

ИКОНОМИЧЕСКИ УНИВЕРСИТЕТ – ВАРНА
КАТЕДРА „ФИНАНСИ“

Светослав Велинов Борисов

**ИЗГЛАЖДАНЕ НА ДОХОДИТЕ,
ИНФОРМАТИВНОСТ И ЦЕНИ НА АКЦИИТЕ**

АВТОРЕФЕРАТ

**на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна
степен „доктор“ по професионално направление 3.8. Икономика,
докторска програма „Финанси“**

Варна

2018

Дисертационният труд е в обем 226 страници, от които 192 страници основен текст и 22 страници приложения. Изложението е структурирано в три глави, които съдържат 31 таблици и 7 фигури. Библиографията включва 273 източника (15 на кирилица и 258 на латиница).

Защитата на дисертационния труд ще се състои на от часа в зала на Икономически университет – Варна, на заседание на научното жури, назначено със Заповед № РД-..... от г. на Ректора на Икономически университет – Варна.

Материалите по защитата са на разположение на интересуващите се в интернет страницата на Икономически университет – Варна.

www.ue-varna.bg

ИКОНОМИЧЕСКИ УНИВЕРСИТЕТ – ВАРНА

КАТЕДРА „ФИНАНСИ“

Светослав Велинов Борисов

ИЗГЛАЖДАНЕ НА ДОХОДИТЕ, ИНФОРМАТИВНОСТ И ЦЕНИ НА АКЦИИТЕ

АВТОРЕФЕРАТ

**на дисертационен труд за присъждане на образователна и научна степен „доктор“
по професионално направление 3.8. Икономика, докторска програма „Финанси“**

НАУЧЕН РЪКОВОДИТЕЛ:

доц. д-р Йордан Василев Йорданов

НАУЧНО ЖУРИ:

- 1. Проф. д-р ик.н. Гарабед Ардашес Минасян**
- 2. Проф. д-р ик.н. Димитър Канев Канев**
- 3. Проф. д-р Сава Христов Димов**
- 4. Проф. д-р Стефан Минчев Вачков**
- 5. Доц. д-р Йордан Василев Йорданов**

РЕЗЕРВИ:

- 1. Доц. д-р Данчо Христов Петров**
- 2. Доц. д-р Елена Велкова Ставрова**

РЕЦЕНЗЕНТИ:

- 1. Проф. д-р ик.н. Гарабед Ардашес Минасян**
- 2. Проф. д-р Стефан Минчев Вачков**

Варна
2018

Дисертационният труд е обсъден и насочен за защита от Катедра „Финанси“ при
Икономически университет – Варна.

Автор: Светослав Велинов Борисов

Заглавие: Изглаждане на доходите, информативност и цени на акциите

Тираж: 40 броя

Отпечатан в Печатна база

на Икономически университет – Варна

Съдържание

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД	6
1. Актуалност на изследваната тема	6
2. Обект и предмет на изследването.....	7
3. Цел и задачи	7
4. Изследователска теза.....	7
5. Ограничения.....	8
6. Информационно осигуряване.....	8
7. Подходи и методи на изследване.....	9
8. Аprobация.....	9
9. Възможности за бъдещи изследвания и приложение на изследването.....	9
II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД...	9
III. КРАТКО ПРЕДСТАВЯНЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	12
УВОД.....	12
ГЛАВА ПЪРВА. Теоретични основи за изглаждането на дохода.....	12
1. Изглаждането на доходите - част от корпоративния финансов мениджмънт.....	12
2. Ефекти и ограничаващи фактори на изглаждането на доходите.....	15
3. Финансово-счетоводните теории и стойността на информацията.....	18
ГЛАВА ВТОРА. Изглаждане на доходите чрез „начисления”, информативност на финансовите отчети и влияние върху цените на акциите	20
1. Начисленията - средство за изглаждане на доходите.....	20
2. Информативност на отчетените доходи.....	21
3. Влияние на изглаждането на доходите върху цените на акциите.....	24
ГЛАВА ТРЕТА. Емпирично изследване на изглаждането на доходите и неговите ефекти у нас.....	25
1. Методология.....	25
2. Източници на данни.....	28
3. Резултати от емпиричните изследвания.....	28
4. Изводи и препоръки за ограничаване на негативните последици от изглаждането на доходите.....	30
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	32
IV. СПРАВКА ЗА ПРИНОСНИТЕ МОМЕНТИ.....	32
V. ПУБЛИКАЦИИ ПО ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД.....	33
VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ.....	33

I. ОБЩА ХАРАКТЕРИСТИКА НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Актуалност на изследваната тема

Корпоративни скандали, като тези в Енрон, Ахолд, Уърлдком и др., са причините финансово-счетоводните практики и тяхното усложняване да бъдат гореща тема на глобално ниво. Финансовата информация и нейната интерпретация придобиват важно значение, особено в светлината на световната финансово - икономическа криза. От 2009 г. вниманието на инвеститорската общност е насочено върху степента, в която финансовите отчети предоставят достоверни данни за дейността и резултатите на стопанската единица.

Състоянието и тенденциите, очертани от финансовите отчети, дават възможност на техните потребители да формират изводи и нагласи за бъдещото развитие на компанията. Общоприетите счетоводни принципи и международните стандарти за финансово отчитане не са догматични и позволяват алтернативни подходи към регистрирането на дадена стопанска операция. В редица случаи отчитането на една или друга стопанска операция е дискреционно решение на мениджмънта на компанията. Но вместо обективно отразяване на стопанската дейност, той би могъл да манипулира данните във финансовите отчети, с цел оправдаване на очакванията на инвеститорите. Това е стратегия, използвана от мениджмънта на компаниите, за умишлено манипулиране на нейните резултати така, че числата да съответстват на планираните цели.

Манипулациите във финансовото отчитане, поставят на дневен ред въпроса дали изглаждането на доходите от български публични компании води до подобряване на информационната среда за инвеститорите или напротив, води до нейното влошаване. Чувствителността на фондовия пазар към нестабилността би следвало да провокира мениджмънта на българските компании да „разкрива“ стабилни финансови резултати с минимални колебания посредством използването на изглаждането на доходите. Проблемът е дали тези действия оправдават понижаването на прозрачността на изготвяните от тях финансови отчети? Високите корупционни нива в малка отворена икономика с възникващ капиталов пазар предполагат, че практикуването на изглаждане на доходите от мениджмънта на компаниите води до понижаване на прозрачността и съответно до влошаване на информационната среда за инвеститорите. Ето защо изследването на изглаждането на дохода има практически ползи. То предоставя

емпирични резултати, които са от значение, както за мениджмънта на компаниите, така и за нейните стейкхолдъри.

2. Обект и предмет на изследването

Обект на изследване в дисертационния труд е умишленото изкуствено изглаждане на корпоративните нетни доходи, а *предмет* неговото въздействие върху тяхната информативност и цените на акциите.

3. Цел и задачи

Научната цел на дисертационния труд е да се оцени влиянието на изглаждането на корпоративните нетни доходи върху тяхната информативност и цените на акциите за извадка от български компании, листнати на БФБ.

Постигането на научната цел е свързано с решаването на следните *задачи*:

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 сформиранията 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.

4. Изследователска теза

Основната изследователска теза на дисертационния труд е, че преобладаващата част от компаниите изглаждат своите корпоративни нетни доходи, което намалява

тяхната информативност и не понижава информационната неопределеност и цените на акциите.

5. Ограничения

Това изследване за изглаждане на доходите е обект на няколко ограничения. Едно от тях е неговият фокус. Той е насочен към финансовите ефекти от изглаждането на доходите, а не толкова към „механиката“ на този процес. Освен това, в него се анализира единствено влиянието на изглаждането на дохода върху информативността на доходите и цените на акциите. Следователно възможните негативни или положителни ефекти на други изследователски променливи върху информативността на доходите не са обект на дисертационния труд.

В дисертацията обект на изглаждане са корпоративните нетни доходи. Основен аргумент за това е, че те са най-анализираният обект на изглаждане в предишни изследвания. Поради тази причина изборът на алтернативни обекти на изглаждане може да доведе до различна идентификация на изследваните компании на изглаждащи и неизглаждащи доходите си. В допълнение, въпреки че моделите за класифицирането на фирмите на изглаждащи или неизглаждащи доходите си са широко използвани във финансовите изследвания за прилагането на изглаждане на дохода, те осигуряват само хипотетична индикация за реално извършеното изглаждане. Обективна причина за това е невъзможността за прякото наблюдение и категоричното доказване на този процес.

Като отчетем прогнозите за негативни ефекти спрямо информативността от прилагането му, трудно можем да очакваме, че провеждането на анкета сред топ мениджмънта на публични компании ще доведе до ясни и задоволителни резултати. Освен това, изследването се фокусира само върху две възможни характеристики на изглаждането на дохода, а именно: повишаването/понижаването на информативността на доходите и влиянието му върху цените на акциите.

6. Информационно осигуряване

Необходимите данни за провеждане на емпиричното изследване се извличат главно от Infostock.bg и годишните финансови отчети на компаниите свалени от Справки - Търговски регистър. Основната изследователска извадка от данни се състои от 66 компании листнати на БФБ, част от сегментите „Премиум“ и „Стандарт“ за периода от

2010 - 2015 г. Впоследствие чрез прилагането на подхода за волатилността на доходите, компаниите се разделят на 42 изглаждащи и 24 неизглаждащи доходите си.

7. Подходи и методи на изследване

В изследването на дисертационния труд са използвани описателният и сравнителният метод, методите на анализ и синтез, на индукция и дедукция, както и статистически и иконометрични модели – табличен и графичен метод, дескриптивен анализ, корелационен анализ и регресионен анализ.

8. Аprobация

Части от дисертационния труд са публикувани в специализирани научни издания и са представени на научни конференции.

9. Възможности за бъдещи изследвания и приложение на изследването

Дисертационният труд установява зависимости, които не са изследвани и публикувани в българската специализирана литература. Това изследване не претендира за пълна изчерпателност по тематиката. Напротив, то отваря врати към бъдещи изследвания, които могат да се концентрират върху ефектите на изглаждането на доходите върху цената на капитала, дивидентната политика и връзката му с проблема принципал – агент, както и да се направи сравнителен анализ със страни, притежаващи сходни характеристики на нашия капиталов пазар. Друга насока за бъдещи изследвания може да бъде релацията корпоративен риск мениджмънт - изглаждане на доходите и проблематиката на българският фондов пазар.

II. СТРУКТУРА И СЪДЪРЖАНИЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Списък на използваните съкращения

Увод

ГЛАВА ПЪРВА. Теоретични основи за изглаждането на дохода

1. Изглаждането на доходите - част от корпоративния финансов мениджмънт

1.1. Дефиниране и типология

1.2. Причини, мотиви и подходи за изглаждане на доходите

- 1.3. Влияние върху стойността на фирмата
- 2. Ефекти и ограничаващи фактори на изглаждането на доходите
 - 2.1. Позитивни и негативни ефекти
 - 2.2. Фактори ограничаващи изглаждането на доходите
 - 2.2.1. За ролята на одитиращата компания
 - 2.2.2. Специализация на одитора
 - 2.2.3. Международни стандарти за финансово отчитане
 - 2.2.4. Дял на институционалните инвеститори в капитала на компаниите
 - 2.2.5. Защита на инвеститорите
 - 2.2.6. Корпоративно ръководство
- 3. Финансово-счетоводните теории и стойността на информацията
 - 3.1. Позитивната счетоводна теория
 - 3.2. Връзка между изглаждането на доходите и финансовите теории
 - 3.2.1. Агентска теория
 - 3.2.2. Хипотеза за ефективния пазар
 - 3.2.3. Теория на заинтересованите лица

ГЛАВА ВТОРА. Изглаждане на доходите чрез „начисления”, информативност на финансовите отчети и влияние върху цените на акциите

- 1. Начисленията - средство за изглаждане на доходите
 - 1.1. Детерминирани на понятието начисления (accruals)
 - 1.2. Приложение на начисленията за изглаждане на доходите
 - 1.3. Анализ на жизнения цикъл на фирмата, финансирането на начисленията и оценка на качеството на дохода
 - 1.3.1. Анализ на жизнения цикъл на фирмата
 - 1.3.2. Анализ на специфични оперативни начисления
 - 1.3.3. Значение на сметка „Задължения“
 - 1.3.4. Текущите пасиви като източник на финансиране
- 2. Информативност на отчетените доход
 - 2.1. Определяне на информативността
 - 2.2. Информативност на публичните финансови отчети и дискреционните начисления
 - 2.3. Информативност и вземане на решения

- 2.4. Изглаждане на доходите и информационната неопределеност
- 3. Влияние на изглаждането на доходите върху цените на акциите
- 3.1. Теоретични парадигми
- 3.2. Изгладеността на доходи от предходни периоди, стойност и възвръщаемост на акциите
- 3.3. Реакция на професионалните инвеститори и „тълпата“

ГЛАВА ТРЕТА. Емпирично изследване на изглаждането на доходите и неговите ефекти у нас

- 1. Методология
 - 1.1. Идентифициране наличието на изглаждане на доходите
 - 1.1.1. Методология за изчисляване на начисленията
 - 1.1.2. Прилагане на подхода за волатилността на дохода за сегрегиране на компаниите
 - 1.1.3. Методологични проблеми при изглаждането на доходите
 - 1.2. Изглаждането на доходите и ефектът му върху информативността и информационната неопределеност на доходите
 - 1.2.1. Изглаждането на дохода и информативността
 - 1.2.2. Изглаждането на дохода и информационната неопределеност
 - 1.3. Методология за дефиниране на релацията „изглаждане на доходите – цени на акциите“
- 2. Източници на данни
- 3. Резултати от емпиричните изследвания
 - 3.1. Резултат от теста за изглаждане на доходите
 - 3.2. Резултат от теста за информативността на доходите
 - 3.3. Резултат от теста за информационната неопределеност
 - 3.4. Резултат от теста на влиянието на изглаждането на доходите върху цените на акциите
- 4. Изводи и препоръки за ограничаване на негативните последици от изглаждането на доходите

Заклучение

Литература

III. КРАТКО ПРЕДСТАВЯНЕ НА ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

Увод

В увода се аргументира актуалността и значимостта на темата и се дефинират обекта и предмета на изследването. Формулират се научната цел, задачите и основната изследователска теза. Посочват се ограниченията на изследването и използваните подходи и методи.

Глава първа

Теоретични основи за изглаждането на дохода

1. Изглаждането на доходите – част от тяхното управление

Изглаждането на дохода е форма на управление на доходите и се отнася до опитите от страна на мениджърите да използват свободата си за вземане на решения (дискреция¹) при отчитането, за да „смекчат умишлено колебанията на реализираните от техните фирми доходи“. То се определя като: *„Процес за минимизиране волатилността на доходите, с цел реализиране на очакваните от страна на стейкхолдърите на компанията равнища на печалбата“*.

Тази дефиниция дава възможност да се предположи, че в периодите на високи доходи, мениджмънтът до известна степен редуцира доходите, докато в периоди на ниски доходи ги манипулира към повишение. Резултатът от тези действия е изгладен поток на дохода за сравнително по-дълъг период от време, който се предпочита, както от мениджърите, така и от инвеститорите. С други думи, мениджмънтът е склонен да повишава доходите тогава, когато са относително ниски и да ги понижава, когато са сравнително високи.

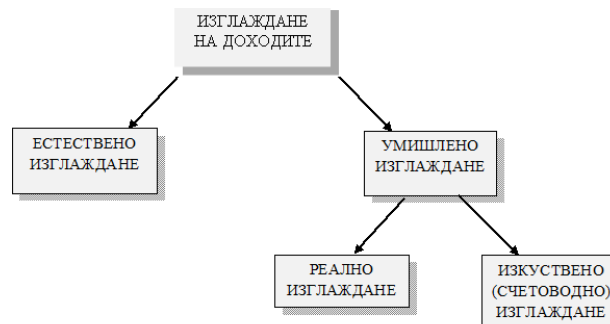
Определянето на видовете изглаждане на корпоративните доходи е продиктувано от *постигането на съответствие между физическия и документалния (фактуриран) кръгооборот на капитала*, и разграничаването кога изглаждането между различни финансови периоди е предизвикано от

¹ Свобода на избор или гъвкавостта, позволена от нормативна уредба на счетоводството в Република България.

целенасочени действия на мениджмънта. Двата основни вида изгладени доходи са *естествено* изгладени доходи и *умишлено* изгладени доходи, от страна на мениджмънта на компанията.

Естествено изгладените доходи са резултат от процеса на тяхното генериране, който се основава на своите собствени характеристики, произвеждащи изгладени потоци на дохода. Генерирането на този вид изгладени доходи не е самоцел на мениджмънта, а следствие от спецификата на оперативните дейности на компаниите, т.е. тук няма управление на доходите, от страна на мениджмънта.

От друга страна, ако изгладеният поток на дохода е резултат от умишлени действия на мениджмънта, тогава управлението на доходите е в основата на отчитането му. В рамките на умишлено изгладените доходи има две подкатегории. Те са: *изкуствено изглаждане* и *реално изглаждане*. Реалното изглаждане включва фирмени операции, докато изкуственото – счетоводни решения.



Фиг. 1. Видове изглаждане на доходите

Съществуват три основни категории мотиви за изглаждането на дохода: *мотиви за договаряне на трудовия договор и бонусите, мотиви за договаряне на дългово финансиране и регулаторни мотиви.* Вторият и третият мотив за прилагане на изглаждане на дохода, са в *полза на компанията*, докато първият мотив е свързан преди всичко с *личните интереси на мениджмънта* на компанията. Мотивът за договарянето на трудовия договор и бонусите се свързва с *измамното поведение*, от страна на мениджмънта на компанията. Очаква се мениджмънтът на компанията да *действа опортюнистично и да максимизира своето богатство.* Вторият мотив за изглаждане на доходите се свързва с *получаването или подновяването на дългово споразумение и изпълнението на*

прогнозите на анализаторите. Според този мотив, компания, която отчита изгладен поток на дохода, ще има по-ниска цена на капитала, отколкото тази, която отчита променлив поток на дохода. Освен това, когато една компания отчита изгладен поток на дохода, се приема, че има по-малка вероятност тя да фалира, отколкото при отчитането на променлив поток на дохода. Към *договарянето на дълг*, като мотив за изглаждане на доходите, се включва също и *изпълнението на прогнозите на анализаторите.* Те мотивират фирмите да постигат техните очаквания.

На трето място се анализират *регулаторните мотиви.* В хипотезата за политическите разходи на Watts и Zimmerman се посочва, че високите печалби са заместваща променлива за политическото и общественото внимание. Затова мениджмънтът има стимул да изглажда доходите и да намалява политическите разходи. Четвъртият мотив за изглаждане на доходите е *мотива на капиталовия пазар.* Той произтича от предпочитанията на инвеститорите и на мениджърите да имат умерен, но постоянен растеж на доходите. Ако фирмите отчитат изгладен поток на доходите, анализаторите ще очакват бъдещите доходи да съответстват на този изгладен поток. Следователно, мениджърите имат стимул да продължат да изглаждат доходите, тъй като те ще бъдат наказани от пазара веднага щом се върнат към отчитане на променлив поток на доходите.

Мениджърите използват редица подходи за изглаждане на доходите. Изпълнителните, финансовите директори и останалата част от мениджмънта, имат възможност да упражняват дискреция спрямо счетоводното отчитане. По този начин те могат да оказват влияние върху това, как компанията ще представи на обществеността финансовите си резултати. Естествено тези действия са лимитирани от множество счетоводни стандарти и закони, свързани с корпоративното управление, но все още има „*вратички*“ за *лична преценка и тълкуване.* За по-голяма яснота е възможно разделянето на действията в следните три категории.

В първата категория са всички методи, които включват *измамни и незаконни действия* - измамно финансово отчитане или укриване на злоупотреби с активи. Втората категория изглаждане се основава на *счетоводни техники и дискреционни начисления.* Въпреки, че счетоводните стандарти са строги и целят

висока съпоставимост и малко възможности за манипулации, винаги *има възможности за маневриране между тях*. Третата категория включва решения, които мениджърите могат да предприемат, за да насочат бизнеса към изгладена тенденция. Например, когато изпълнителният директор на компанията се стреми към инвестиционни проекти, които, освен потенциалните изгоди, му осигуряват и понижаващ се риск. Като цяло, при третата категория изглаждане, мениджърите се стремят да *избягват рискови бизнес решения, поради предпочитанието за по-изгладени доходи*. За разлика от разгледаните две предходни категории, третата не е задължително да се разглежда непременно в негативен аспект.

Анализът на предходните изследвания дава основание да се предположи, че създаването на фирмена стойност чрез изглаждането на доходите зависи от *отрасъла*, към който можем да причислим анализиранияте компании. Освен това, може да се очаква, че връзката между изглаждането на доходите, фирмената стойност и вида на отрасъла ще зависи и от *рисковия профил* на инвеститорите. В отраслите, в които преобладават риск-отбягващи инвеститори, мениджърите трябва да прилагат стратегии за изглаждане на доходите си, тъй като ще бъдат оценени с премия от пазара. Противоположно, в отраслите в които по-голямата част от инвеститорите са склонни към по-голям риск, мениджърите трябва да се въздържат от стратегии за изглаждане на доходите. В допълнение можем да добавим, че *корпоративната социална отговорност* при финансовото отчитане също влияе върху фирмената стойност. Въпреки това, отчитайки реалностите на българския фондов пазар – висока концентрация на собственост и ниска защита за миноритарните акционери, по-скоро можем да очакваме *липса на етика и корпоративна социална отговорност* при предаването на релевантна информация до стейкхолдърите на фирмата, посредством изглаждането на доходите. Този процес се извършва предимно с опортюнистична цел, която е фалшифициране на предаваната информация. Това влияе негативно върху ликвидността на акциите и резултатът в крайна сметка е *понижаване на фирмената стойност*.

2. Ефекти и ограничаващи фактори на изглаждането на доходите

Позитивните и негативни ефекти за инвеститорите, вследствие от изглаждането на доходите, се обуславят в значителна степен от *мотивите*, които

го инициират. Ретроспективният анализ на Stolowy и Breton подсказва наличие на позитивни за инвеститорите ефекти, предизвикани от *регулаторните мотиви и тези за договаряне на дългово финансиране, докато мотивите за договарянето на трудовия договор и бонусите вероятно ще резултират в негативни за тях ефекти.*

Изследването на връзката между изглаждането на доходите и информативността на текущите и миналите доходи, както и на произтичащите от нея положителни или отрицателни ефекти за инвеститорите, зависи от използваната от мениджмънта дискреция при отчитането. Тя може да бъде *манипулираща, с цел заблуда* или *ефективно съобщаване*. Първият вид включва действия, предприети от мениджмънта, които понижават качеството на информацията. Мотивът за това може да бъде обвързан с личните цели на мениджмънта, които бяха обсъдени. При втория вид, изглаждането на доходите се извършва с цел повишаване на информативността им. Така тези два вида дискреция водят до противоположни прогнози за това как изглаждането на дохода влияе върху информативността на бъдещите доходи. Ако изглаждането на доходите води главно до измамно манипулиране, тогава то добавя шум към информационното съдържание на доходите и прави историческата финансова информация по-малко информативна за бъдещите доходи. От друга страна, ако изглаждането на дохода се използва като трансмисия на информация за бъдещите доходи, то тогава се повишава информационната ефективност.

Одитът е важен механизъм за външно наблюдение и осигуряване на интегритета на финансовите отчети на фирмата. От това следва, че одиторите играят важна роля за ограничаването на дискреционното изглаждане на доходите във фирмите. По-големите одитори предоставят по-качествен одит, тъй като са по-компетентни и независими, отколкото по-малките. Те с по-висока степен на вероятност откриват нарушения в счетоводните системи на своите клиенти. От друга страна, отраслово специализираният одитор притежава специфични познания в смекчаването на изглаждането на доходите, способност да открива и коригира необективността и да повишава качеството на финансовата отчетност. Въпреки това, размерът и специализацията на одиторите ограничават по-ефективно повишаващото изглаждане на дохода, отколкото понижаващото го.

Някои изследователи откриват, че МСФО редуцират изглаждането на доходите, докато други смятат, че те пораждат по-опортюнистично изглаждане на доходите, а трети - че не съществува разлика в поведението за изглаждане на доходите от фирмите, използващи МСФО и местните GAAP. Приемането на МСФО може да доведе до ограничаване на фирменото поведение за изглаждане на доходите, ограничаване на информационната асиметрия и подобряване практическата стойност на информацията, ако се прилагат точно и прецизно.

Делът собственост на институционалните инвеститори също влияе върху механизмите за мониторинг на компанията, включително мониторинговата роля за дейностите, свързани с изглаждането на доходите. Доказано е, че дискреционните начисления имат отрицателна връзка с дела на институционалните инвеститори в собствеността на компанията. Обяснението за тази отрицателна връзка е това, че институционалната собственост се свързва с осъществяването на мониторинг, който ограничава опортюнистичното изглаждане на доходите, тъй като институционалните акционери притежават ресурсите и капацитета за откриване практиките за използване на дискреционни начисления.

Защитата на инвеститорите е много важна за ефективното изглаждане на доходите. Тя представлява задължителен механизъм, наложен от държавата, или доброволна инициатива от фирмите за защита на всички инвеститори, включително мажоритарните и миноритарните собственици. Ограничението за изглаждане на доходите в страните с по-засилени механизми за защита правата на миноритарните собственици води до по-ликвидни фондови пазари, по-ефективно корпоративно ръководство и по-добри икономически резултати.

Добрите практики за корпоративно ръководство също ограничават опортюнистичното изглаждане на доходите. Два от показателите за корпоративно ръководство, които играят важна роля върху изглаждането на доходите са относителният дял на независимите директори и наличието на одитна комисия. По-високият дял на независимите директори и наличието на независими и активни одитни комитети се свързват с по-ниските нива на дискреционни начисления (изглаждане на доходите). *Механизмите на корпоративното ръководство* могат ефективно да ограничават поведението за изглаждане на доходите, само ако изпълняват *ефективна роля за мониторинг*.

3. Финансово-счетоводните теории и стойността на информацията

Изследването в дисертационния труд се определя като *позитивно финансово*, тъй като в него се изследва връзката между изглаждането на дохода, неговата информативност и цените на акциите. Позитивните финансови изследвания оценяват какви елементи влияят върху дискрецията на мениджмънта при прилагането на счетоводните стандарти. В основата на тези елементи стои стремежът на мениджмънта да максимизира собственото си богатство. Като се има предвид фактът, че мениджмънтът на компаниите е въввлечен в процеса по изготвянето на счетоводните стандарти, той е в състояние, посредством лобирание, да оказва влияние върху тяхната крайна версия. Следователно, според РАТ лобизмът, от страна на мениджмънта има връзка със счетоводните стандарти до степента, в която той отстоява собствените си интереси.

Повечето от позитивните финансови изследвания са фокусирани върху три хипотези. Те са: за дълга, бонусните планове и политическите разходи. Тези три хипотези са популярни, поради наличието на *опортюнистично поведение*, от страна на мениджмънта. Освен това, техният анализ е от значение, понеже са еквивалентни на трите основни мотива на мениджмънта за прилагане изглаждането на доходите. Трите хипотези на РАТ са част от нейната опортюнистична версия. В нея мениджмънтът действа главно в негов интерес, за да максимизира собственото си богатство. Противопоставянето на *опортюнистичната и ефективната версия на РАТ* е в съответствие с *втората изследователска хипотеза* в дисертационния труд. По същия начин при *опортюнистичната ѝ версия, ако преобладават стимулите на мениджмънта за опортюнистично поведение, тогава изглаждането на доходите ще понижава тяхната информативност*. Алтернативно, както при *ефективната позитивна счетоводна теория, ако мениджмънтът управлява компанията в съответствие с интересите на нейните стейкхолдъри, се очаква изглаждането на доходите да повишава тяхната информативност*.

Отношението между акционерите и мениджърите на една корпорация произтича от генезиса на релацията „принципал - агент“. Тя е „изходно начало“ за обясняване на причините за разделянето между собствеността от компетенциите и

функциите за нейното управление. *Ефективното справяне с проблема „принципал - агент“ има пряка връзка с мотивите за изглаждане на доходите и произтичащите от него позитивни или негативни ефекти за стойността на фирмата.* Компенсирането на опортюнистичното поведение на мениджъра, от страна на принципала, се осъществява с помощта на подходяща схема за стимулирането му, чрез механизмите за мониторинг или с помощта на комбинация от двата типа действие.

Според ЕМН, ако изглаждането на доходите се извършва главно с опортюнистична цел, се предполага пазарът да бъде в неговата *слаба форма*. Като имаме предвид фактите, че в българските публични компании преобладава концентрираната структура на собственост и че съществува слаба защита за миноритарните акционери, *можем да очакваме потвърждение на опортюнистичните мотиви на Tucker и Zarowin за изглаждане на доходите, от страна на българските компании. Следователно, може да се предположи, че българският пазар се намира по-скоро в своята слаба форма.*

Заинтересованите лица се определят като група или отделни лица, които са в състояние да повлияят върху постигането на целите на компанията, или които са засегнати от постигането на нейните цели. Според управленския клон на теорията на заинтересованите лица, мениджмънтът действа в съответствие с очакванията на заинтересованите лица, които имат по-голямо влияние върху компанията. Предвид преобладаващата концентрирана структура на собственост в българските компании, можем да очакваме, че мажоритарните собственици имат по-голямо влияние върху мениджмънта на компанията, което често резултира в негативни ефекти за миноритарните собственици. *Част от тях се изразяват във „фалшифицирането“ на предоставяната им информация за реалното финансово състояние за компанията.*

ГЛАВА ВТОРА

Изглаждане на доходите чрез „начисления“, информативност на финансовите отчети и влияние върху цените на акциите

1. Начисленията – средство за изглаждане на доходите

По своята същност начисления са корекции за 1) приходите, които са реализирани, но все още не са отразени по сметките и 2) разходи, които са извършени, но също не са отразени по сметките. Те се отчитат като пасиви или активи (в зависимост от вида) в счетоводния баланс, поради високата им вероятност за осъществяване. Начисленията могат да се отнесат до сметки в счетоводния баланс, които включват *задължения, вземания, репутация, отсрочени данъци и финансови разходи за бъдещи периоди*. Те се отчитат като „начислени“ в счетоводния баланс на датата, в която започва да се очаква плащането и остават в баланса, докато не бъдат платени или преоценени. Според принципа на текущо начисляване е възможно признаването на бъдещи разходи, като извършени през текущия период. Съгласно МСФО, ако сумата и моментът на бъдещите задължения са известни към момента, тяхното отразяване във финансовата отчетност става посредством начисленията.

Терминът начисления се използва също като синоним за начислени разходи и начислени приходи, които споделят общо наименование, но те имат *противоположни икономически/счетоводни характеристики*. Според *българската счетоводна практика, начисленията са начислени приходи и разходи, които се дефинират като временни разлики тогава, когато свързаните с тях парични потоци се получават или плащат през различен от текущия счетоводен период*.

Начисленията, от своя страна, се подразделят на дискреционни и недискреционни. Компонентът на начисленията, който се налага от счетоводния регулатор при коригирането на фирмените парични потоци, са недискреционните начисления. Те представляват задължителни разходи, които все още не са извършени, но вече са отчетени в счетоводните книги. Пример за това е разходът за електроенергия за следващия месец. От друга страна, компонентът на начисленията, който мениджърите избират в рамките на гъвкавостта на

счетоводните регулации при коригирането на паричните потоци, са дискреционните начисления. Това е разход, който не е задължителен (като например, очакван бонус за управление), който предстои да бъде реализиран, но се записва в счетоводните книги. Според Dechow, Sloan и Sweeney, дискреционните начисления често предоставят на мениджърите възможности да манипулират доходите, което се обяснява с наличието на гъвкавост.

Оптималният тайминг при генерирането на начисления стои в основата на изглаждането на доходите. Мениджмънтът на фирмите се стреми да изглажда доходите, като използва своето *право на дискреция* спрямо времето за начисляване на очакваните позиции, за да се *увеличат разходите през необичайно добри години и да се намалят през необичайно лоши години*. Поради това се прогнозира, че нивата на дискреционни начисления през дадена година зависят от връзката между дохода преди дискреционните начисления и постоянните доходи (изгладените доходи). Предполага се, че ако доходите през текущата година преди дискреционните начисления са по-ниски, отколкото отчетените през предходната година, дискреционните начисления ще бъдат положителни. Ако, от друга страна, доходите през текущата година преди дискреционните начисления са по-високи, отколкото отчетените през предходната година, дискреционните начисления ще бъдат отрицателни.

Въз основа на представените важни теоретични зависимости между изглаждането на доходите и начисленията се извежда Хипотеза 1: *Фирмите изглаждат доходите си, като покриват по-ниските доходи от текущата година с по-високи (неотчетени) от предходната година (хипотеза за постоянните доходи)*.

2. Информативност на отчетените доходи

Под информативност се има предвид „информационната достоверност“ на отчет, изявление или позиция. Някои източници на информация ще бъдат по ценни, отколкото други. Това означава, че един източник осигурява по-високо ниво на информативност, в сравнение с други. По-конкретно, по отношение на това изследване информативността се свързва с доходите на компанията. Тя може да бъде описана *като тяхна способност да служат за прогнозиране на бъдещите доходи и парични потоци*. Въз основа на

текущите годишни доходи, анализаторите и другите потребители на финансовите отчети могат да изготвят прогнози за бъдещите доходи.

Решаващо значение за определяне влиянието на изглаждането на доходите върху тяхната информативност имат *мотивите на мениджмънта за практикуването му*. Въпреки невъзможността да се установят директно тези мотиви на мениджмънта за изглаждане на доходите, използването на *подходът на Tucker и Zarowin за информативността и изчисляването на коефициента $IS_t * EPS_t$ от регресионното уравнение (9) в емпиричното изследване на дисертационния труд, предоставят възможност да се определи какво е влиянието на изглаждането на доходите върху тяхната информативност*. Ако мениджърите на компаниите изглаждат доходите с цел съобщаване на своята вътрешна информация за бъдещите доходи, това ще доведе до повишаване информативността на миналите и текущите доходи на компанията. Обратно, ако те изглаждат доходите на компанията с опортюнистична цел, за да фалшифицират информацията, се предполага понижаване в информативността на доходите.

От анализа на причините и мотивите за изглаждане на доходите може да се направи извод, че очакванията за практикуването му от българските компании са свързани най-вече с *опортюнистични мотиви*, от страна на мениджмънта. Следователно с изглаждането на доходите мениджмънтът на българските компании има за цел главно *фалшифицирането* на предаваната информация до външните стейкхолдъри на компанията. Предполага се, че в резултат на това изглаждането на доходите *понижава* тяхната информативност.

Въз основа на представените теоретични зависимости между изглаждането на доходите (използването на дискреционни начисления) и информативността на доходите се извежда Хипотеза 2: *Изглаждането на доходите понижава информативността на миналите и текущите доходи относно бъдещите доходи.*

Влиянието на изглаждането на доходите върху тяхната информативност зависи също и от информационната среда на пазара. По-конкретно, по-добрата информационна среда прави релевантната информация по-достъпна за средния инвеститор. Тя намалява разходите за придобиване на информация и улеснява вземането на по-ефективни инвестиционни решения. Поради тази причина, за фирми намиращи се на пазари с богата информационна среда (например, пазара на САЩ), инвеститорите могат да използват всички източници на информация, за да интерпретират по-добре

мотивите на мениджърите да изглаждат фирмените доходи, с цел съобщаването на вътрешната им информация за бъдещите доходи (т.е. изглаждането на дохода подобрява тяхната информативност). От друга страна, на пазар с *лоша информационна среда (например България), информацията е непълна и информационната неопределеност е висока, инвеститорите не са в състояние да използват изглаждането на доходите, за да прогнозират бъдещите доходи (т.е. изглаждането на дохода има негативно влияние върху тяхната информативност)*. Очакванията в това изследване са в съответствие с изводите на Cheng, Johnston и Li, които предоставят доказателства от голяма извадка, включваща американски компании за това, че връзката между изглаждането на дохода и ERC/FERC зависи от фирмените равнища на информационната среда. Те откриват, че *информационната среда играе важна роля при оценяването на качеството на финансовото отчитане, посредством ERC и FERC*.

За разлика от информативността, *информационната неопределеност* или информационният риск се отнася до пазара или до неяснотата на инвеститорите, относно бъдещите цени на акциите. Информационната неопределеност или информационният риск отразяват *„неясната стойност или степента, в която фирмената стойност може да бъде разумно оценена от най-осведомените инвеститори*. По-конкретно, *неопределеността или информационният риск отразяват неточността, т.е. дисперсията в оценките на инвеститорите, относно бъдещите фирмени резултати*. Следователно, макар и свързани, информационната неопределеност и информативността на доходите, са две различни концепции.

Анализираните изследвания показват, че информационната неопределеност има нежелано въздействие върху реакцията на капиталовия пазар, при отчитане на печалби от компаниите. *Стига се до извода, че капиталовият пазар реагира на информационното съдържание на изглаждането на дохода, само при наличие на информационна неопределеност*. Тези констатации имплицитно обясняват поведението на мениджърите на компаниите и също отразяват опасенията на инвеститорите при наличието на информационна неопределеност. Следователно е възможно *мениджърите на компании с висока неопределеност да изглаждат доходите си, за да компенсират последиците от нея върху пазарните цени*. Освен това, изглежда, че *инвеститорите отчитат наличието на неопределеност в компаниите при процеса за вземане на инвестиционни решения*. В резултат от невъзможността за прогнозиране на паричните потоци на компаниите с

висока неопределеност, изгладените доходи осигуряват на инвеститорите допълнителни информационни предимства.

Въз основа на анализа на теоретичните зависимости между изглаждането на доходите и информационната неопределеност се извежда Хипотеза 3: *Изглаждането на доходите редуцира информационната неопределеност и волатилността.*

3. Влияние на изглаждането на доходите върху цените на акциите

Цените на акциите се формират от очакванията на инвеститорите относно бъдещите корпоративни доходи и инвестиционни рискове, които на свой ред се влияят от волатилността на историческите доходи. След като прогнозите за доходите обикновено са обременени със значителна неточност, инвеститорите са склонни да ценят компаниите с висока изгладеност на доходите (което е показател за прогнозируемост на бъдещите доходи) и да избягват компании със значително нестабилни доходи. Това предполага, че *акциите на компании с изгладени минали доходи се котират с премия, докато тези на компании с непостоянни доходи се оценяват с отстъпка.* Въпреки това, *емпиричният проблем е дали тези премии и отстъпки са оправдани, според реалните инвестиционни рискове и очакваното изменение в бъдещите доходи.*

От анализа на предходните изследвания може да се направи извод, че *видът на връзката между изглаждането на доходите, от една страна, и възвръщаемостта на акциите и цените на капитала, от друга страна, зависи от равнището на защита на инвеститорите в анализираните страни и вида на изглаждане на доходите.* Ако изглаждането на доходите произтича от *естествени източници*, тогава акциите с изгладени доходи трябва да бъдат *по-коректно оценени.* И обратно, ако изгладените доходи са резултат от *умишлени манипулации на доходите се появява информационна асиметрия и се влошава пазарната ефективност.*

Във връзка с това, може да се очаква, че в страните със *силна защита на инвеститорите естественото изглаждане на доходите ще има положително влияние върху цената на капитала и възвръщаемостта на акциите.* Докато в страните с *ниска защита на инвеститорите, изкуственото изглаждане на доходите се очаква да има негативно въздействие върху цената на капитала и възвръщаемостта на акциите,* тъй като най-вероятните мотиви за извършването му ще бъдат *максимизиране богатството*

на инсайдрите. Ниската защита за инвеститорите мотивира опортюнистичното поведение, от страна на мениджмънта.

Въз основа представените теоретични зависимости между изглаждането на доходите и цените на акциите се формулира Хипотеза 4: *Изглаждането на доходите оказва негативно влияние върху цените на акциите.*

Въпреки, че манипулациите на доходите влошават тяхното качество, ако инвеститорите са рационални, се установява слаба връзка между възвръщаемостта на акциите и дискреционните начисления. Това е така, понеже професионалните инвеститори притежават отлични умения за събирането и обработката на информация от различни източници, както и в прогнозирането и интерпретирането на детерминантите, определящи качеството на доходите. Обикновено се очаква професионалните инвеститори да използват, както информацията за доходите, така и цялата налична информация за фирмата, за да прогнозират по-добре бъдещите доходи, отколкото инвеститорите, които не са институционални. В резултат на това, професионалните инвеститори не просто следват ценовата инерция, а по-скоро търгуват в посока, *съответстваща на паричните потоци, които са отражение на фундаментални икономически новини.* Освен това *професионалните инвеститори, за разлика от непрофесионалните, са в състояние по-успешно да откриват изглаждането на доходите, от страна на мениджмънта, поради техния капацитет и рационалност.*

ГЛАВА ТРЕТА

Емпирично изследване на изглаждането на доходите и неговите ефекти у нас

1. Методология

В изследването на дисертационния труд, първо, се доказва хипотезата за постоянните доходи (Хипотеза 1). Поради факта, че постоянните доходи са практически ненаблюдаеми, първата хипотеза се формулира като за целите на мениджмънта се използват отчетените доходи от предходните периоди. Процесът за доказване на първата изследователска хипотеза включва последователното изчисляване, първо, на общите начисления и впоследствие на дискреционните начисления. На следващо място е необходимо изчисляването на доходите за текущия и за предходния период, без наличието на дискреционни начисления, т.е. доходът преди неговото евентуално

изглаждане (манипулиране). Хипотезата за постоянния доход (изглаждането на дохода) се проверява с регресионен модел, в който са използвани регресионни уравнения. В модела се включват променливи, за да се контролира равнището на ливъриджа, потенциалните възможности за растеж (измерени, както при Collins и Kothari, като отношение между пазарна стойност и счетоводната стойност на собствения капитал) и ефектът на представянето в рамките на избраната извадка.

Вторият подход за сегрегиране на компаниите на изглаждащи и неизглаждащи дохода е за *волатилността на дохода*. Той е приложен по примера на Leuz, Nanda и Wysocki; Francis, LaFond, Olsson и Schipper; LaFond, Lang и Ashbaugh-Skaife. Променливата за изглаждане на доходите при втория модел (модела на LNW) е IS и се измерва посредством изчисляването на следното отношение $\sigma(CFO)/\sigma(NI)$ покриващо 5-годишен период. CFO е оперативният паричен поток, а NI е нетният доход, като и двете променливи са претеглени с TA (общите активи в началото на годината). По-високите стойности на показателя IS индикират за по-изгладени доходи. Компаниите от основната извадка се сортират според показателя IS . Тези от тях, които получават положителни стойности за IS , се определят като изглаждащи дохода, а останалите със стойности на показателя $IS \leq 0$ се определят като неизглаждащи доходите си.

Доказването на втората изследователска хипотеза, а именно, че прилагането на изглаждане на дохода понижава информативността, се основава на методологията, апробирана от Tucker и Zarowin. Ето защо е приемливо да се дискутира как текущият модел аргументира влиянието на изглаждането на доходите върху тяхната информативност. За да се установи дали изглаждането на доходите подобрява информативността им, е необходимо да се изследва корелационната връзка между тях за избрания изследователски период. Това предполага измерване на силата на връзката между доходите за текущата година (EPS_t) и бъдещите доходи (EPS_{t+3}), на основата на бивариантна корелация. Първоначално се прилага едностранна вместо двустранна Пирсънова корелация, понеже в това изследване се очаква положителна връзка между доходите от текущата година и доходите през бъдещия период. Ако това не е така, се прилага двустранен тест. В случай, че коефициентът на Пирсън покаже силна връзка между променливите EPS_t и EPS_{t+3} , се очаква и силна връзка между текущите и бъдещите доходи.

За да се тества информативността на доходите, се използва подходът CKSS, разработен от Collins, Kothari, Shanken и Sloan. Въз основа на ЕМН (хипотезата за ефективните пазари), CKSS - подходът изследва количеството информация относно бъдещите доходи на компанията, което е отразено от промяната в текущите цени на акциите. Според ЕМН, цялата налична информация е отразена от цените на акциите. Следователно, основавайки се на цените на акциите, CKSS - подходът взема под внимание както публичната, така и вътрешната информация за компанията. Този подход представлява регресионен модел, който използва за зависима променлива възвръщаемостта на акциите за периода $t+1$ до $t+3$, а независими променливи са равнищата на миналите, текущите и бъдещите доходи, както и променливата за изглаждане на доходите. *Ако изглаждането на дохода подобрява информативността на доходите, коефициентът a_3 на взаимодействащите променливи $IS_t * EPS_t$ трябва да бъде положителен. Ако фалшифицирането е доминиращ ефект от изглаждането на доходите, тогава доходите ще бъдат по-малко информативни и следователно се очаква коефициентът да бъде отрицателен.* За да се тества дали това е приложимо за избраната извадка от данни, генерализираният линеен модел се прилага в SPSS.

При изследването на концепцията за „информационната неопределеност“ се прилага показателят волатилност на възвръщаемостта - $Volatility_{t+1}$ (използва се стандартното отклонение на седмичната възвръщаемост за 2015 г.). За да се изследва как изглаждането на доходите влияе върху информационната неопределеност, компаниите в извадката се разделят на две подизвадки от изглаждащи и неизглаждащи доходите си, според вече описания подход за волатилността на доходите. На следващо място, се сравняват средните стойности (mean) на $Volatility_{t+1}$ във формираните две подизвадки. Очаква се в извадката с изглаждащите доходите си компании той да има по-ниски стойности. За да се провери устойчивостта на резултатите се използва непараметричният Mann-Whitney U тест.

Изследването на връзката между изгладеността на миналите доходи и цените на акциите се извършва, първо, чрез изчисляване на логаритмична регресия с вариационни данни между коефициента цена/приходи от продажби (P/S) и набор от обясняващи променливи, съставени от финансови коефициенти, за които се открива, че са статистически значими. Зависимата променлива е коефициента E цена/приходи от продажби (P/S), а независими са M - оперативния маржин, T - обръщаемостта на

активите, L – ливъриджа и SG - растежа на приходите от продажби. На следващо място се изчисляват остатъчните стойности (residuals) от съответните регресии. След калкулирането на остатъчните стойности от логаритмичната регресия, се формират пет портфейла от предприятията в основната изследователска извадка, покриващи по 20% от акциите с най-високата изгладеност на миналите доходи, и портфейла, покриващ 20% от акциите с най-ниската изгладеност на миналите доходи. Впоследствие, във всеки от тези портфейли се изчислява медианата от остатъците в рамките на всеки портфейл. Ако изгладеността на миналите доходи значително влияе върху цените на акциите, тогава променливата за изгладеността (коефициентът на детерминация на линейната функция от миналите доходи за последните 5 години) трябва да бъде положително корелирана с остатъците от регресията. За да се провери това се изчислява статистическата значимост на разликите между медианите на остатъците за петте портфейла, с помощта на теста Wilcoxon Rank-Sum.

2. Източници на данни

В изследването на дисертационния труд се използва извадка, включваща 66 публични компании листнати на БФБ, част от сегментите „Премиум“ и „Стандарт“ за периода от 2010 - 2015 г. Избраният antecedентен период е от 2010 до 2014 г. Включването на години преди 2010 г. е нежелателно, поради изкривяващото въздействие на финансово-икономическата криза от 2007 до 2009 г. Така 2015 г. е времевият прозорец за тестовете на база вариационни редове, дискриминиране на изглаждащи, неизглаждащи фирми и изследване на ефектите на изглаждането върху информативността, информационната неопределеност и цените на акциите.

3. Резултати от емпиричните изследвания

След прилагането на модифицираният от Kothari, Leone и Wasley модел на Jones за калкулиране на дискреционните начисления, се доказва, че българските компании изглаждат доходите си, като покриват по-ниските доходи от текущата година с по-високи (неотчетени) от предходната година. В допълнение, след прилагане на подхода за волатилността на доходите в параграф 2 от глава трета на дисертационния труд за периода 2010 - 2015 г., се установява, че в извадка от български публични компании 42 са изглаждащи и 24 са неизглаждащи доходите си.

Прилагането на подхода за информативността на Tucker и Zarowin, с цел да се изследва влиянието на изглаждането на доходите върху информативността сред български публични компании претендира за новаторство. Резултатите от изчисляването на регресионния модел (9) доказват, че изглаждането на доходите понижава информативността на миналите и текущите доходи относно бъдещите доходи. От това следва, че при наличието на изглаждане на доходите, текущите EPS не са добри прогнозни променливи за бъдещите EPS на компаниите. Следователно, изглаждането на доходите влошава връзката между бъдещите и текущите доходи, с което се приема втората изследователска хипотеза в дисертационния труд.

С приемането на втората изследователска хипотеза в дисертационния труд се доказва, че в страните със слаби регулации за защита на инвеститорите и ниска прозрачност (каквато е и България), мениджмънтът на компаниите изглажда фирмените доходи поради собствените си интереси, докато в страните със силни регулации за защита на инвеститорите - за да сигнализира неговата вътрешна информация, за бъдещите доходи. От представените доказателства следва, че изглаждането на доходите в България се извършва главно за опортюнистични цели или *основният мотив за извършването му, от страна на мениджмънта на компанията е максимизиране на собственото им богатство.*

За да се докаже хипотеза 3, която проверява, дали изглаждането на доходите редуцира информационната неопределеност и волатилността, се изчисляват средните на показателя $Volatility_{t+1}$. Резултатите след калкулирането му показват, че средните стойности на показателя $Volatility_{t+1}$ (Mean=8,9739) са по-ниски в подизвадката с компании, изглаждащи дохода, от тези в подизвадката с компаниите, неизглаждащи дохода (Mean=9,4634). Тези резултати предполагат, че изглаждането на доходите понижава информационната им неопределеност, но е необходимо да се тества дали това различие между двете извадки е статистически значимо. След прилагането на непараметричния Mann-Whitney U тест се установява, че *изглаждането на доходите редуцира информационна неопределеност*, но разликата в подизвадките, формирани според критерия изглаждане на доходите, не е статистически значима.

На следващо място, основната нишка в този дисертационен труд е анализът на влиянието на изглаждането на доходите върху борсовите цени на публичните компании. Както беше посочено в параграф 3 от глава втора, компаниите, изглаждащи своите

доходи, могат да бъдат оценени с премиум, ако това изглаждане носи информация за бъдещите приходи или такъв премиум би липсвал, ако изглаждането има за цел да заблуди инвеститорите за реалното финансово състояние на компанията. Резултатите от корелационната връзка на остатъчните стойности от логаритмичната регресия на (P/S) и финансовите коефициенти за рентабилност, ликвидност, задлъжнялост и оборот с променливата за изгладеност на миналите приходи, представени в таблица 30, доказват, че изчисленият коефициент на корелация не може да бъде приет за надеждна оценка². От това следва, че изглаждането на приходите не влияе върху цените на акциите. В потвърждение, след прилагането на теста Wilcoxon Rank-Sum се установява, че не съществува статистически значима разлика в остатъчните стойности от логаритмичната регресия между компаниите, изглаждащи и неизглаждащи своите приходи. В резултат на това, финансовите коефициенти за акциите с изгладени минали приходи не се оценяват с премиум, в сравнение с компаниите, имащи неизгладени приходи. В обобщение може да се направи извод, че за българския капиталов пазар изглаждането на миналите приходи не оказва влияние върху цените на акциите, с което се отхвърля четвъртата изследователска хипотеза в дисертационния труд.

4. Изводи и препоръки за ограничаване на негативните последици от изглаждането на приходите

Емпиричното изследване в дисертационния труд установява, че основен мотив за изглаждане на приходите от българските компании е опортюнистичният. Съответно чрез него мениджърите или мажоритарните собственици (притежаващи и управленски функции), прикривайки реалното финансово състояние на компанията, действат в повечето случаи в ущърб на миноритарните акционери. Поради тази причина тук фокусът е насочен към възможностите за редуция на изглаждането на приходите и смекчаване на произтичащите от него негативни ефекти. От направения анализ става ясно, че най-ефективно тази цел би могло да се постигне с прилагането на механизмите на корпоративното ръководство.

² Въпреки това, отрицателната стойност на корелационния коефициент -0,342 показва слаба връзка между променливите, което индикира за предполагаем дисконт в оценките на компаниите, изглаждащи своите приходи.

В исторически план механизмите на корпоративно ръководство се смятат за най-важния фактор за мониторинг и оценка на ефективността на финансовото отчитане и де факто играят ролята на „крайъгълният камък“ за контрола. Въвеждането им подобрява ефективността и ефикасността на фирмените операции и ограничава случаите на грешки или манипулации в счетоводните системи. Изглаждането на доходите се разглежда като един от най-важните проблеми, свързани с финансовото отчитане, особено след скандалите Енрон и УърлдКом. Този процес се свързва също с ниски нива на корпоративна социална отговорност и усъвършенстването в тези области се очаква да доведе до подобрение в качеството на механизмите на корпоративното ръководство.

Решенията как да се подобри качеството на мониторинг и ограничаването на изглаждането на доходите могат да бъдат от полза за инвеститорите, топ мениджмънта на българските компании, одиторите и законодателния орган. Подобряването на *механизмите на корпоративно ръководство, с цел ограничаване на изглаждането на доходите*, би довело до по-голяма *надеждност и прозрачност* при публикуването на финансовите отчети. По този начин може да се *улесни фирменият достъп до капитал* и да се *подкрепи икономическият растеж*.

Ефективно работещият капиталов пазар е в състояние да дисциплинира мениджърите и да служи за намирането на обективна пазарна оценка на резултатите от тяхната дейност. Утвърждаването на механизмите на корпоративно ръководство е задължително условие и значим стимул за развитието на капиталовия пазар. Те имат изключително важна роля за поддържане доверието на инвеститорите и обезпечаване ликвидността на пазара. В допълнение, стриктното им прилагане помага за изграждането на нов тип ръководители – със знания и умения за работа с акционерите и останалите стейкхолдъри.

Едни от най-важните механизми на корпоративно ръководство за ограничаване на *изглаждането на доходите чрез използването на дискреционни начисления са независимостта*³ на борда на директорите и по-големият брой *външни* директори в него. В допълнение, *прозрачността и точността* на финансовите отчети са факторите, поради които наличието на независими, квалифицирани и експертни *вътрешни одитни*

³ Според чл. 116а ал. 2 от ЗППЦК най-малко една трета от членовете на съвета на директорите или на надзорния съвет на публичното дружество трябва да бъдат независими лица. *По-добър ефект при ограничаването на злоупотреби чрез креативните счетоводни техники би се постигнал, ако мнозинството в борда на директорите се състои от независими членове.*

комисии води до силна структура на корпоративно ръководство, възпрепятстваща изглаждането на доходите. От друга страна, *по-големите и специализирани външни одитори* също ограничават опортюнистичното изглаждане на доходите, тъй като с по-висока вероятност откриват нарушения относно достоверното представяне във всички аспекти на същественост във финансовите отчети на своите клиенти.

Отговорността за доброто корпоративно ръководство не е само задължение на компанията, а най-вече на хората, изготвящи нормативната уредба, и инвеститорите, които е необходимо да настояват за стриктно съблюдаване на добрите принципи. Преодоляването на краткосрочното мислене и поведение, от страна на мажоритарните собственици и мениджърите у нас е значима пречка за успешното прилагане на механизмите на корпоративно ръководство. Основната роля на *корпоративното ръководство* за решаването на гореспоменатите проблеми е *минимизирането на информационната асиметрия*, гарантирането на *изискванията за задължителна отчетност*, при запазване *достоверността* на фирмените финансови отчети и осигуряване на *защита срещу манипулативно поведение*, като *изглаждането на доходите*.

Заключение

В заключението се обобщават основните изводи от проведеното изследване, коментират се резултатите от изпълнението на изследователските задачи, потвърждава се основната изследователска теза и се очертават възможности и насоки за бъдещи изследвания.

IV. СПРАВКА ЗА ПРИНОСНИТЕ МОМЕНТИ

1. За първи път в българската финансова литература се анализират теоретичните основи на изглаждането на доходите и се извежда собствена дефиниция за този процес.
2. Дефинират се начисленията като средство за изглаждане на доходите, калкулират се от годишните финансови отчети и се диференцират на дискреционни и недискреционни.

3. Доказва се хипотезата за постоянните доходи сред извадка от български публични компании, чрез прилагането на модифицирания от Kothari, Leone и Wasley модел на Jones.
4. За първи път се изследват какви са ефектите от изглаждането на доходите върху тяхната информационна неопределеност и цените на акциите за извадка от български публични компании.
5. Дават се препоръки за ограничаване на негативните последици от изглаждането на доходите за инвеститорите на българския капиталов пазар.

V. ПУБЛИКАЦИИ ПО ДИСЕРТАЦИОННИЯ ТРУД

1. Борисов. С. Изглаждане на облагаемия доход, последици върху информационното му съдържание и избягването на данъци. - В: Сборник с доклади от десета научно-приложна конференция с международно участие „Инвестиции в бъдещето – 2015”, 2015, с. 187-193.
2. Борисов. С. Изглаждане на доходите, информационна неопределеност и възвръщаемост на акциите. В: Сборник с доклади от научна конференция по случай 80-годишнината от основаването на катедра "Финансова наука" в ИУ-Варна „Финансовата наука – между догмите и реалността – 2017”, 2017, с. 113-129.
3. Борисов. С. Изглаждане на доходите и тяхната информативност. //Известия 3, 2017, с.197-213.
4. Борисов. С. Начисленията като способ за изглаждане и хипотезата за постоянните доходи. //Известия 1, 2018, с.5-22.

VI. ДЕКЛАРАЦИЯ ЗА ОРИГИНАЛНОСТ

Декларирам, че настоящата дисертация е изцяло авторски продукт и в нейното разработване не са ползвани в нарушение на авторските им права чужди публикации и разработки.