)”, Част I, изд. на ИДЕС, С., 2005)

разходи, извършването на инвестиции в дълготрайни активи и оборотен капитал с цел поддържането на производствения капацитет на фирмата и погасяването на дължимите за периода данъчни задължения.

- *Свободният паричен поток на собствения капитал (FCFE)* се определя като наличния паричен поток за обикновените акционери, останал след изплащането на съвкупните производствени разходи, извършването на инвестиции в дълготрайни активи и оборотен капитал с цел поддържането на производствения капацитет на фирмата, погасяването на дължимите данъчни задължения, както и на лихвите и главниците по привлечения капитал (Фиг. 8).

1. Парични постъпления от оперативна дейност				
2. Парични плащания за оперативна дейност (без разходи за лихви)	3. Нетни инвестиции в ДА	4. Нетни инвестиции в НОК	5. Свободен паричен поток на инвестирания капитал (FCFF) /1-2-3-4/	
			6. Разходи за лихви	7. Нетно кредитиране
			8. Свободен паричен поток на собствения капитал (FCFE) /5-6+7/	

Фиг. 8. Парични потоци по видове дейности и свободни парични потоци

Подробно са представени известните модели за изчисляването и прогнозирането на свободните парични потоци на базата на счетоводни данни¹, както и моделите за оценка на потенциалната стойност на корпоративния капитал на базата на двете метрики. Посредством критично изследване е проследена връзката между свободните парични потоци и дивидентната политика на корпорацията, както и съвместимостта на концепцията с теоремите и хипотезите на Теорията за капиталовата структура.

На тази основа е потърсено отражението на свободните парични потоци върху счетоводната методология за съпоставяне на входящи и изходящи парични потоци, респ. обоснована е възможността за по-рационално структуриране на Вътрешно-фирмения отчет за паричните потоци (ВОПП) по задълбоченото познаване на зависимостите между входящите и изходящите парични потоци. За целта в структурата на отчета са интегрирани свободните парични потоци като междинни показатели с фундаментална роля при счетоводното изучаване на използваните видове капитали на основата на паричния еквивалент на стойността. Предложената схема на ВОПП има вида, представен на Фиг. 9.

¹ Касае се за данни от Отчета за доходите (нетна печалба, печалба преди лихви и данъци, печалба преди лихви, данъци и амортизации) и от Отчета за паричните потоци (нетни парични потоци от оперативна дейност).

№	Показатели	Текуща година	Предходна година
I.	Нетна печалба (NI)	...	...
II.	Непарични позиции (NNC)		
	1. Амортизация на дълготрайни активи	...	...
	2. Загуба от валутни операции	...	...
	3. Печалба от валутни операции	(...)	(...)
	4. Загуба от продажба на дълготрайни активи	...	...
	5. Печалба от продажба на дълготрайни активи	(...)	(...)
	6. Разходи по реструктуриране	...	...
	7. Амортизация на дисконти от емисии на облигации	...	...
	8. Амортизация на премии от емисии облигации	(...)	(...)
	9. Увеличение на пасиви и намаление на активи по отсрочени данъци	...	...
	10. Увеличение на активи и намаление на пасиви по отсрочени данъци	(...)	(...)
	Общо II: /1+2+3+4+5+6+7+8+9+10/	...	...
III.	Инвестиции в нетен оборотен капитал (ΔWC)		
	11. Намаления на краткотрайни активи (без пари)	...	...
	12. Увеличение на краткотрайни активи (без пари)	(...)	(...)
	13. Увеличение на краткосрочни пасиви	...	...
	14. Намаления на краткосрочни пасиви	(...)	(...)
	Общо III: /11+12+13+14/	(...)	(...)
IV.	НЕТЕН ПАРИЧЕН ПОТОК ОТ ОПЕРАТИВНА ДЕЙНОСТ (CFO): /I+II+III/	...	...
	15. Следданъчни разходи за лихви ($iL(1-t)$)	...	...
V.	Нетни инвестиции в ДМА и НА (ΔFC)		
	16. Постъпления от продажба на ДМА и НА	...	...
	17. Закупуване и придобиване на ДМА и НА	(...)	(...)
	Общо V: /16+17/	(...)	(...)
VI.	СВОБОДНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ НА ИНВЕСТИРАНИЯ КАПИТАЛ (FCFF): /IV+15+V/	...	...
	18. Следданъчни разходи за лихви ($iL(1-t)$)	(...)	(...)
VII.	Нетно кредитиране (ΔNB)		
	19. Постъпления от увеличение на привлечения капитал	...	...
	20. Изплащане на задължения по привлечения капитал	(...)	(...)
	Общо VII: /19+20/	...	...
VIII.	СВОБОДНИ ПАРИЧНИ ПОТОЦИ НА СОБСТВЕНИЯ КАПИТАЛ (FCFE): /VI+18+VII/	...	...
IX.	Операции и сделки със собственици		
	21. Изплащане на дивиденди (Div)	(...)	(...)
	22. Емитиране и изкупуване на акционерен капитал	...	...
	Общо IX: /21±22/	(...)	(...)
X.	Нетни инвестиции в други активи	(...)	(...)
XI.	НЕТНО УВЕЛИЧЕНИЕ/НАМАЛЕНИЕ НА ПАРИЧНИТЕ СРЕДСТВА И ЕКВИВАЛЕНТИ (NCF): /VIII+IX+X/	...	...
XII.	Парични средства и еквиваленти в началото на периода (CF₀)	...	...
XIII.	Парични средства и еквиваленти в края на периода (CF₁): /XII ±XI/	...	...

Фиг. 9: Вътрешнофирмен отчет за паричните потоци (ВОПШ), косвен метод¹

¹ Представеният модел е изготвен при хипотезата на допустимия подход на IAS/IFRS и US GAAP за категоризиране на получените лихви и дивиденди и на изплатените лихви като парични потоци от оперативна дейност, а на изплатените дивиденди като парични потоци от финансова дейност.

Макар моделът да се различава от утвърдения в международно признатата нормативна рамка, той се конструира по същата методика, от същите информационни източници и изразява същите икономически зависимости в движението на паричната форма на стойността. В него е отделена самостоятелна позиция на всеки от ключовите показатели: „нетен паричен поток от оперативна дейност“; „свободни парични потоци на инвестирания капитал“; „свободни парични потоци на собствения капитал“ и „нетно увеличение/намаление на паричните средства и еквиваленти“ за периода.

Нетните парични потоци от инвестиционната и финансовата дейности не се представят във ВОПП като самостоятелни раздели. Последното се определя едновременно като несъвършенство на модела и като негово най-голямо преимущество. От една страна, характеристиката на недостатък произхожда от обстоятелството, че IAS/IFRS и US GAAP изискват паричните потоци в отчета да бъдат групирани по видове дейности, в т.ч. по инвестиционна и финансова дейности. От друга страна, обаче, предимството от разделянето на паричните потоци от привлечения капитал (Раздел VII „Нетно кредитиране“) и на тези от собствения капитал (Раздел IX „Операции и сделки със собственици“) позволява обособяването на свободните парични потоци в модела и разкриването на резултата от финансирането с различните видове капитали. Възможно е нетните ефекти от инвестиционната и финансовата дейности да се представят в пояснителни бележки към ВОПП, но не това ще бъде най-важното. Всеки потребител, който пряко се интересува от въпросните ефекти може лесно да ги изчисли допълнително, както следва:

- нетните парични потоци от инвестиционната дейност – като сума на съответните раздели – Раздел V¹ и Раздел X;
- нетните парични потоци от финансовата дейност – като сума на съответните раздели – Раздел VII и Раздел IX.

Предложената разширена форма на ВОПП на качествено нова основа (концепцията за „свободните парични потоци“) реализира основните задачи на традиционната схема на Отчета за паричните потоци и предлага следните основни *предимства*:

Първо: позволява обединяването на традиционните измерители на паричните потоци като „нетни“ и на съвременната метрика на потоците като „свободни“ в едно логическо цяло, разкриващо обективните базисни зависимости между входящите и изходящите потоци в парична форма.

¹ Съгласно дефиницията за свободните парични потоци, нетните инвестиции в дълготрайни материални и нематериални активи включват само необходимите инвестиции за поддържането на оперативния капацитет на предприятието. Това обстоятелство налага нетните инвестициите в други активи да бъдат обособени в самостоятелен раздел в рамките на ВОПП.

Второ: прави счетоводния синтез на паричните потоци икономически правомерен инструмент за прякото определяне и прогнозиране на свободните парични потоци с цел изследване влиянието на промените в структурата на пасива върху динамиката на корпоративната стойност и степента на несигурност за устойчивото генериране на парични потоци в бъдеще.

Трето: способства за утвърждаване на счетоводното знание като икономико-аналитична теория, а не само като рутинна счетоводна отчетност.

Резултатите от проведеното емпирично изследване (Приложение 4, т. 3.1.2) показват, че интегрирането на свободните парични потоци във ВОПП, освен че разгръща неговото информационно съдържание, *способства и за подобряване генетичната връзка между ВОПП и отчета за доходите (ОД)* – счетоводно-информационния масив, служещ като база за изготвянето на ОПП. В последна сметка, за прогностично-аналитични цели, винаги се търси съответствието между отчетно начислените приходи и разходи и тяхното финансово признаване като потоци в паричен еквивалент, тъй като операциите, които пораждаат приходите и разходите в предприятието са с детерминиращ ефект върху размера и динамиката на генерираните парични средства и парични еквиваленти.

В последния параграф на глава трета са разгледани въпросите за влиянието на структурирането на източниците на средства върху риска от несъстоятелност (и евентуална ликвидация), свързан с вероятността бъдещите парични потоци да не могат да покриват плащанията, както по финансовите разходи, така и по главниците на привлечения капитал. Именно в риска от несъстоятелност се фокусират всички аргументи на Теорията за капиталовата структура против използването на привлечен капитал в структурата на капитала. Съобразно това, въпросът е за очакваната вариация на входящите парични потоци и контрола върху изходящите такива, респ. до каква степен могат да се приемат допълнителни изходящи потоци. От тези позиции, изследването на риска от несъстоятелност в счетоводна форма се свежда до проблема за обективното определяне на „една нормална съразмерност” в „*съотношението на собствения капитал към дълговете въобще*”¹. Иначе казано, касае се за намирането на подходящи „*граница на ползване на чуждия капитал*”², или на т.нар. „дългов капацитет” (debt capacity).

За целите на изследването дълговият капацитет е дефиниран като *максималния размер на финансовата задлъжнялост (използвания капитал с фиксирани финансови разходи), който фирмата може да обслужва адекватно*. Счита се, че възприетият

¹ Добрев, Д., „Учение за балансите от счетоводно, стопанско и юридическо гледище и с оглед към прилагането на Закона за търговските книги”, С., Печатница на Армейския военно-издателски фонд, 1922, с. 76.

² Добрев, Д., „Учение за отделното стопанство”, Печатница „Х.Г.Данов”, С., 1941, с. 157.

подход е в съответствие с разбирането на мениджърите за границата на привлечения капитал като вероятност от неплатежоспособност и съответно от несъстоятелност за корпорацията и приближава тезите на Теорията за капиталовата структура до условията на съвременната практика, което до голяма степен определя неговата приложна стойност. Първоначално са разгледани конвенционалните стандарти за дългов капацитет на предприятието, обобщени в следните две направления: (а) активно-пасивни съотношения от Счетоводния баланс и (б) приходно-разходни съотношения от Отчета за доходите. Обосновани са предимствата на подхода за оценка на риска и определянето на стандарт за дългов капацитет на базата на Отчета за доходите пред този основан на данни от Счетоводния баланс, както и недостатъците на метриката, произтичащи от използването на стойностните (приходно-разходни) потоци като заместители на паричните (входящи и изходящи) потоци. На тази основа и при възприемане на разбирането, че паричните потоци са най-важното средство за контрол на ликвидността на фирмата, е предложено предефиниране на въпросния подход по отношение на паричния еквивалент на стойността, което има за резултат получаването на по-адекватен и недвусмислен стандарт за дългов капацитет на корпорацията. Показателят на покритието, определен на основата на реалната величина на паричните потоци има вида:

$$\begin{aligned}
 \text{Коефициент на покритието на дълга на база парични потоци} &= \frac{\text{Свободни парични потоци на инвестиция капитал (FCFF)}}{\text{Фиксирани финансови плащания (FFC)}} = \\
 &= \frac{\text{Свободни парични потоци на инвестиция капитал}}{\text{Разходи за лихви (следанъчни) + Главници по привлечен капитал (вкл. лизингови плащания) + Дивиденди по привилегирани акции}}
 \end{aligned}$$

В числителя на съотношението се използва прогнозният свободен паричен поток на инвестиция капитал (FCFF), като разполагаемия паричен поток за удовлетворяване претенциите на инвеститорите в привлечен и собствен капитал. Знаменателят на формулата, по аналогия на конвенционалните показатели на покритието, представлява прогнозните фиксирани финансови плащания (FFC – Fixed Financial Charges). Те включват фиксираните финансови разходи и главниците по привлечения капитал. Аналитичният модел на дълговия капацитет показва, че колкото по-близо до 1 е стойността на показателя, толкова по-рисково е обслужването на финансовите задължения на предприятието, при равни други условия. Трябва да се има предвид, че дори когато стойността е под 1, корпорацията би могла да посреща фиксираните финансови плащания, но само ако има възможност да преговори част от задълженията си или да продаде част от ресурсите си.

При определянето на показателя е необходимо счетоводно съобразяване със следните *особености*:

- FCFF по дефиниция е разполагаемият следданъчен поток за инвеститорите. Това обстоятелство налага величините в знаменателя на съотношението също да бъдат следданъчни.
- Дивидентите по привилегированите акции не представляват заплаха за финансовата стабилност на корпорацията, но се включват при определянето на коефициента с цел отразяване на счетоводния консерватизъм към аспектите на несигурността.
- Показателят за покритието може да се определя за отчетни периоди с различна продължителност. Изискването е величините в числителя и знаменателя на отношението да се отнасят за отчетни периоди с еднаква продължителност.

Изтъкнато е, че изведеният показател на покритието на база парични потоци е индикатор за възможността на корпорацията да обслужва адекватно определена сума фиксирани плащания по привлечения капитал. В рамките на тази възможност, ключово значение при избора на вида финансиране с привлечен капитал има цената на заемното финансиране. Общото правило е *да се предпочита тази алтернатива, чийто изходящ разходен поток има най-ниска настояща стойност*.¹ По този начин се създават възможности за „най-изгодно и сигурно парично-капиталово финансиране”², което на свой ред рефлектира в максимизиране стойността на акционерния капитал.

Предложената метрика на дългов капацитет няма претенции да представлява последна дума по проблема с риска от несъстоятелност (и ликвидация). Основната причина за условността на модела е обстоятелството, че рискът е само един от детерминантите на решението за структурирането на корпоративните пасиви. Допълнителни *вътрешно-фирмени фактори* за това са: структурата на актива на баланса; различни споразумения с кредитори, налагащи поддържането на определени балансови съотношения и др. Поради спецификата на проявление в рамките на корпоративната организация, влиянието на въпросните фактори в изложението се отчита само като съпътстващо спрямо основния детерминант – фундаменталния риск от несъстоятелност. В допълнение, *външни за фирмата фактори* също могат да повлияят избора финансиране. Сред тях са евентуалните ограничения в предлагането на заеман капитал (в резултат на различни макроикономически условия и провежданата монетарна политика), както и текущите условия на капиталовия пазар

¹ Samuels, J., F.Wilkes and R.Brayshaw, “*Management of Company Finance*”, 5th ed. Chapman&Hall, 1994, p.348.

² Добрев, Д., *цит. съч.*, с. 104.

(особено по отношение на дългосрочното финансиране). Тяхното влияние може да доведе до ограничаване на дълговия капацитет на корпорациите под нивото, определено от показателя за покритието. Важно е да се подчертае, че предложеното съотношение, макар и не безусловно, е едно по-добро приближение до идеята за потенциален дългов капацитет, особено в условията на спад на икономическата активност. Неговите **основни предимства** са:

Първо: изведеният счетоводен модел на дългов капацитет осигурява систематична обвързаност на сумите, необходими за обслужване на финансовата задлъжнялост с паричните средства, налични за тяхното покриване и позволява *по-издържан в икономическо отношение анализ на влиянието на структурата на пасива върху риска от несъстоятелност*.

Второ: моделът на база зависимостите във ВОПП отчита нуждите от инвестиции в нови дълготрайни активи и нетен оборотен капитал и по този начин позволява вземане под внимание *необходимостта от поддържането на оперативния капацитет* на предприятието.

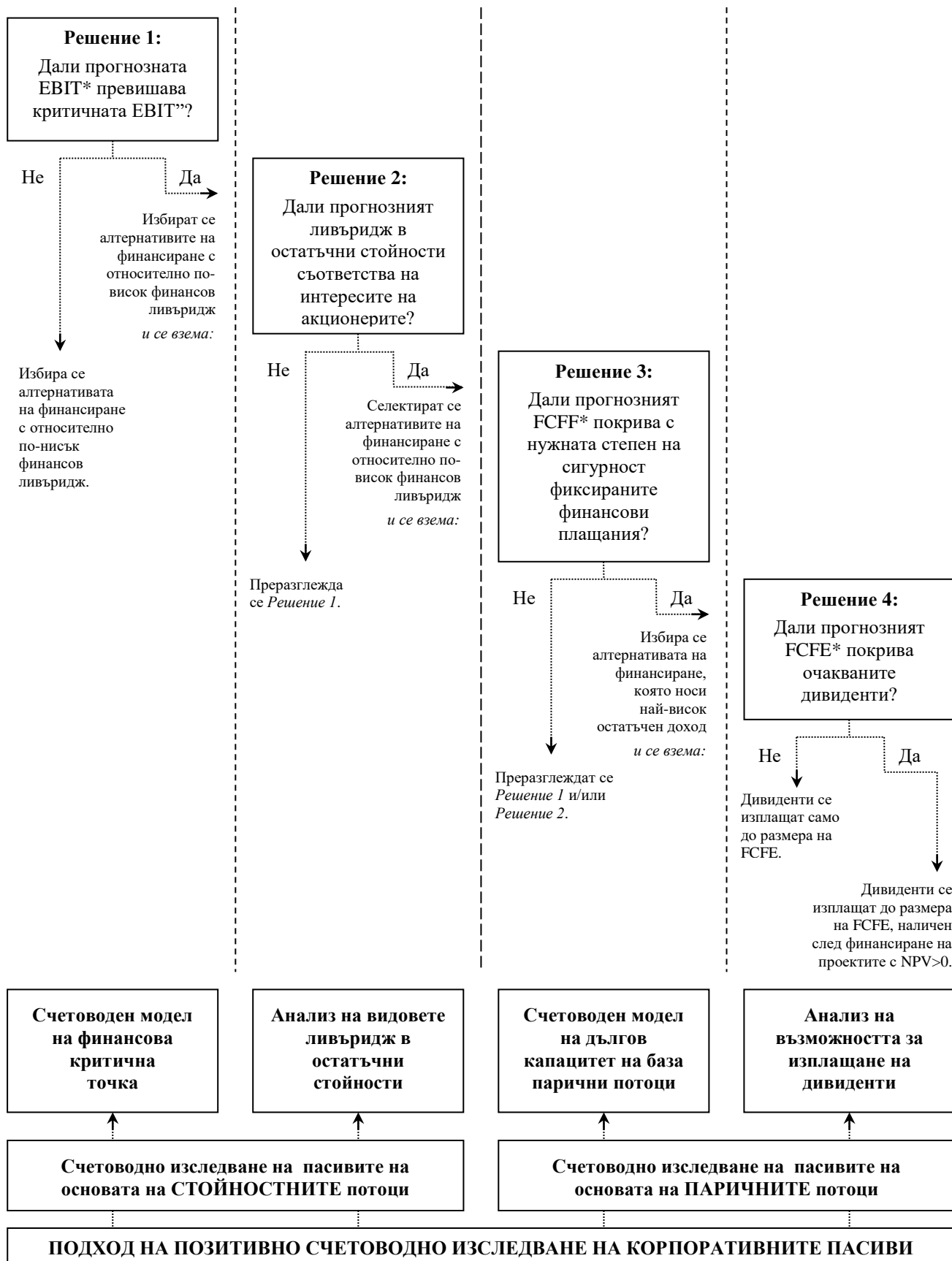
Трето: в модела *лесно могат да бъдат включени редица пазарни несъвършенства*, което го прави по-реалистичен и прагматичен.

Четвърто: разработването на модела е в пълно съответствие с тезите на *съвременната философия на науката* за приложение на хипотетико-дедуктивното мислене и теорията на критичната рационалност.

Пето: моделът е част от разработването на *позитивната счетоводна теория*.

В последващото изложение на труда, моделът за дълговия капацитет на база паричните потоци е прагматизиран с оглед неговото приложение в счетоводната практика за целите на определянето на лимит (горна граница) на привлечения капитал в структурата на Счетоводния баланс, както и за определяне на възможността за изплащане на дивиденди на обикновените акционери. Разработена е методика за счетоводното определяне на дълговия капацитет в контекста на базовата стопанска несигурност за корпорацията, с оглед елиминирането на сценариите, при които корпорацията ще бъде затруднена да обслужва адекватно своите задължения според съответния падеж.

В края на трета глава, е разгледана *логическата връзка и зависимост между изведените счетоводни модели – на финансова критична точка и на потенциален дългов капацитет*, както и тяхната съгласувана приложимост в корпоративната практика. Обоснована е *цялостна (комплексна) аналитична рамка за двойствено позитивно счетоводно изследване на пасивното проявление на стойността на акционерното дружество*. (Фиг. 10).



Фиг. 10: Единен подход за позитивно счетоводно изследване на разменната корпоративна стойност

В обобщение е изтъкнато, че предимствата на предложения единен подход се основават на достойнствата на всеки от използваните базови модели и са разгледани неговите характеристики в контекста на фундаменталните теореми и хипотези на Теорията за капиталовата структура. Обособените четири етапа избягват многобройните „правила на палеца“, основават се на изведените в труда позитивни твърдения и позволяват по тезата на Д.Добрев „еднакво и паралелно съблюдаване на двата стопански стремежа – стремеж към стопанска резултатност, т.е. към печалба и увеличение на капитала и стремеж към стопанска сигурност, т.е. към запазване и обезпечаване на постигнатото...”¹. Счита се, че от една страна, подходът интегрира на пръв поглед противостоящите си частни хипотези на Теорията за капиталовата структура (подхода, основан на ползите и разходите от финансирането с привлечен капитал и теорията за йерархичното финансиране), и от друга – позволява адекватно бъдещо включване на различни ефекти, произтичащи от пазарните несъвършенства (информационна асиметрия, агентни конфликти и др.). Иначе казано, макар да се разработва от позициите на неокласическата икономическа доктрина, подходът има потенциала да отрази нейното еволюционно развитие поне в рамките на обозримото бъдеще (касае се за „новите идеи” на институционалния икономикс).

Достигнато е до извода, че дефинираният интегриран подход представя счетоводния анализ и синтез на корпоративните пасиви като единно и непрекъснато икономическо изследване с постепенно нарастваща сложност. При него отделните етапи (модели) имат своето самостоятелно икономико-познавателно значение, но само в единство разгръщат пълния си потенциал. Това дава основание, изведеният подход да се приеме за качествено нова крачка в усилията за изграждането на *единната теория за същността и структурата на корпоративния капитал*.

Резултатите от проведеното емпирично изследване относно практическата приложимост на предложения единен подход (Приложение 4, т. 4) позволяват формулирането на следните важни **изводи**:

Първо. Като цяло, изследваните корпоративни организации, които формират структурата на пасива на баланса при спазване на някои от критериите за финансова критична точка и дългов капацитет се представят значително по-добре от организациите, които не съблюдават подобни критерии.

Второ. В периоди на подем в макроикономическата среда (в случая, 2007 г.), корпорациите, които формират структурата на капитала си в съответствие с критериите на предложения нов подход се представят поне толкова добре, колкото и корпорациите, които прилагат традиционните финансови критични равновесия.

¹ Добрев, Д., *цит. съч.*, с. 311.

С други думи, изследването показва, че не съществува статистически значима разлика между рентабилността на двете групи корпорации. Последното се дължи на относително по-слабото влияние на стандарта за дългов капацитет в условията на икономически бум. Тогава, недостигът на пари и парични еквиваленти за обслужване на фиксираните финансови плащания и съответно рискът от несъстоятелност лесно могат да бъдат избегнати чрез различни способи: предоговаряне на задълженията; бърз и лесен достъп до относително евтино ново краткосрочно кредитиране; бързо и сравнително изгодно освобождаване от непотребни непарични активи и пр.

Трето. В периоди на общ икономически спад (в случая, 2008 г.), корпорациите, които формират структурата на капитала си в съответствие с критериите на предложени нов подход са по-рентабилни от тези, които прилагат традиционните финансови критични равновесия. Причината е, че в условията на икономическа криза, недоверието във финансовите пазари, затрудненото кредитиране и ниската конвертируемост на непаричните активи придават субстанциалност на риска от несъстоятелност – правят задължително покритието на фиксираните финансови плащания с вътрешногенерирани за фирмата парични ресурси. Корпорациите, които не съумяват да постигнат такова покритие са принудени да използват нов и относително по-скъп кредитен ресурс (в случай, че е възможно) или да продават сравнително неизгодно част от непаричните си активи (в случай, че съществува такава възможност). Последното, в съответствие с изводите от анализа, в краткосрочен период чувствително понижава рентабилността на съответните фирми, а в дългосрочен план би имало негативен ефект и върху тяхната финансова устойчивост – обстоятелства, които потвърждават приложната значимост на предложени единен подход за позитивно счетоводно изследване на корпоративната разменна стойност, основан на нейния двойствен анализ – по стойностни и по парични потоци.

Заключение

В заключението на дисертационния труд са обобщени изводите от изследването. В контекста на съвременната философия на науката е изтъкнато, че евентуални критични бележки и бъдещи допълнения ще предпоставят еволюцията на аналитичния модел и в последна сметка ще потвърдят потребността от един такъв позитивен подход за счетоводната теория и практика. От по-висока степен на абстракция е обобщено, че на настоящия етап, значение има фактът, че счетоводната теория се развива успоредно с приложния финансов икономикс, че нейното обогатяване и допълване от съвременни концепции не води до изоставяне на характерните особености на счетоводния анализ, а до тяхното утвърждаване и до създаването на качествено нови научно-приложни теории.

IV. СПРАВКА ЗА ОСНОВНИТЕ НАУЧНИ ПРИНОСИ В ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Разширен е обхватът на разработването на позитивната счетоводна теория в светлината на еволюцията на фундаменталните икономически доктрини (в т.ч. институционалния икономикс). Посредством историко-логическо, теоретико-стойностно и системно разглеждане на същността, съдържанието и структурата на пасива на корпоративния Счетоводен баланс е обоснована необходимостта от двойствен анализ (по стойностни и по парични потоци) на динамичното проявление на корпоративния капитал в рамките на двуединството „резултатност – риск“.
2. На базата на анализ на стойностните потоци е разработен разширен модел на Вътрешнофирмен отчет за доходите, логически обединяващ измерителите на печалбата като „нетна“ и „остатъчна“. Дефиниран е „общ“ счетоводен модел на финансова критична точка, който посредством включването в анализа на изискуемата от акционерите норма на възвръщаемост, позволява издържан анализ на влиянието на различните структури на пасива на баланса върху финансовата несигурност. Представено е приложението на модела за анализ на видовете ливъридж в остатъчни стойности, както и за верижен анализ на реализираната доходност.
3. Въз основа на анализ на паричните потоци е разгърната структурата на Вътрешнофирмения отчет за паричните потоци като са интегрирани свободните парични потоци по видове капитали. Обоснован е усъвършенстван счетоводен модел на потенциален дългов капацитет на корпорацията, който осигурява систематична обвързаност на сумите, необходими за обслужване на финансовата задлъжнялост, с разполагаемите парични средства и позволява поиздържан в икономическо отношение анализ на влиянието на структурата на пасива върху риска от несъстоятелност. Установена е приложимостта на модела при определянето на лимит на привлечения капитал в структурата на капитала, както и по отношение анализа на дивидентната политика на корпорацията.
4. Разработен и обоснован е интегриран подход за позитивно счетоводно изследване на корпоративните пасиви, логически интегриращ изведените модели на финансова критична точка и на дългов капацитет в обща аналитична рамка.
5. Интерпретирани са резултатите от проведено емпирично изследване относно практическата приложимост на изведените постижения във финансово-счетоводната практика на 52 публични компании, регистрирани на Българската фондова борса.

V. СПИСЪК НА ПУБЛИКАЦИИТЕ

1. Мусов, М., „Особенности бухгалтерского учета, анализа и аудита в Республике Болгария” в *„Бухгалтерский учет в зарубежных странах”*, Житомир, ЖГТУ, 2007, с. 74-131 и с. 330-377.
2. Мусов, М., „Оперативният и финансовият ливъридж – пъзел с две лица” в *„България в европейската икономика” (Шеста научна конференция на младите научни работници (сборник доклади), 29 ноември 2007 г.)*, Университетско издателство „Стопанство”, С., 2008, с. 150-161.
3. Мусов, М., „Научно-приложни аспекти на счетоводната двойственост при анализа на корпоративните пасиви”, доклад на Юбилейна научно-практическа конференция на тема *„Счетоводството – наука, практика, независимост”*, УНСС – София, 20 април 2010 г.
4. Мусов, М., „Отчетът за паричните потоци и свободните парични потоци”, доклад на научна конференция с международно участие на тема *„Предизвикателствата пред висшето образование и научните изследвания в условията на криза”*, БСУ – Бургас, 25-26 юни 2010 г.
5. Musov, M., „Risk for the Cash Flows and Insolvency: Accounting Model for Debt Capacity”, a paper presented at the *Business&Economics Society International Conference, Athens, Greece, July 15-19, 2010*.
6. Мусов, М., „Институционалният икономикс и управленското счетоводство”, доклад на научно-практическа конференция на тема *„Предизвикателствата пред счетоводството и контрола”*, ИУ – Варна, 01-02 октомври 2010 г.

ACCOUNTING ANALYSIS OF THE CORPORATE CAPITAL WITHIN THE FRAMEWORK OF CAPITAL STRUCTURE THEORY

Abstract

The dissertation makes a critical review of fundamental theories of capital structure from the positions of management accounting in order to reveal the objective economic laws governing the corporate value and to determine the appropriate limit to the amount of corporate debt outstanding. The study considers the dynamic aspect of the analysis and justifies the duality concept of accounting in terms of value flows and cash flows in corporate entities in which duality the “risk-return” trade-off acquires specific dimensions.

The analysis of value flows justifies the Residual Income (RI) and the Residual Return On Equity (RROE) as measures of accounting profitability, directly associated with value creation. For analytical and evaluation purposes, the residual values are used for improvement of the corporate Income Statement and as a basis for creating a new general model of financial break-even point. The paper shows its practical application for analysis of the operational and financial leverage in residual values and for value-chain analysis. All that reveals: (1) the real factors that affects financial leverage effects and (2) the relationship “operational uncertainty – financial uncertainty”.

The analysis of cash flows gives priority to their metrics as “free” over these as “net”. For analytical purposes, Free Cash Flow to Firm (FCFF) and Free Cash Flow to Equity (FCFE) are integrated into the corporate Statement of Cash Flows and used as a basis for creating an improved model of potential debt capacity. The study shows its application in determining the upper limit of the debt outstanding in the corporate capital structure. That enables understanding of: (1) the relationship “operational uncertainty – bankruptcy risk” and (2) the factors that drive the corporate dividend policy.

The last chapter logically integrates both new models into one general analytical framework for positive accounting research of the corporate value. The unified approach allows integration of the mainstream capital structure theories within the Neoclassical Economics, as well as, further inclusion of some market imperfections, recognized by the New Institutional Economics.

The results from an empirical study of 52 Bulgarian public companies from the industrial sector for the period 2006-2008 confirm the usefulness of the methodology proposed.