

# Ekonomika preduzeća

**SPECIJALNI BROJ**



## TAJNE BILANSA: MENADŽERSKI PRISTUP

Dejan  
Malinić  
Nikola  
Stevanović

**FENOMENOLOGIJA BILANSA:  
INFORMACIONA MOĆ,  
RIZICI I POSLEDICE**

63

Nikola  
Stevanović

**KONCEPTI, ULOGA I  
KONVENCIONALNA ANALIZA DOBITKA**

90

Nikola  
Stevanović

**BILANSNO-POLITIČKE  
IMPLIKACIJE PO KVALITET DOBITKA**

109

Dejan  
Malinić

**SAVREMENI IZAZOVI  
INTEGRALNOG ISTRAŽIVANJA  
KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA**

138

Dejan  
Malinić

**PREPOZNAVANJE  
BILANSNIH RIZIKA**

156





**MESSER**



Messer Tehnogas AD

Banjički put 62, 11 090 Beograd  
tel: 011 3537 200, fax: 011 3537 291  
postoffice@messer.rs  
www.messer.rs

**Mi pravimo atmosferu**  
Tehnički i medicinski gasovi za Srbiju



# EP Ekonomika preduzeća

ČASOPIS SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE

OSNOVAN 1947. GODINE U BEOGRADU

GODINA LVII

MAR-APR 2009

BROJ 3-4

str. 063-174

IZDAVAČ: SAVEZ EKONOMISTA SRBIJE

Beograd, Dobrinjska 11/1

Bulevar Mihajla Pupina 147

Tel: 011/264-49-80; 361-34-09

Fax: 011/362-96-89

Ž.R: 205-14935-97 Komercijalna banka

WEB: [www.ses.org.rs](http://www.ses.org.rs)

[www.aapsyu.org](http://www.aapsyu.org)

E-mail: [office@ses.org.rs](mailto:office@ses.org.rs)

PRESEDNIK SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE

Dragan Đuričin

ODGOVORNI UREDNIK

Nikola Stevanović

ZAMENIK ODGOVORNOG UREDNIKA

Dragan Đuričin

REDAKCIJA

Jelena Birovljev

Dejan Malinić

Goran Petković

Jovan Ranković

Daniilo Šuković

Dušan Vujović

Slobodan Malinić

Milan Matijević

Zoran Njegovan

Blagoje Paunović

Marko Simoneti

Ljiljana Stanković

Milica Uvalić

TEHNIČKI UREDNIK

Branko Cvetić

ŠTAMPA

"Kuća štampe" 011 307.5.307

[stampanje.com](http://stampanje.com)

Štampano u 350 primeraka

Časopis izlazi šest puta godišnje

Godišnja pretplata 4.000 dinara bez PDV -a

Za inostranstvo 8.000 dinara bez PDV-a



Specijalno izdanje Ekonomike preduzeća za 2009. godinu je posledica seminara koji je održan u okviru Udruženja korporativnih direktora Srbije na temu »Tajne bilansa: menadžerski ugao« u decembru mesecu 2008. godine za članove i kandidate udruženja a u okviru discipline Upravljačko računovodstvo. Važnost teme, kvalitet prezentiranog materijala i reakcija

publike su bili na takvom nivou da je redakcija časopisa Ekonomika preduzeća donela odluku da napravi specijalan broj posvećen upravo ovoj problematici i na taj način širu ekonomsku javnost upozna sa dostignućima u ovoj oblasti.

Broj koji je pred nama je rezultat koautorskog rada dva profesora Ekonomskog fakulteta u Beogradu, Prof. Nikole Stevanovića i Prof. Dejana Malinića, poznatih akademičara, praktičara, regulatora i arhitekata bitnih zakona i propisa iz oblasti finansija i računovodstva. Rad koji predstavljamo je posvećen bilansima koje koriste različite interesne grupe za donošenje ekonomskih odluka. Specijalni broj čini pet priloga koji su poredjani kauzalno-hronološki.

Prvi prilog je posvećen fenomenologiji bilansa i njegovom informacionom kapacitetu. Posebna pažnja u ovom prilogu je posvećena kreativnom računovodstvu i neetičnom ponašanju stvaraoca bilansa (ovlašćene računovodje i menadžeri) i revizora (interni i eksterni) koje zbog skrivenih gubitaka i latentnih rezervi krivi sliku o bonitetu finansijskog položaja privrednih subjekata u očima, pre svega, kreditora i investitora.

Drugi prilog je posvećen konvencionalnoj analizi dobitka. Zapravo, ovaj prilog se bavi ekonomskim i računovodstvenim konceptima dobitka, značajem dobitka za strategiju privrednog subjekta i racio analizom iz tri perspektive (dobitnosti prihoda, prinosa na imovinu/kapital i prinosa za akcionare).

Nema sumnje da je dobitak kardinalna performansa. U pitanju je performansa na kojoj bazira konvencionalni pristup merenja uspeha (tradicionalno računovodstvo) ali i polazna performansa u merenju akcionarske vrednosti (računovodstvo tzv. »fer vrednosti«) prema novom pristupu merenja uspeha. Svesni različitih aspekata koji utiču na kvalitet dobitka, autori treći prilog posvećuju, upravo, ovom problemu.

Dileme koje su otvorile prethodna tri priloga, nastavljaju da se razradjuju u poslednja dva priloga. Konkretno, četvrti prilog je posvećen kvalitetu finansijskih izveštaja a peti prepoznavanju bilansnih rizika. Ideja je da se objasne razlozi za eliminisanje mogućnosti finansijskih prevara, ali i ukaže na institucionalizaciju grešaka koje upravo omogućavaju pojavu tih prevara.

Jednom je primećeno »da su bilansi kao parfem, udišu se ali se ne ušmrkavaju«. Diskretni karakter bilansa ogleda se u činjenici da oni nose bitne, ali ne i sve suštinske informacije. To ne znači da informacije koje nosi bilans mogu da budu netačne i dvosmislene ili eventualno neobelođanjene. Naprotiv, tačnost, nedvosmislenost i odsustvo skrivanja informacija predstavljaju osnovu etičnog izveštavanja. Etično izveštavanje je pretpostavka pogleda na budućnost menadžerskog tima koji krasi dostojanstvo i optimizam. Upravo ove karakteristike su bitne za kontinuitet privrednih subjekata ne samo u periodu prosperiteta, već i u krizi. Specijalni broj Ekonomike preduzeća upravo je posvećen toj ideji.

Prof. Dragan Djuričin  
Zamenik urednika





**УДРУЖЕЊЕ КОРПОРАТИВНИХ ДИРЕКТОРА СРБИЈЕ  
SERBIAN ASSOCIATION OF CORPORATE DIRECTORS**

11000 Нови Београд, ул. Михајла Пупина 147  
Тел: +381 11 264 49 80; Факс: +381 11 362 96 89  
E-mail: ukds@eunet.rs



# FENOMENOLOGIJA BILANSA: INFORMACIONA MOĆ, RIZICI I POSLEDICE

**Nikola Stevanović**

Ekonomski fakultet Beograd

**Dejan Malinić**

Ekonomski fakultet Beograd

Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije

## UVOD

Bilans je uistinu veličanstvena računovodstvena, poslovno-finansijska, statistička, ekonomska i društvena pojava. Učenje o toj pojavi, odnosno fenomenologija bilansa, je zato veoma široko i izazovno područje. No, polazeći od tematski zadatog menadžerskog pristupa bilansu, ovde smo pažnju morali i mogli usmeriti samo na nekoliko pitanja o bilansu danas, za koja nam se učinilo da su od posebnog značaja za menadžment, ali neodvojivo i za druge informacione korisnike te otuda i za računovođe i finansijske analitičare.

Držeći se takvog okvira za ovaj naš napis, u njemu ćemo pokušati da barem ukratko:

- osvetlimo finansijsko-izveštajno okruženje bilansa, odnosno njegovo mesto i ulogu u finansijsko-izveštajnom setu, kao i institucionalno okruženje i pažnju koje ono finansijskom izveštavanju pa tako i bilansu poklanja u svetu razvijenog računovodstva, i naše izazove u vezi s tim;
- predstavimo informacione kapacitete (ponudu) bilansa u odnosu na specijalne, redovne i planske finansijsko-izveštajne potrebe;
- opišemo informacione interese za bilans i ostale finansijske izveštaje makar glavnih stejkholdera u izveštajnom subjektu i, posebno, ulogu finansijsko-izveštajnih informacija, preko finansijske analize, u formiranju tržišnih cena hartija od vrednosti, pre svega običnih akcija, i efikasnosti tržišta kapitala;
- nagovestimo moguće informacione rizike koji nastaju u situacijama kada bilans i drugi finansijski izveštaji ne predstavljaju istinit i pošten prikaz finansijskog položaja i uspeha preduzeća i kao takvi pogrešnim informacijama dovode u zabludu one koji na osnovu takvih izveštaja odlučuju;
- upozorimo na moguće dramatične posledice po investitore, preduzeća, računovodstvenu profesiju, tržište kapitala i stabilnost ukupnog finansijskog sistema, koje nastaju kao posledica primene „kreativne“ računovodstvene prakse, koja se manifestuje manipulacijom informacijama sadržanim u bilansu i drugim finansijskim izveštajima.

## FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNO OKRUŽENJE BILANSA

Bilans, kao dvostrani kategorijalni i brojčani finansijski iskaz o svemu čime kompanija ili druga organizacija i njena uprava raspolaže (aktiva) i svemu što vlasnicima i poveriocima duguje (pasiva), neizostavni je deo finansijsko-izveštajnog seta, s kojim deli sudbinu u svakom pogledu bez obzira na svoje posebnosti koje nas ovde zanimaju. Zato do mesta i uloge bilansa možemo doći kroz priču o mestu i ulozi celine finansijskog izveštavanja u savremenim uslovima. U tu svrhu jedna kratka “šetnja” po zbivanjima u finansijskom izveštavanju i oko njega, u barem reprezentativnom delu sveta naprednog računovodstva.

Literatura i poslovno-finansijska stvarnost odavno, a u novija vremena na posebno ubedljiv i povremeno dramatičan način, potvrđuju kardinalnu ulogu finansijskog izveštavanja, kako pravnih subjekata profitnog sektora, tako i subjekta u neprofitnom sektoru, uključiv i vladu i njene agencije pa i sektor nevladinih organizacija. To je tako zato što civilizacija ne poznaje potpuniji sistem brojčanog obuhvatanja, saopštavanja i interpretacije poslovno-finansijskog života i performansi svih učesnika u pomenutim sektorima, od sistema finansijskog izveštavanja i analize finansijskih izveštaja, na koje se sve više oslanjaju i statistike nacionalnih računa.

Toliko značajnu ulogu finansijskog izveštavanja potvrđuju brojni apeli, pre svega u zemljama niže računovodstvene kulture, čak i iz institucija UN koje se time bave, o prekoj potrebi unapređenja finansijskog izveštavanja kao, možda bez preterivanja, ugaonog kamena stabilnog privrednog rasta i snažnog finansijskog sistema. To isto čine i vapaji, na primer, nad krahom Enrona i drugih velikih kompanija uslovljenog nesolidnim finansijskim izveštavanjem, nad padom bruto domaćeg proizvoda u zemljama Jugoistične Azije, između 7% u Južnoj Koreji i 13% u Indoneziji, već u 1998. godini nakon otkrivenih i obelodanjenih krupnijih finansijsko-izveštajnih skandala tokom 1997. godine, nad nekom vrstom "enronizacije" finansijskog izveštavanja u SAD, verovatno vodećoj zemlji među zemljama sa najvišim rejtingom u pogledu kvaliteta finansijskog izveštavanja. Zaista dramatično zvuči GAO-ov Izveštaj odgovarajućem Komitetu Senata SAD<sup>1</sup> sa popisom od 919 javnih kompanija kojima je SEC (Security Exchange Commission) naložio preuređenje finansijskih izveštaja u periodu 1997-2002. godina. Pred tim podacima zagovornik kvalitetnog finansijskog izveštavanja postaje nemoćni branilac. U takvoj poziciji se našao i veoma citirani prof. Edward Ketz, tako da ne čude njegove ocene: "Firme svakako čine povremene greške, ali 919 preuređenja je apsurdno velik broj, koji me primorava da se zapitam da li ijedan menadžer saopštava istinu. U najmanju ruku, ja verujem da 919 preuređenja računovodstvenih podataka pruža prima facie slučaj da se američki sistem

1 General Accounting Office, Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges. Report to the Chairman, Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U.S. Senate, Washington DC, October 2002.

susreće s velikim kulturnim problemom zato što izgleda da je menadžersko pravilo prevariti investitore i kreditore... Ako ova zemlja ima nameru da otkloni ovaj računovodstveni nered i zastoje na tržištu kapitala i ekonomije u celini mnogo toga treba promeniti. Ove reforme moraju uticati na kulturu vođenja biznisa od strane menadžera."<sup>2</sup>

Da prethodno upozorenje nije samo izraz usamljenog profesorskog činstunstva potvrđuju brojni napisi drugih autora iz akademskih, poslovnih, finansijskih i vladinih krugova u zemlji sa najvećom i najrazvijenijom računovodstveno-revizijskom industrijom. Stanje bi bilo još dramatičnije da u toj zemlji ne postoji tako snažna i merodavna institucija kao što je Komisija za hartije od vrednosti (SEC), kao od države formirana nezavisna institucija odgovorna za regularnost tržišta kapitala. Pa ipak, zbog umnožavanja pojava neistinitog i nepoštenog finansijskog izveštavanja i njegovih pogubnih poslovno-finansijskih, širih ekonomskih, socijalnih i drugih posledica, država je, s obzirom na njenu logičnu krajnju odgovornost za uređen sistem finansijskog izveštavanja, eto čak i u zemlji sa tradicionalno jakim regulatornom, edukacionom, etičkom i nadzornom ulogom moćnog privatnog sektora (profesionalnih institucija) računovodstveno-revizijske industrije, morala dodatno intervenisati. To je učinila putem poznatog federalnog Zakona o računovodstvenoj reformi i zaštiti investitora iz 2002. godine.<sup>3</sup> Sa svojim dosta detaljnim odredbama o formiranju Odbora za nadzor računovodstva javnih kompanija (PCAOB – Public Company Accounting Oversight Board) i njegovim visokim nadležnostima u pogledu regulisanja, nadzora, inspekcije i sankcionisanja u vezi s računovodstvom i revizijom finansijskih izveštaja javnih kompanija, o obezbeđenju pune nezavisnosti revizora, o korporativnom upravljanju i odgovornosti za istinito i pošteno finansijsko izveštavanje, o povećanom finansijskom obelodanjivanju, o snaženju uloge Komisije za hartije od vrednosti, itd., i to uvek sa ne baš milosrd-

2 E. Ketz, Hidden Financial Risk, John Wiley and Sons, Inc., 2003., p. 15. Prof. Ketz je do pojave ove knjige reagovao putem brojnih napisa objavljenih u istaknutim časopisima i poslovno-finansijskoj žurnalistici, od kojih, zbog vremena pojave i sadržaja, kao primer navodimo "Is There an Epidemic of Underauditing?" Journal of Corporate Accounting and Finance, Fall 1998., p. 25-35.

3 Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002, šire poznatom pod skraćenim nazivom Sarbanes-Oxley Act of 2002.



nim sankcijama, ovaj Zakon je očigledno svedočanstvo o dosta velikoj preraspodeli finansijsko-izveštajne arene između privatnog sektora i državnih institucija u korist ovih poslednjih. Nije li on istovremeno i preteča, najnovijom finansijskom krizom i ekonomskim zastojem uslovljenih, zagovaranja o reafirmisanju pažljivo odmerenog povratka države na ekonomsku i finansijsku scenu, barem u domenu čvršće regulative i nadzora? Jedno je sigurno. Ovaj Zakon potvrđuje tezu da finansijskom izveštavanju pripada jedna od glavnih uloga u svakoj zemlji i globalno i da se radi o isuviše ozbiljnom pitanju da bi ono moglo biti prepušteno samo regulativi privatnog računovodstveno-revizijskog sektora i savesti korporativnih menadžera, pravnika, računovođa i revizora.

Polazeći upravo od grandiozne uloge istinitog i poštenog finansijskog izveštavanja u obezbeđenju uspešnog funkcionisanja samih izveštajnih subjekata, finansijskih tržišta i ukupne tržišne ekonomije, u vodećim zemljama Kontinentalne Evrope pa i u Engleskoj (što uglavnom važi i za celinu UK) stvari su od početka bile unekoliko drugačije postavljene, u čemu se može naći i objašnjenje za manji broj finansijsko-izveštajnih skandala u njima.

Tako, na primer, Zakon o kompanijama u Engleskoj je tradicionalno sadržavao dosta široke (po pravnim formama kompanija) i duboke (po zahtevima) odredbe o vođenju poslovnih knjiga i finansijskom izveštavanju. Njegova modernizacija iz 2002. godine je dodatno pojačala ionako zahtevnu zakonsku regulativu u toj oblasti, od čega na ovom mestu valja pomenuti barem povećanu odgovornost menadžmenta za finansijske izveštaje, Operativni i finansijski pregled (OFR – Operation and Financial Review) u kome kompanijski direktori, uz finansijske izveštaje, moraju objaviti sve odgovarajuće informacije neophodne za pouzdanu ocenu poslovnog uspeha, finansijskog položaja i budućih poslovnih strategija i šansi kompanije, kao i pooštreno zakonsko regulisanje pitanja revizije i revizora finansijskih izveštaja. Istina i u ovoj zemlji Odbor za računovodstvene standarde (ASB – Accounting Standards Board) donosi računovodstvene standarde, ali su oni tradicionalno dosta čvrsti i, uz to, ovaj Odbor je samo operativno telo Saveta za finansijsko izveštavanje (FRC – Financial Reporting Council) sa snažnim zakonskim ovlašćenjima i odgovornostima pred državom, i to

ne samo po osnovu toga što u njegovom finansiranju učestvuje Vlada i što njegove direktore imenuje Državni sekretar za trgovinu i industriju. Sasvim sličan je i odnos FRC sa njegovim Odborom za revizijsku praksu (APB – Auditing Practice Board). Kad se tome dodaju njegov Profesionalni nadzorni odbor za računovodstvo (POBA – Professional Oversight Board for Accountancy) i Odbor za računovodstvenu istragu i disciplinu (AIDB – Accountancy Investigation and Discipline Board), što su operativna tela FRC za ostvarivanje njegovih ozakonjenih nadzornih i sankcijskih nadležnosti i odgovornosti, kao i njegov Komitet za korporativno upravljanje (CCG – Committee on Corporate Governance), onda se dobija jasnija predstava o čvrstoj finansijsko-izveštajnoj regulativi sa vrlo zahtevnim obavezama menadžera, korporativnih računovođa i nezavisnih revizora i ne samo posrednoj, već i neposrednoj brizi države za sve to. Nije li to još jedna stvarna potvrda veoma visokog mesta i uloge finansijskog izveštavanja i moguće objašnjenje nepostojanja značajnih finansijsko-izveštajnih skandala u UK.

O veoma visokom značaju koji se finansijskom izveštavanju pridaje, o posebnoj pažnji pa i čvrstini regulative u toj oblasti i o niskoj propusnoj moći sistema finansijskog izveštavanja za finansijsko-izveštajne skandale u zemljama Kontinentalne Evrope, naravno pre svega onim vodećim, najrečitije govore institucionalna rešenja i postupci uređivanja finansijskog izveštavanja. Tradicionalna je sklonost ka regulisanju vođenja poslovnih knjiga i finansijskog izveštavanja, i to nimalo plitkom, već u kompanijskim zakonima, čiji rang implicate snažno promoviše mesto i ulogu urednog finansijskog izveštavanja i odgovornost menadžera (naravno i korporativnih računovođa i revizora) u vezi s tim. U njima je neposredno i čvrsto uporište računovodstvenog, finansijsko-izveštajnog i revizijskog zakonodavstva, a u svemu tome opet uporište profesionalne regulative. Karakterističan primer je Nemačka, pa i Francuska, kao dve vodeće računovodstvene sile u Evropi, koje su stvorile nešto što se naziva franko-nemačkim stilom u toj oblasti, uglavnom vladajućim u Kontinentalnoj Evropi. Osnovna svojstva su mu već na zakonskom nivou čvrsto postavljeni zahtevi:

a) da finansijski izveštaji budu istiniti i poštenu iskazi

- o finansijskom položaju i aktivnostima izveštajnog subjekta;
- b) da u tu svrhu mora biti poštovano načelo računovodstvene prudenције (razboritosti, opreznosti) u cilju izbegavanja rizika da tekuće neizvesnosti optereće buduće bilanse i račune dobitka i gubitka;
  - c) iz tog načela proističuće načelo nabavne vrednosti (istorijskog troška) za vrednovanje bilansnih pozicija osim u slučajevima kada su tržišne vrednosti zaliha niže i plativi iznosi obaveza viši od njihovih nabavnih vrednosti kada se moraju primeniti te niže, odnosno više vrednosti, s tim što obavezni vanredni otpisi fiksne imovine po osnovu njihovog obezvređenja i potraživanja po osnovu verovatne nenaplativosti ostaju u okviru načela nabavne vrednosti;
  - d) načelo obavezne saglasnosti, odnosno pridržavanja utvrđenih (dobrim delom zakonski) pravila i postupaka u vođenju poslovnih knjiga i finansijskog izveštavanja;
  - e) načelo međuperiodične konzistentnosti primene utvrđenih načela, pravila i postupaka, što ne isključuje obrazloženo i brojčano iskazano odstupanje ako ono očigledno vodi ka istinitijem i poštenijem predstavljanju finansijskog položaja i uspeha;
  - f) načelo verne (savesne) primene utvrđenih računovodstvenih načela, pravila i postupaka od strane odgovornih za finansijske izveštaje, a pre svega menadžera ili vlasnika, što je u domenu finansijsko-izveštajne etike.

Dakle, objektivizam, prudenција (opreznost, razboritost) i etičnost finansijskog izveštavanja kao tri stožerna načela, podržana dosta striktnom zakonskom regulativom, ozbiljnim nadzorom, visokom profesionalnošću i respektabilnom odgovornošću, predstavljaju suštinska svojstva sistema finansijskog izveštavanja pre svega u vodećim zemljama Kontinentalne Evrope, sa širokim područjima svog uticaja.

Nastanak EEZ (sada EU, što ćemo nadalje jedino i koristiti) ne samo da nije umanjio, već je značajnije osnažio mesto i ulogu finansijskog izveštavanja, i to što je moguće više harmonizovanog među članicama EU, kao uslovu ostvarenja ciljeva i strategija Internog tržišta EU (ranije

Zajedničkog tržišta EEZ), uključiv, naravno, i finansijsko tržište. Otuda se svi propisi, direktive i odluke (što spada u "čvrsto pravo") i preporuke, tumačenja i komentari Komisije EU (što spada u "meko pravo"), posvećeni računovodstvu, finansijskom izveštavanju i reviziji, pripisuju poglavlju 6. Kompanijsko pravo, kao delu Pravnih tekovina EU (Acquis Communautaire), kojima se, u okviru uslova za priključenje EU, valja prilagoditi.<sup>4</sup> Najneposredniji i najvažniji izvorni među tim dokumentima su IV direktiva Saveta o godišnjim računima određenih pravnih formi privrednih društava (od 25. jula 1978. god., vremenom razvojnomenjana i dopunjavana), VII direktiva Saveta EU o konsolidovanim finansijskim izveštajima (od 13. juna 1983. god., takođe vremenom prilagođavana u skladu s novim zahtevima) i VIII direktiva Parlamenta i Saveta EU o zakonskoj reviziji godišnjih i konsolidovanih finansijskih izveštaja (nova direktiva od 17. maja 2006. god.), kao i Direktiva o godišnjim računima banaka i drugih finansijskih institucija (The Banks Accounts Directive 86/635/EEC) i Direktiva o računovodstvu u osiguranju (The Insurance Accounts Directive 91/674/EEC). Prve tri su opšteg značaja i odnose se i na banke i osiguravajuća društva, a druge dve su posebnog karaktera i bave se prevashodno specifičnim pitanjima finansijskog izveštavanja banaka i osiguravajućih društava.

Za nas su ovde od posebnog interesa IV i VII direktiva. One su, kao uostalom i sve druge direktive, obavezujuće u pogledu ciljeva koji se moraju ostvariti i rokova njihovog ostvarenja, prepuštajući nacionalnim regulatornim telima izbor formi i načelna ostvarenja ciljeva finansijskog izveštavanja.<sup>5</sup> Ono što, za ovaj naš opšti pogled na mesto i ulogu finansijskih izveštaja i bilansa u tom setu, iz ovih direktiva treba uopštiti jeste doslednost u odnosu na tradicionalne tekovine najnaprednijih zemalja Kontinentalne Evrope, kako smo ih prethodno opisali. Zajedničko im je svojstvo ne samo širina obuhvata, već i prilična regulatorna dubina, sa relativno čvrstim odredbama koje, razumno, ostavljaju neophodni prostor za nacionalne

4 Za jedno skraćeno, ali vrlo sadržajno obaveštenje o tretmanu finansijskog izveštavanja, a povezano s tim i šire kompanijske, tržišne i finansijske materije u EU, pogledati, na primer, F.Gielen, et al., Corporate Sector Accounting and Auditing Within the Acquis Communautaire: A Building Block of the Internal Market, Financial Management Unit, Europe and Central Asia Region, The World Bank, 2007.

5 F. Gielen, op.cit., p.5.



regulative. Za naše istraživanje tajni bilansa od posebnog su značaja odredbe o pravilima procenijavanja (Odeljak 7. IV direktive) koje nameću obavezu poštovanja već pominjanih:

- a) načela kontinuiteta izveštajnog subjekta;
- b) načela opreznosti (konzervativizma, prudencije) u proceni (i to pojedinačnoj) imovinskih delova i obaveza, sa eksplicitnim isticanjem zahteva:
  - (bb) iskazivanja samo ostvarenih (stvarnim tržišnim transakcijama potvrđenih) dobitaka;
  - (bc) obaveze uključivanja u bilans nastalih obaveza do bilansnog dana iako su one postale evidentne tek posle tog dana, a do dana sastavljanja bilansa;
  - (bd) dopuštanja državama – članicama da dozvole ili zahtevaju bilansiranje i takvih obaveza i gubitaka za protekli period koji se na dan bilansa mogu samo predvideti s očekivanim objektiviranjem do dana sastavljanja bilansa, obaveze uključivanja u bilans svih obezvređenja imovinskih delova i sl.;
- c) načela nabavne vrednosti ili cene koštanja i
- d) načela konzistentnosti (međuperiodične doslednosti) u primeni propisanih načela i pravila, kao i pravila utvrđenih svojom računovodstvenom politikom po pravu opcije unutar datih regula, s tim što su odstupanja, posebno od utvrđenih načela, samo izuzetno dopustiva kada se mogu i moraju objaviti ubedljive prednosti odstupanja, kao i njihovi brojni efekti.

Dakle, računovodstveni objektivizam (zasnovanost na stvarnim događajima), prudencija (opreznost), istorijski troškovi i konzistentnost (međuperiodična doslednost) su ključni elementi finansijsko-izveštajnog okruženja za bilans i njegove tajne, sudeći po izvornoj verziji IV direktive. Ali, naiđoše zahtevi globalizacije finansijskog izveštavanja via Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja / Međunarodni računovodstveni standardi (MSFI/MRS), reklo bi se više amerikanizovani nego evropeizirani. S obzirom na konsenzus glavnih "igrača" među kojima i EU, uključiv i nacionalne i regionalne (na primer EU) Komisije za hartije od vrednosti i njihovu Međunarodnu organizaciju (IOSCO), EU je, istina ne baš s naroči-

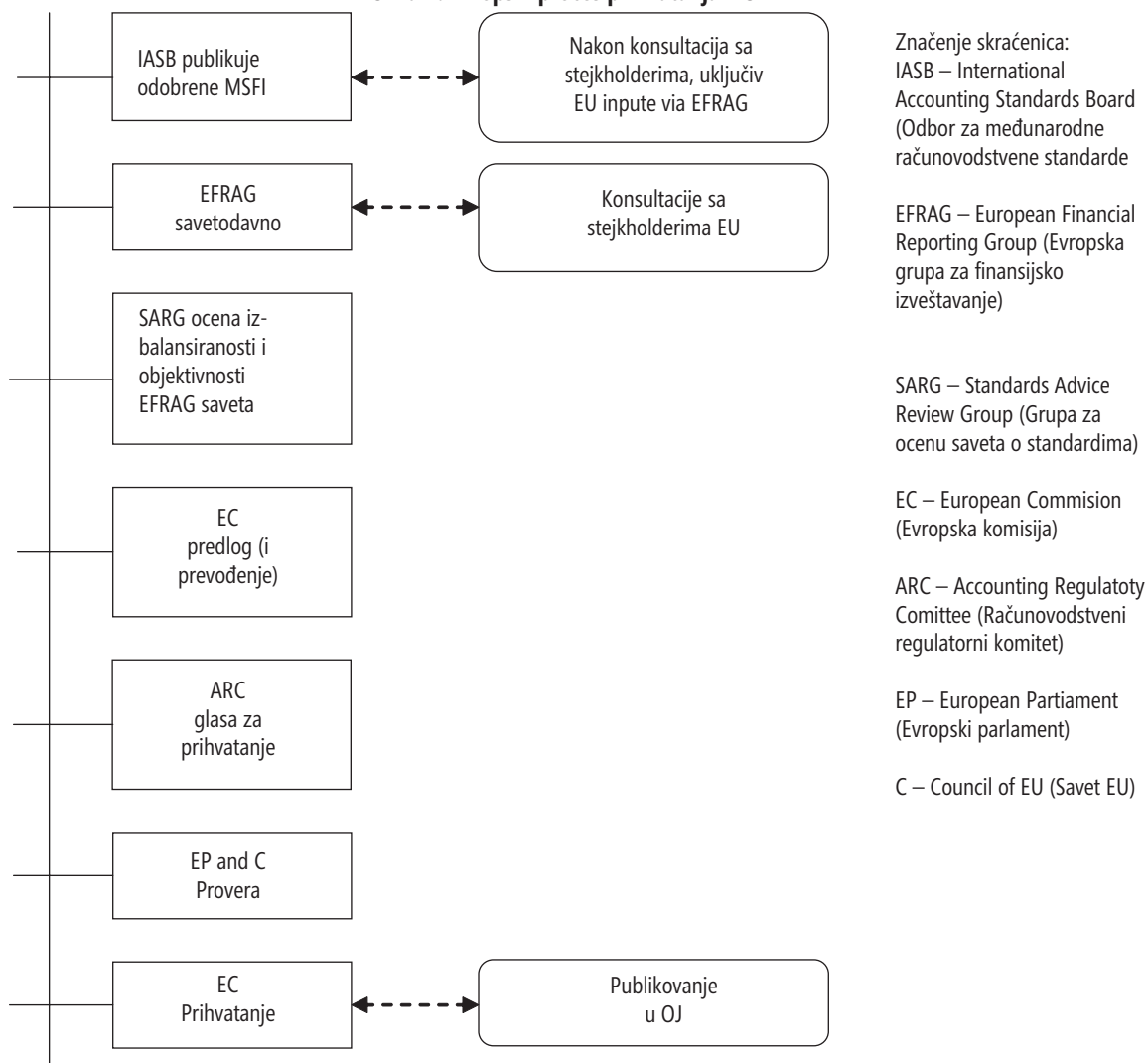
tim oduševljenjem pre svega zbog koncepta poštene vrednosti (fair value accounting),<sup>6</sup> reagovala Propisom Evropskog parlamenta i Saveta EU o usvajanju i primeni MSFI u EU (Propis EC br. 1606/2002), od 19. jula 2002. godine, a onda i dopunama IV i VII direktive. Središne odredbe u tom Propisu su da, počev od 1. januara 2005. godine, svoje finansijske izveštaje, i to samo konsolidovane, prema MRS treba da pripremaju samo (pravno složeni) subjekti čije se hartije od vrednosti na bilansni dan kotiraju na berzi, kao i dopuštanje da zemlje članice mogu dozvoliti ili zahtevati od tih subjekata da MRS primene i u svojim pojedinačnim finansijskim izveštajima, pa i od drugih subjekata da isto postupe sa svojim konsolidovanim i/ili pojedinačnim finansijskim izveštajima, i sve to primenom samo onih MSFI/MRS koji su prošli proceduru pojedinačnog prihvatanja od strane Evropske komisije. Koliko je konvergencija sa MSFI/MRS velik izazov i kako je ozbiljan, odnosno pažljiv pristup EU tome, možda će najbolje pokazati sledeći prikaz Evropskog procesa prihvatanja MSFI/MRS (videti sliku 1).

A kod nas? Na nepromišljeno ministarsko "Međunarodni računovodstveni standardi!", Zakon o računovodstvu i reviziji iz 2002. godine ("Sl. list SRJ", broj 71/02) naloži primenu celog korpusa MRS od strane svih pravnih lica, dakle, i koncepta poštene vrednosti, i obaveze i za mala i srednja preduzeća, što su dve najveće evropske rezerve u odnosu na MSFI/MRS. Zakonom o računovodstvu i reviziji iz 2006. godine ("Sl. glasnik RS", br. 46/06) reteriralo se makar oslobađanjem malih pravnih lica od obaveze primene MSFI/MRS. Ostao je problem srednjih pravnih lica. Problem s konceptom poštene vrednosti je posebna priča za 2. deo ove publikacije.

Eventualni utisak, na osnovu prethodnih naših izlaganja, o nekoj vrsti rezervisanosti finansijsko-izveštajnih regulatora u EU, pa i autora ovih redova, prema neselektivnoj primeni MSFI/MRS, je ne samo moguć, već i tačan. No bilo bi pogrešno na osnovu toga otići u drugu krajnost i pomisliti da se ta rezervisanost odnosi na MSFI/MRS uopšte. Pa i izričito smo je locirali na koncept poštene vrednosti (fair value accounting) koju oni donose i na nerešeno

6 O implikacijama koncepta poštene vrednosti (fair value accounting-a) po bilans, a onda nužno i po ostale finansijske izveštaje, biće mnogo više reči u 2. delu ove publikacije.

Slika 1. Evropski proces prihvatanja MSFI<sup>1</sup>



1 Committee on Economic and Monetary Affairs of EP, Report on International Reporting Standards and Governance of the International Accounting Standards Board, AG - 00382/2008., p. 16. Slika je unekoliko prilagođena i dopunjena.

pitanje primene MSFI/MRS na mala i srednja pravna lica pre svega u realnom sektoru, za koja nikako da se pojavi dugo najavljivani posebni MSFI. Ima i drugih povoda za pomenutu rezervisanost, ali se njima, kao manje važnim od pomenutih, ovde nismo bavili. Uostalom, i sam Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (IASB), u svom bazičnom dokumentu Okvir za sastavljanje i prezentaciju finansijskih izveštaja, polazeći od glavnog cilja finansijskih izveštaja "... da obezbede informacije o finansijskom položaju, performansama i promenama finansijskog položaja entiteta koje su upotrebljive za široki krug korisnika pri donošenju ekonomskih odluka" (stav 12.), u delu o načelima pripreme i kvalitativnim karakteristikama finansijskih izveštaja, ističe razumljivost, relevantnost, pouzdanost

i uporedivost kao četiri imperativne kvalitativne karakteristike informacija u finansijskim izveštajima. Kao glavne pretpostavke pouzdanosti navode se zahtevi:

- vernog predstavljanja, po kome informacija, da bi bila pouzdana, "... mora verno da predstavlja transakcije i druge događaje za koje se tvrdi da ih predstavlja ili bi se opravdano moglo očekivati da ih predstavlja", što, primenjeno na bilans, znači da informacije sadržane u njemu "... treba verno da predstave transakcije i druge događaje koji rezultuju imovinom, obavezama i kapitalom entiteta na dan bilansa, a koji mogu biti priznati" (stav 33.) kao stvarno postojeći;
- prudenције, odnosno opreznosti primerene nei-

zvesnostima kojima je entitet izložen u momentu sastavljanja finansijskih izveštaja, što znači "... da imovina ili prihodi nisu precenjeni, a obaveze ili rashodi nisu potcenjeni" (stav 37.), što odgovara davnašnjoj zdravoj ideji da, kad već nismo sigurni koliko je stvarni periodični dobitak, a nikad nismo u to sigurni (tačan je samo totalni rezultat na kraju života pravnog lica), onda ga je bolje odmeriti naniže nego naviše, kao i obrnuto za gubitak.

Toliko da se ne ograđujemo o MSFI/MRS tamo gde to nipošto ne treba. No time nije otklonjeno pitanje mogućih konflikata koncepta poštene vrednosti s tim nespor- nim tradicionalnim načelima.

## INFORMACIONI KAPACITETI BILANSA

Informacioni kapaciteti bilansa tiču se pitanja šta sve bilans može informaciono da pokrije, čemu sve da posluži. Osvrt na ovo nimalo jednostavno pitanje treba da pomogne korisnicima bilansa i ostalih finansijskih izveštaja u formiranju svojih informacionih očekivanja i tako smanjenju tenzija između njih, na jednoj strani, i sastavljača i podnosilaca finansijskih izveštaja, na drugoj strani. Pri tom imaćemo u vidu prevashodno bilans preduzeća i globalni pogled na njegove kapacitete. Detaljnija priča o tome sledi u preostalim tačkama ovog dela publikacije, kao i u njenim narednim delovima, gde će biti više reči o ključnim pitanjima pripreme i informacionog korišćenja bilansa i s njim povezanih ostalih delova finansijsko-izveštajnog seta.

Zavisno od izveštajnih ciljeva kojima služi, bilans se može pojaviti:

- kao imovinski bilans per se, s materijalnom (vrednosnom) sadržinom primerenom svrsi za koju se sastavlja, podnosi ili i objavljuje;
- kao bilans praćen računom dobitka i gubitka (bilansom uspeha), bilo u svrhe redovnog ili vanrednog izveštavanja, kada je njegov materijalni (vrednosni) sadržaj upodobljen informacionim ciljevima računa dobitka i gubitka, što ne znači da u svrhe izveštavanja o posebnim događajima u životu preduzeća njegova vrednosna sadržina neće biti preuređena za tu potrebu;
- kao bilans praćen, ne samo računom dobitka i

gubitka, već i izveštajem o tokovima gotovine, izveštajem o promenama na kapitalu, kao i aneksom, odnosno objašnjavajućim, raščlanjavajućim i dopunjavajućim napomenama uz finansijske izveštaje, što sve skupa čini savremeni finansijsko-izveštajni set, u kome opet materijalna (vrednosna) sadržina bilansa treba da služi informacionim ciljevima računa dobitka i gubitka, što ipak ne znači da on ne može uključivati i eksterno umetnute tekuće vrednosti s ciljem da mu se udahne i karakter imovinskog bilansa barem u nekim njegovim delovima (na primer, obaveza ili mogućnost procene cene hartija od vrednosti u portfelju preduzeća ili još i stalne imovine po poštenoj vrednosti).

Savremenom redovnom finansijskom izveštavanju upravo je svojstvena takva finansijsko-izveštajna celina, koja se kolokvijalno i danas ponekad nazove jednostavno bilansom. Da li baš sasvim slučajno ili u tome ima i misa- one refleksije mesta i uloge samog bilansa u njegovom izvornom značenju?

Jedno produbljenije predstavljanje vrsta bilansa nužna je pretpostavka potpunijeg poimanja informacionih kapaciteta bilansa. Više je kriterijuma razlikovanja i na njima zasnovanih podela bilansa na vrste. Možda je sledeće razvrstavanje bilansa reprezentativno za priču o njegovim informacionim kapacitetima (pogledati sliku 2).<sup>7</sup>

Bilo bi svakako od koristi detaljnije predstaviti navedene podele i vrste bilansa. Međutim, s obzirom na namenu i dopustivu veličinu ovog napisa, mi ćemo morati da damo samo nekoliko kraćih napomena.<sup>8</sup>

Prethodno dati prikaz kriterijuma podele i vrsta bilansa prema tim kriterijumima je ne samo slikovit, već i potpun i vrlo uputan u pogledu informacionih kapaciteta bilansa. Jedine dopune koje bismo mogli predložiti odnose se (a) na to što, u okviru tekućih (redovnih) bilansa, umesto sedmičnog (čija redovnost nije opšta pojava) ili mesečnog bilansa, ili, pak, pored njih nisu pomenuti polugodišnji bilans (najdugoročniji zahtevani periodični bilans prema

7 A. Coenenberg, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 10., durchgesehene Auflage, Verlag Moderne Industrie, Landsberg am Lech, 1988., s. 3.

8 Za detaljnije upoznavanje sa vrstama bilansa i njihovim namenama pogledati prof. J. Ranković, Teorija bilansa I, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998., str. 39-57.



Slika 2. Vrste bilansa

Kriterijumi razlikovanja	Vrste bilansa										
Glavni informacioni cilj	Bilans u funkciji računa dobitka i gubitka			Imovinski bilans		Likviditetni bilans			Bilans kretanja imovine i kapitala		
Zakonska osnova	Poslovni bilans			Poreski bilansi							
				Poreski bilans uspeha				Poreski bilans imovine			
Položaj korisnika bilansa	Interni bilansi						Eksterni bilansi				
Broj uključenih pravih lica	Pojedinačni bilans						Bilans koncerna (Konsolidovani bilans)				
Učestalost sastavljanja bilansa	Tekući (redovni) bilansi				Specijalni bilansi						
	Sedmični bilans	Mesečni bilans	Godišnji bilans	Višegodišnji bilans	Bilans osnivanja	Bilans promene pravne forme	Bilans razdvajanja	Bilans fuzije	Sanacioni bilans	Bilans poravnjenja	Stočajni bilans

MRS za entitete čijim se hartijama od vrednosti, trguje na otvorenom tržištu) i kvartalni bilans (kao već široko prihvaćeni bilans od strane pomenutih i ne samo tih entiteta, i to ne samo za interne potrebe menadžmenta, već i za eksterno objavljivanje, i (b) eventualno na to što iz stečajnog bilansa nije izdvojen i posebno pomenut likvidacioni bilans, kao što to čini prof. J. Ranković u navedenom delu.

Pažljivim pregledanjem slike 2: Vrste bilansa, imajući u vidu pri tom i naša izlaganja koja su toj slici prethodila, možemo prepoznati sledeća bazična informaciona svojstva bilansa, odnosno njegove informacione moći:

- integralnog obuhvata svih imovinskih, vlasničkih i dugovnih resursa preduzeća,
- vernog pratioca poslovno-finansijskog života preduzeća i svih događaja sa preduzećem,
- nezamenjivog izveštajnog instrumenta u svemu tome i
- stvarnog postojanja bilansa u svakom trenutku, odnosno mogućnosti pojave u izveštajnoj formi o bilo kom ozakonjenom, standardizovanom ili slobodno odabranom bilansnom danu.

Važnost svojstva integralnog obuhvata, što proističe iz same definicije bilansa, ogleda se u obezbeđenju informacionih podloga za ocenu snabdevenosti odgovarajućim imovinskim delovima, vlasničkim i poverilačkim pravima, odnosno ukupne finansijske konstitucije preduzeća na bilansni dan, kao i promena u tome između dva ili niza bilansnih dana, zbog čega, uostalom, i bilans kretanja imovine i kapitala (ukupnog, tj. i vlasničkog i poverilačkog) u kome se ne iskazuju stanja bilansnih pozicija,

već njihove promene u međuvremenu, što ga čini pretečom savremenog izveštaja o promenama na vlasničkom kapitalu i izveštaja o tokovima gotovine.

Svojstvo vernog pratioca poslovno-finansijskog života i svih događaja sa preduzećem potvrđuje potreba i obaveza sastavljanja, podnošenja ili i objavljivanja bilansa osnivanja, bilansa u toku života preduzeća (redovnih u vidu kratkoročnih, godišnjih i dugoročnih bilansa, kao i onih po posebnim povodima u životu preduzeća u vidu bilansa promene pravne forme, podele preduzeća, saniranja preduzeća i poravnjenja) i, na kraju, bilansa prestanka preduzeća u vidu bilansa likvidacije, stečaja i fuzije (pripajanja) preduzeća. Dakle, nema ničeg od početka do kraja života preduzeća a da nije bilansom pokriveno, bio on praćen odgovarajućim računom dobitka i gubitka ili se pojavljivao kao imovinski bilans per se.

Svojstvo nezamenjivog izveštajnog instrumenta proističe iz prethodno navedenih svojstava, a posebno poslednjeg među njima. Naime, civilizacija (ako to nije krupna reč u ovom kontekstu) nije dosegla do savršenijeg iskaza o finansijskom položaju, odnosno finansijskoj konstituciji preduzeća, od bilansa, a informacije o tome su od kardinalnog značaja za uspešnu ekonomiju na svim nivoima, od pojedinačnih entiteta, preko grupa entiteta i društvenih sektora, do nacionalnih i regionalnih ekonomija pa i globalne ekonomije. Dodajmo još nešto na šta ćemo se u narednoj tački ovog napisa morati da vratimo. Bilans, odnosno bilans stanja kako ga kod nas oficijelno nazivaju, može se pojaviti sam i pokriti celu informacionu potrebu u vezi s događajem na koji se odnosi, ali to isto ne važi za ostale članove finansijsko-izveštajnog seta (račun dobitka

i gubitka, izveštaj o promenama na vlasničkom kapitalu i izveštaj o tokovima gotovine) kao izdvojenim i razuđenim obračunima karakterističnih delova bilansa. Kad se oni pojavljuju bilans je uvek njihovo ishodište i utočište. Pri tom, bilans je nosilac tranzitornih međuperiodičnih efekata po te izveštaje pa ga s pravom zovu izveštajem o finansijskim potencijalima preduzeća, odnosno bilansom neutrošene snage preduzeća. Otuda je bilansiranje i potonje čitanje bilansa veoma delikatno pitanje.

Stvarno postojanje bilansa u svakom trenutku, nezavisno od toga s kojim danom će biti sastavljen i prezentovan, s njegovim karakterom ishodišta i utočišta računa dobitka i gubitka (bilansa uspeha) i izveštaja o tokovima gotovine, pruža mogućnost sastavljanja i prezentovanja ovih poslednjih na mesečnoj osnovi, raščlanjeno i po dekadama, što smo u praksi uvek preporučivali i često primenjivali, ali ne i izradu mesečnog bilansa stanja; on i tada igra svoju tranzitornu ulogu, dakle stvarno postoji.

S obzirom na namenu ove naše publikacije posebno je interesantna podela na redovne (tekuće) i specijalne bilanse. Iz istog razloga, uprkos njihovog veoma velikog značaja, nećemo imati prostora da se bavimo specijalnim bilansima.<sup>9</sup> Dakle, pažnju ćemo usredsrediti na redovne bilanse, i to poslovne, prevashodno eksterne, naravno pojedinačne, ali ni konsolidovane nećemo zaobići.

## INFORMACIONI INTERESI ZA BILANS

U okviru ove tačke našeg izlaganja najpre ćemo, na krajnje sažet način, podsetiti na brojnost i snagu institucionalnih infrastruktura koje u naprednim zemljama brinu o tako važnoj aktivnosti kao što je finansijsko izveštavanje i o informacionim kapacitetima bilansa i ukupnog finansijsko-izveštajnog seta, zatim pokušati da prepoznamo prave informacione interese u odnosu na bilans i ostale finansijske izveštaje pa i prateći direktorski izveštaj, onda izložiti glavne teorijske pristupe ulozi računovodstvenih informacija, odnosno analize finansijskih izveštaja, u vrednovanju hartija od vrednosti na tržištu kapitala i, na kraju, usredsrediti se na ulogu bilansa (stanja) u proceni finan-

sijskih rizika kao bitnog činioca u tržišnom vrednovanju hartija od vrednosti i preduzeća kao celine.

1. U tački 1. ovog dela naše publikacije mogli smo videti koliko su brojne i moćne institucije, kako one iz javnog sektora (državna ili od države formirana nezavisna regulatorna i nadzorna tela), tako i one koje pripadaju privatnom sektoru (prevashodno ovlašćene asocijacije ovlašćenih profesionalaca i njihova regulatorna i nadzorna tela), i to ne samo nacionalne, već i regionalne pa i globalne institucije, uključene u proces uređivanja sistema finansijskog izveštavanja (računovodstva, pripreme i podnošenja finansijskih izveštaja i njihove revizije i objavljivanja). Treba istaći barem dve bitne poruke odatle. Prva je da finansijsko izveštavanje u savremenom svetu predstavlja područje društvene, menadžerske i profesionalne aktivnosti od tolikog javnog interesa da njihovo očuvanje takoreći ne pita za cenu, a druga da prodor svesti o tome, najpre u državna tela, a onda i u druge stejkholdere sistema finansijskog izveštavanja (menadžment, obrazovne institucije, profesionalne asocijacije i njihovo članstvo, itd.) treba što pre da zameni stanje indolentnosti koja se kod nas dosta primećuje.

U tački 2. izvršeno je jedno uopšteno predstavljanje informacionih kapaciteta bilansa pa tako i celog finansijsko-izveštajnog seta, s obzirom na preovlađujuću zastupljenost slučajeva kada se bilans ne pojavljuje sam, već sa drugim tesno povezanim finansijskim izveštajima pre svega, s računom gubitka i dobitka (bilansom uspeha). Fokusirajući bilans stanja, tamo smo istakli njegovu moć integralnog obuhvatanja i iskazivanja svih imovinskih, vlasničkih i dugovnih resursa izveštajnog subjekta i moć doslednog praćenja poslovno-finansijskog života i svih događaja sa celinom izveštajnog subjekta kao dva glavna svojstva bilansa, koja su naročito impersivna i uočljiva kad mu se, u okviru redovnog finansijskog izveštavanja, dodaju bilans uspeha i izveštaj o tokovima gotovine, čiji je on izvor i utočište.

2. Na osnovu ovih napomena lako je zaključiti **da se od finansijskih izveštaja i bilansa među njima očekuje zadovoljenje brojnih informacionih interesa od kardinalnog značaja za funkcionisanje izveštajnih subjekata, tržišta i ukupne ekonomije.** No tu generalnu konstataciju valja proveriti kroz jedno detaljnije pre-

<sup>9</sup> Srećom, u vezi sa specijalnim bilansima raspoložemo jednim izvanrednim i potpunim izvorom na srpskom jeziku, na koji upućujemo. Dakle, pogledati prof. J. Ranković, Specijalni bilansi, "Proinkom" Beograd, 1996.

poznavanje informacionih interesa za bilans i ceo finansijsko-izveštajni set. Pri tom glavnu pažnju ćemo usmeriti na finansijske izveštaje preduzeća, s tim što je mnogo od toga što će biti rečeno zajedničko s entitetima iz drugih sektora.

Više je stejkholdera finansijskih interesa u preduzeću te otuda i više adresata, odnosno interesenata za finansijske izveštaje sa različitim finansijskim i informacionim interesima. Mi ćemo se ograničiti na glavne među njima.

**Investitori običnog vlasničkog kapitala** (vlasnici običnih akcija u akcionarskim društvima, udela u društvima sa ograničenom odgovornošću, državnog kapitala gde ga ima, zadružnih udela i sl.) su nosioci uloge snabdevača entiteta osnovnim, odnosno riziko kapitalom, kao zaštitom interesa investitora prioritarnog vlasničkog kapitala i poverilačkog kapitala, uloge poslednjeg korisnika u podeli ukupne zarade preduzeća posle namirenja vlasnika emitovanih obveznica i kreditora, uloge prve "žrtve" pri pojavi gubitka i uloge poslednjeg učesnika u eventualnoj podeli likvidacione mase. Oni su, dakle, nosioci rezidualnog finansijskog interesa u preduzeću i svih njegovih rizika. Ovaj sažetak položaja investitora običnog vlasničkog kapitala je u funkciji definisanja njihovih informacionih interesa u odnosu na finansijske izveštaje. Njihovi informacioni interesi za preduzeće, odnosno za njegove finansijske izveštaje, su sveobuhvatni, dakle najsloženiji u odnosu na informacione interese svih dugih stejkholdera finansijskih interesa u preduzeću. Prema tome, informacioni interesi običnih akcionara, vlasnika udela itd. pokrivaju:

- a) istinito i pošteno izveštavanje o ukupnoj finansijskoj strukturi (bilans s pripadajućim napomenama), o rentabilitetu (račun dobitka i gubitka s pripadajućim napomenama), o tokovima gotovine (s pripadajućim napomenama) i promenama na svim vidovima vlasničkog kapitala (sa pripadajućim napomenama), što je pod upravljачkom nadležnošću i odgovornošću menadžmenta i pod profesionalnom nadležnošću i odgovornošću korporativnog računovođe i revizora;
- b) kao i izveštavanje o ključnim pokazateljima i odnosima finansijskih ostvarenja i položaja firme, o ključnim budućim razvojnim i tekućim poslovno-finan-

sijskim namerama menadžmenta u vezi s preduzećem (izvučenim iz planova preduzeća čiju krunu čine projektovani pomenuti finansijski izveštaji) i o svim važnim ostalim aspektima korporativnog upravljanja (možda sve troje može biti podvedeno pod uobičajeni pojam poslovnog ili direktorskog izveštaja), što ne spada među finansijske izveštaje, već ih nužno prati zadovoljavajući dopunske informacione interese nosilaca rezidualnog finansijskog interesa u preduzeću.

Najsažetije rečeno, investitori običnog vlasničkog kapitala od finansijskih izveštaja i pratećeg direktorskog izveštaja očekuju relevantne i pouzdane informacione podloge za predviđanje svojih ukupnih prinosa (dividende plus rast tržišne vrednosti vlasničkog kapitala) i rizika u vezi s tim.

**Snabdevači preduzeća dugoročnim pozajmljenim kapitalom** nisu sasvim homogena grupa finansijskih stejkholdera. Među njima su kupci konvertibilnih obveznica, kupci nekonvertibilnih obveznica i dugoročni kreditori. Iako su oni nosioci prava na fiksni prinos i povraćaj glavnice, što su prioritarna prava u odnosu na prinose investitorima običnog vlasničkog kapitala te nezavisna od rasta zarade preduzeća, to ne znači da ih ona ne zanima, s obzirom da pojava gubitka može ugroziti njihove interese. Ovo važi pogotovo za vlasnike konvertibilnih obveznica koji, pored prava na fiksni prinos (kamat) i povraćaj glavnice, imaju i izazov opcije da se odluče na zamenu obveznica za obične akcije ako predviđaju rast dobitka preduzeća, prinosa običnim akcionarima i prihvatljive rizike u vezi s tim. U svakom slučaju njihov informacioni interes je dobitno pokriće njihovih fiksnih prinosa, što jeste interes za rentabilitet preduzeća, ali ne u meri i na način kako je to kod običnih akcionara. Za razliku od ovih poslednjih, poverilački informacioni interesi su uži. Sigurnost ostvarenja prava na povraćaj glavnice traže u informacijama o fer vrednostima sredstava preduzeća i njihovoj strukturi, u odnosu poverilačkog prema vlasničkom kapitalu, u projekcijama tokova sredstava i njihovoj stabilnosti, pri čemu vide neposredniju vezu tih projekcija sa imovinskom strukturom kojom preduzeće raspolaže. Moglo bi se reći da su oni u proceni svojih očekivanih prinosa povraćaja glavnice i rizika u vezi s tim više okrenuti bilansu (stanja)



nego investitori vlasničkog kapitala. Otuda, na primer, njihov naglašeni interes za visinu i strukturu neto obrtnog kapitala,<sup>10</sup> odnos fiksne i obrtne aktive, efikasnost upravljanja sredstvima (brzinu obrta sredstava) i sl. Informacioni interes za dobitna ostvarenja u pomenutom smislu svakako ostaje.

**Informacioni interesi kratkoročnih poverilaca preduzeća** takođe su uslovljeni njihovom specifičnom stejkholderskom pozicijom u preduzeću. Poslovni poverioci su snabdevači preduzeća beskamatnim spontanizvorima finansiranja. Finansijski poverioci, bilo da su kupci kratkoročnih vrednosnih papira preduzeća, bilo da su kreditori, obezbeđuju preduzeću kratkoročne izvore finansiranja koji se ukamaćuju. Zajedničko im je to što u proceni sigurnosti svojih potraživanja pažnju usmeravaju prevashodno na odnose ukupne i delova obrtne imovine prema kratkoročnim obavezama preduzeća (relacije u bilansu) brzinu obrta obrtne imovine preduzeća, odnosno dužinu vezivanja (zadržavanja u bilansu stanja) sredstava u poslovnom ciklusu preduzeća, (utvrdivu kombinovanjem prihoda iz bilansa uspeha i prosečnog stanja odnosnih sredstava iz bilansa stanja). U odnosu na fiksnu imovinu njihov jedini informacioni interes može se odnositi na amortizaciju zato što ona, ako je pokrivena prihodom, predstavlja tekući priliv gotovine. Na drugoj strani (pasiva u bilansu) zanima ih visina dospevajućih anuiteta u neposrednoj budućnosti po osnovu dugoročnih obaveza, o čemu se informišu u odgovarajućim napomenama uz bilans. Interesuje ih naravno i dobitak, ali samo kao kreator gotovine iz poslovanja, s tim što je ta informaciona potreba naglašenija kod finansijskih poverilaca, s obzirom da su obaveze preduzeća prema njima pod obavezom ukamaćenja iz zarade preduzeća pa je pokriće troškova kamata tom zaradom (informacije iz bilansa uspeha) za njih od posebnog interesa. I za jedne, i za druge, važan je odnos novčanog toka iz poslovnih aktivnosti (element izveštaja o tokovima gotovine) prema njihovim potraživanjima (u pasivi bilansa preduzeća).

**Menadžment preduzeća** je nadležan i odgovoran

za celokupnu poziciju i napredak preduzeća, odnosno za finansijski položaj (bilans), uspeh (račun dobitka i gubitka), usklađene novčane tokove (izveštaj o tokovima gotovine) i pozitivne tokove u okviru vlasničkog kapitala (izveštaj o promenama na kapitalu), uključiv i analitička ostvarenja preduzeća (napomene uz finansijske izveštaje), kao i dobre razvojne izgled preduzeća (direktorski izveštaj). Kada se govori o njegovoj odgovornosti onda se misli na odgovornost pred svim pomenutim finansijskim i poslovnim stejkholderima preduzeća. Zato njegovi informacioni interesi u odnosu na bilans i ceo set finansijskih izveštaja pokrivaju informacione interese svih navedenih stejkholdera, iako se njegova obaveza polaganja računa odnosi prevashodno na investitore vlasničkog kapitala. No menadžment je u specifičnoj informacionoj poziciji u odnosu na ostale stejkholdere. Kao jedinom prisutnom stejkholderu neposredno su mu dostupne poslovne knjige preduzeća i ažurne pojedinačne informacije iz njih, kao i mogućnost obezbeđenja kratkoročnih finansijskih izveštaja, dakle raspolaganja relevantnim informacijama na vreme, što odgovara njegovoj ulozi vođenja preduzeća. Njegova pozicija prisutnog informacionog korisnika, i to sa svojim finansijskim i drugim interesima, pruža mu mogućnost oblikovanja vrednosne sadržine bilansa i ostalih finansijskih izveštaja koje pogoduju njemu, ali ne i informacionim interesima ostalih stejkholdera. Reč je o pretnjama informacione asimetrije, o čemu će biti više reči u tačkama 4. i 5. ovog dela naše publikacije, i još više u njenom 2. i 3. delu.

Neophodno je imati na umu da se menadžment preduzeća, pored uloge kreatora finansijskih izveštaja preduzeća koje vodi i internog informacionog korisnika tih izveštaja, pojavljuje i u ulozi eksternog korisnika finansijskih izveštaja drugih, odnosno u poziciji moguće "žrtve" pomenute informacione asimetrije. U toj poziciji naći će se, na primer, pri proceni finansijskog boniteta poslovnih partnera, entiteta u čije hartije od vrednosti želi da investira viškove gotovine, ciljnih preduzeća za preuzimanje putem merdžera ili javne ponude akcionarima i sl. Tada mu je veoma stalo do istinitih i poštenih finansijskih izveštaja odnosnih entiteta. Bilo bi dobro kad bi eksternim korisnicima svojih finansijskih izveštaja uzvraćao istom merom, odnosno kad bi svi oni respektovali obavezu i želju računovođa da, pored nacionalnih ili međunarodnih standarda

<sup>10</sup> Setimo se, neto obrtni kapital (NOK) je pretičući iznos vlasničkog i dugoročnog poverilačkog kapitala preko fiksne aktive, koji je uložen u obrtna sredstva, pri čemu snabdevačima preduzeća dugoročnim pozajmljenim kapitalom odgovara da NOK uključuje i vlasnički NOK, a ne samo poverilački NOK.

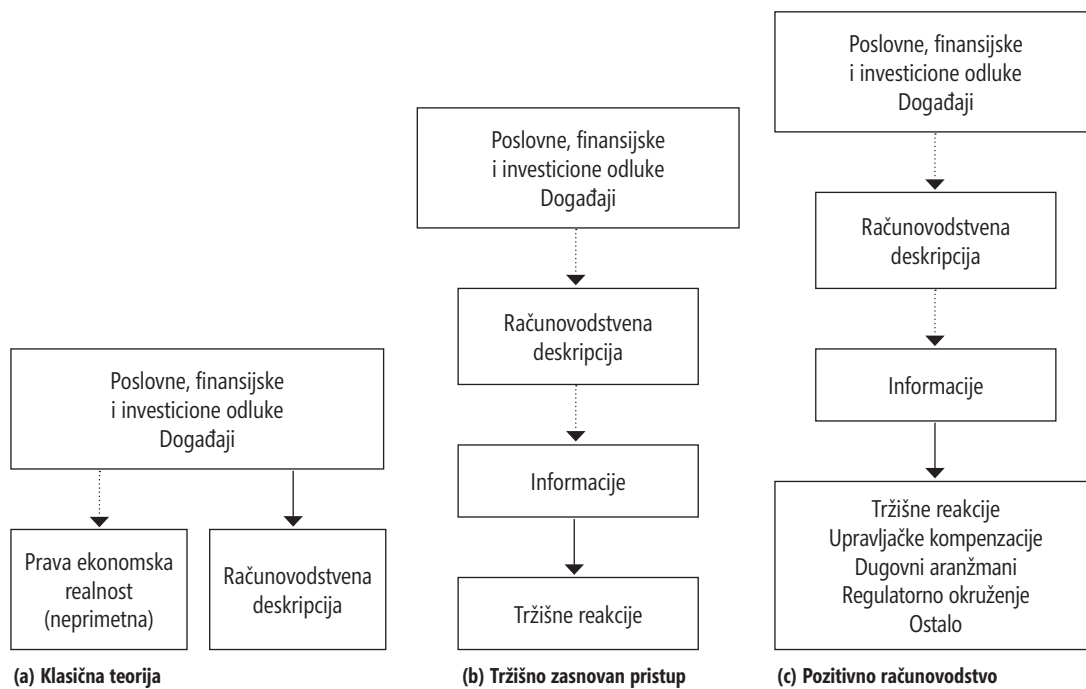
finansijskog izveštavanja, ispoštuju i svoj etički kodeks, što je implicitna obaveza i menadžmenta po osnovu ozakonjene upravljačke nadležnosti i odgovornosti za istinito i pošteno finansijsko izveštavanje.

Navedeni informacioni interesi pomenutih stejkholdera, kao i onih nepomenutih, mogu biti unekoliko zadovoljeni uvidom u podatke sadržane u finansijskim izveštajima, znatno više opštom analizom finansijskih izveštaja (procentualna analiza strukture, grafička analiza i analiza trenda grupa ili i pojedinih pozicija finansijskih izveštaja), a najviše racio-analizom finansijskih izveštaja. Proizvodi ove poslednje su racia likvidnosti (kratkoročne finansijske sigurnosti), racia solventnosti (dugoročne finansijske sigurnosti), racia obrta (efikasnosti sredstava i izvora sredstava), racia rentabiliteta (prinosa prihoda, imovine i vlasničkog kapitala preduzeća) i racia prinosa akcionarima (osnovna i razvodnjena zarada po akciji, cena akcije/zarada po akciji, tržišna vrednost/računovodstvena vrednost vlasničkog kapitala, racio plaćanja dividendi, dividendni prinos po akciji i ukupni prinos po akciji).<sup>11</sup> Na sve to

nadovezuje se izvanredna računovodstvena moć u bilansiranju budućnosti preduzeća, odnosno pripremi projektovanih (proforma) finansijskih izveštaja kao nezamenljivog instrumenta kratkoročnog i dugoročnog budžetiranja razvoj finansijskog položaja, rentabiliteta i tokova gotovine, bez čega, pod pretpostavkom da se ključne stvari iz njih obelodanjuju u direktorskom izveštaju, nema pouzdanih procena očekivanih prinosa i rizika za eksterne korisnike. Naravno, sve ovo nipošto u smislu proste ekstrapolacije trenda iskustvenih računovodstvenih vrednosti, već u smislu pažljivog kombinovanja tih vrednosti sa rezultatima strategijske analize okruženja i odabranim kompanijskim, divizionarnim i funkcionalnim strategijama. Prihvatanju planova, odnosno projektovanih finansijskih izveštaja, uvek prethodi njihova finansijska analiza u malo pre opisanom smislu.<sup>12</sup> Zbog njene stvarne uloge, analizu finansijskih izveštaja često nazivaju fundamentalnom finansijskom analizom.

3. Testiranje tako krupne izjave o analizi finansijskih izveštaja vodi nas u, barem kratak, **osvrt na učenja**,

**Slika 3. Teorijski pristupi ulozi računovodstvenih informacija**



Napomena: Punim linijama označen je istraživački fokus.

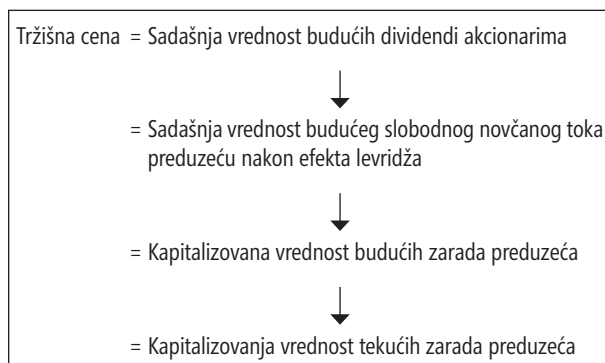
11 Detaljnije o analizi finansijskih izveštaja pogledati, na primer, N. Stevanović, D. Malinić, V. Miličević, Upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006, str. 143-284. U tom izvoru, na stranicama 455-624, čiji je autor D. Malinić, sadržana su i detaljna izlaganja o računovodstvenom planiranju, na koje ovde upravo nailazimo.

12 Detaljnije o projekcionim aspektima računovodstvenog izveštavanja i njegovoj ulozi u vrednovanju preduzeća i njegovih HOV pogledati, na primer, C. Stickney, op. cit., p. 543-573 ili S. Benninga - O. Sarig, Corporate Finance: A Valuation Approach, The McGraw-Hill Companies, 1997., p. 32-77 and 109-133. Ova dva rada, po pristupu, obradi i porukama u vezi s pitanjem o kome je na ovom mestu našeg teksta reč, zaslužuju da budu posebno istaknuta.

**odnosno pristupe odnosima finansijsko-izveštajnih (računovodstvenih) informacija i tržišne vrednosti hartija od vrednosti, pre svega običnih akcija.**

Tri su aktuelna pristupa tome, koja su grafički predstavljena na slici 3.<sup>13</sup>

Prema ovim autorima, **klasični računovodstveno-teorijski pristup** ulozi finansijsko-izveštajnih informacija preduzeća u vrednovanju njegovih hartija od vrednosti pa i celine preduzeća na tržištu kapitala (kao preovlađujući pristup do kraja šezdesetih godina prošlog veka, a ipak od značajnog uticaja i do danas u koncipiranju finansijsko-izveštajne regulative) zasnovan je na nekoliko pretpostavki. Naime, po ovom učenju, informacioni korisnici finansijskih izveštaja prihvataju i reaguju na vrednost pre svega dobitka i novčanog toka, ali i finansijske strukture preduzeća, kako su one iskazane u finansijskim izveštajima preduzeća. Jer, realni finansijski položaj, zarađivačka moć i moć stvaranja novčanog toka su imanentni računovodstvenom merenju i iskazivanju, odnosno utvrdivi u okviru računovodstvenog sistema preduzeća. Zato se reakcije korisnika finansijskih izveštaja mogu smatrati predvidivim te nije neophodno dodatno empirijsko i drukčije preispitivanje odnosa između tih izveštaja i motiva i reakcija njihovih korisnika na informacije sadržane u finansijskim izveštajima.<sup>14</sup> Drugim rečima, klasičnom pristupu je svojstvena sledeća teza o povezanosti tržišne vrednosti hartija od vrednosti sa tekucim finansijsko-izveštajnim informacijama preduzeća, locirana na obične akcije kao najvažniji materijal tržišta kapitala:<sup>15</sup>



Prema tome, saglasno klasičnom pristupu, analiza finansijskih izveštaja, s njenim informacionim proizvodima, je od presudnog uticaja na vrednovanje hartija od vrednosti na tržištu kapitala. Međutim, činjenica je da postoje i drugi činioci tržišnih cena hartija od vrednosti, van domašaja računovodstvenog obuhvatanja i izveštavanja, tako da su umesna preispitivanja klasičnog pristupa, što je i doneo razvoj finansijske i računovodstvene misli, istina ponekad s preterivanjem u negativnim ocenama ovog pristupa.

**Tržišno zasnovano finansijsko i računovodstveno istraživanje (teorija)**, kao drugi pristup odnosima između finansijsko-izveštajnih informacija preduzeća i tržišnog vrednovanja njegovih hartija od vrednosti (prevažodno običnih akcija), pokrilo je teoriju efikasnog tržišta i modernu portfolio teoriju. Ocenjujući da je u kontekstu ovog napisa to dovoljno, glavnu pažnju ćemo usmeriti na teoriju efikasnog tržišta, i to samo na njeno sažeto predstavljanje.<sup>16</sup> Može se reći da u osnovi ovog pristupa stoji hipoteza efikasnog tržišta kapitala, koja se uzima kao neprikosnovena od strane dela protagonista ovog istraživačkog pristupa. Po toj hipotezi sve dostupne informacije, uključiv i one sadržane u finansijskim izveštajima, su odmah ugrađene u tržišne cene, tako da niko ko raspolaže obelodanjenim informacijama ne može putem dubinske finansijske analize ostvariti individualne prednosti. Zavisno od informacija na koje se računa, razvijena su tri pojavne forme hipoteze efikasnog tržišta. To su:

- slaba forma, po kojoj su vremenske serije istorijskih tržišnih cena hartija od vrednosti jedini informacioni oslonac;
- srednje jaka forma, po kojoj tekuće tržišne cene har-

13 G. White, A. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial statements*, Third Edition, J. Wiley and Sons, Inc., 2003, p. 164. Autori su na stranicama koje slede (164-191), na osnovu obimne korišćene literature, dosta detaljno predočili karakteristike i razvoj ova tri pristupa odnosima računovodstvenih informacija sadržanih u finansijskim izveštajima opšte namene, ponašanje aktera na tržištu kapitala i ulogu finansijske analize i analitičara u tome. Zato njihov tekst i u njemu citiranu drugu literaturu možemo preporučiti za šire i dublje izučavanje materije kojom se ovde bavimo. Pogledati, na primer, još L. Bernstein, *Financial Statement Analysis*, Third Edition, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., 1983, posebno str. 6-31 i 711-743, kao i C. Stickney, *Financial Reporting and Analysis: A Strategic Perspective*, Third Edition, The Dryden Press, New York 1996, posebno stranice 1-24 i 613-628. No ovde, oslanjajući se na navedene izvore, možemo dati samo jedan kratki osvrt na navedena tri pristupa (učenja, teorije), prevažodno s ciljem sagledavanja uloge finansijsko-izveštajnih informacija u vrednovanju pre svega vlasničkih HOV.

14 Detaljnije o ovom pristupu pogledati G. White, et al., op. cit., p. 164-166.

15 C. Stickney, op. cit., p. 618.

16 Detaljnije o ovome pogledati G. White et al, op cit., p. 166-167, L. Bernstein, op. cit., p. 15-20, kao i od njih korišćenu literaturu.



tija od vrednosti odražavaju, potpuno i ažurno, sve raspoložive informacije;

- jaka forma, po kojoj tržišne cene, opet potpuno i ažurno, odražavaju sve informacije, uključiv i one insajderske.

Ako slaboj formi možemo prigovoriti jednostranost, odnosno preterano pojednostavljenje problema, a jakoj formi nedostupnost ili barem tešku dokučivost insajderskih informacija od strane eksternih korisnika, onda srednje jaka forma ostaje u središtu interesovanja. "Dve ključne posledice po računovodstveno istraživanje, politiku i analizu proističu iz srednje jake forme pretpostavke efikasnog tržišta. Prvo, finansijski izveštaji nisu jedini izvor informacija za donošenje odluka o investiranju. Drugo, i mnogo značajnije, nikakve prednosti u trgovanju ne pritiču korisnicima finansijskih izveštaja zato što su informacije koje oni sadrže ugrađene u cene odmah po njihovom objavljivanju. Ovo poslednje je bio direktni atak na fundamentalnu analizu – glavni oslonac finansijskih analitičara koji tragaju za akcijama koje su precenjene ili potcenjene u odnosu na njihovu intrinzičnu vrednost."<sup>17</sup>

Dakle, i u najnovijim istraživanjima potvrđuje se postojanje intrinzične, odnosno suštinske ili unutrašnje vrednosti hartija od vrednosti, od kojih tržišne cene mogu da odstupaju te postoji mogućnost ostvarivanja individualnih prednosti investitora u trgovanju hartijama od vrednosti. Prema tome, bio je u pravu L. Bernstein, kada je u navedenom radu iz 1983. godine, baš takav stav suprotstavio zagovornicima ideje da pretpostavka o efikasnom tržištu isključuje pojavu individualnih prednosti za investitore i obesmišljava fundamentalnu finansijsku analizu. On tu svoju ideju, koja je i šire podržana, podupire jakim i proverenim argumentima, od kojih ćemo neke ukratko pomenuti.<sup>18</sup> Činjenica da je pretpostavka efikasnog tržišta zasnovana na makro-vrednovanju, odnosno agregatnom ponašanju investitora, neopravdano ignoriše individualne rezultate i vremenske superiornosti u korišćenju raspoloživih informacija. Pretpostavka efikasnog tržišta zanemaruje bitnu razliku između puke dostupnosti informacija i kvaliteta njihove interpretacije, tako da hartije od vrednosti na tržištu mogu biti precenjene i potcenjene usled

pogrešne interpretacije i evaluacije raspoloživih informacija od strane aktera na tržištu kapitala. Neravnomeran je raspored ulaganja u finansijsku analizu, fonda prethodno stečenih znanja kroz tu analizu, odnosno prethodno izgrađenog informacionog mozaika, sposobnosti da se novopriskle informacije uklope u taj mozaik, ažurnosti korišćenja novih informacija i sl. među finansijskim analitičarima, savetnicima i investitorima, tako da je individualizovanje šansi na prinose normalna pojava. Itd., itd. U svemu tome vidimo puno opravdanje za sledeći autorov generalni prigovor proponentima hipoteze efikasnog tržišta: "Ovaj pristup donosi neobjašnjen i nerešen paradoks. Pretpostavlja se da su hiljade inteligentnih analitičara dovoljno kadri da svojim trudom održavaju efikasnost našeg tržišta, ali nisu dovoljno inteligentni da shvate da njihov trud ne može da donese individualne prednosti. Štaviše, kad bi oni iznenada shvatili da su njihovi naponi nenagrađeni, tržište bi prestalo da bude efikasno."<sup>19</sup> Zbog svega navedenog prihvatljivo je autorovo mišljenje da fundamentalna finansijska analiza, minucioznija i blagovremenija u odnosu na druge, donosi investitorima nagradu u vidu većih prinosa po osnovu hartija od vrednosti kojima već raspolažu ili ih kupuju i da, stoga, odluke o investiranju treba zasnovati pre na analizi stanja i uspeha individualnih preduzeća nego samo na tržišnim agregatima. Naravno da pri tom ne pritiču sve relevantne informacije samo iz finansijskih izveštaja preduzeća, ali "... treba da bude sasvim jasno da bilo koji razuman i sistematičan pristup vrednovanju običnih akcija mora koristiti kvantifikovane podatke koji su prevashodno proizvod analize, evaluacije i interpretacije finansijskih izveštaja."<sup>20</sup> Mi bismo samo dodali da to važi i za vrednovanje drugih hartija od vrednosti pa i za ocenu performansi menadžmenta, boniteta poslovnih partnera, ciljnih preduzeća itd.

**Pozitivni računovodstveno-teorijski pristup** ulozi računovodstvenih informacija polazi od stava iz teorije firme po kome preduzeće ne može biti posmatrano kao entitet za sebe. Naprotiv, preduzeće je koalicija više stejkholdera sa svojim ciljevima, koji mogu jedni drugima protivurečiti. To su, pre svega, investitori vlasničkog kapitala, držaoci obveznica i kreditori (snabdevači preduzeća

17 G. White, et al., op. cit., p. 166-167.

18 L. Bernstein, op. cit., p. 15-20.

19 Isto, p. 16.

20 Isto, p. 20.

dugovnim kapitalom), menadžment i država (politički i zakonodavni akter). Kao što slika 3. pokazuje, pozitivni računovodstveno-teorijski pristup i nadalje pokriva reakcije tržišta kapitala na finansijsko-izveštajne informacije, pre svega na zaradu i novčani tok preduzeća. No, pored tih reakcija (svojstvenih i klasičnom i tržišno zasnovanom pristupu, ali na različite načine kako smo ih prethodno opisali), ovaj pristup fokusira još i aspekte kompenzacionih planova za menadžere, ugovorne aranžmane sa kreditorima (koji mogu da sadrže određena ograničenja za vlasnike i menadžere) i regulatorno (često zvano političko) okruženje. “Štaviše, ovaj pristup prihvata da, s obzirom da su finansijski izveštaji od uticaja na ove druge okolnosti (ponašanje menadžera, kreditora i regulatornih tela – prim. autora), postoje podsticaji da računovodstveni sistemi budu korišćeni ne samo za merenje rezultata odluka, već, obrnuto, i da utiču na te odluke pre svega. Ova povratna interakcija može uticati, i na poslovne odluke menadžmenta, i na računovodstvene izbore”<sup>21</sup> u pogledu merenja i iskazivanja stanja i performansi (zarade preduzeća, na primer). U skladu s ciljem da se u ovom napisu (istina ukratko) pozabavimo korisničkim pristupom finansijskim izveštajima, njihovoj analizi i uključivanjem njihovih informacija pre svega u vrednovanje hartija od vrednosti i celine emitenta, pažnju ćemo usredsrediti na računovodstvene izbore (finansijsko-izveštajne opcije). U vezi s tim, malo pre pomenuti autori upućuju na “Ročestersku školu” (u smislu pojave, razvoja i formulisanja ideje “pozitivno računovodstvo” na University of Rochester), polazeći od njenog značajnog uticaja na savremena istraživanja odnosa između računovodstvenih informacija, tržišnog vrednovanja hartija od vrednosti i njihove intrinzične (unutrašnje, suštinske) vrednosti.

Od brojnih napisa R. Vatsa i J. Cimermana, glavnih protagonista pozitivnog računovodstveno-teorijskog pristupa, možda je najreprezentativniji onaj iz 1990. godine,<sup>22</sup> u kome, rekapitulirajući raspravu o njihovim prvim (1978. i 1979.) i kasnijim (na primer, 1986.) izlaganjima ove teorije, fokusiraju svoje tri pomenute pretpostavke i nalaze:

- da su rezultati dotadašnjih istraživanja konzisten-

tni sa pretpostavkom o efektima bonus planova na računovodstvene opcije menadžmenta u smislu iskazivanja većih ili manjih dobitaka s ciljem postizanja vrednosnih prednosti za sebe na račun drugih stejkholdera;

- da je potvrđena pretpostavka o uticaju odnosa dugovi/kapital na računovodstvene opcije menadžmenta sračunate na iskazivanje većih dobitka s ciljem relaksiranja pretnje poverilačkih ograničenja utvrđenih ugovorom (na primer, u pogledu isplata dividendi, bonusa i sl.);
- da je hipoteza o efektima troškova političkog (regulatornog) okruženja na finansijsko-izveštajne opcije potvrđena sklonošću velikih firmi da iskazuju manje dobitke kako bi izbegle napore i troškove dokazivanja da nisu u zoni monopolskih profita;
- da finansijski analitičari, prilikom interpretacije računovodstvenih informacija, moraju proniknuti u intenzitet uticaja navedenih (i drugih) informacionih interesa na finansijsko-izveštajne opcije, vodeći računa o činjenici da je računovodstvo sa finansijskim izveštavanjem ljudska aktivnost i da se ne može graditi teorija o računovodstvenim fenomenima zanemarujući motive onih koji na tu aktivnost utiču.

Na osnovu izloženog možda je korektan zaključak da pozitivna računovodstvena teorija ima svojstvo objedinjujućeg pristupa u odnosu na klasični računovodstveni pristup i tržišno zasnovani pristup, kojima je na različite načine svojstveno da se prinosi akcionarima uzimaju kao prosta funkcija zarade preduzeća. Uz to ona ima i svojstvo šireg poimanja stvari u smislu da su procene akcionara o prinosima za sebe i vrednovanje akcija, dakle i firme u celini, funkcija i drugih varijabli osim zarade preduzeća, kao što su, na primer, finansijski levridž (dugovi/kapital racio), veličina preduzeća s karakterističnim troškovima političkog (regulatornog) okruženja i kompenzacioni planovi za menadžere. Čini nam se da ovo učenje nije nekonzistentno sa najsavremenijim istraživanjima prema kojima je, vezano za reakcije tržišta hartija od vrednosti, naglasak “... na predviđanju budućih računovodstvenih atributa (kao što su prinos na kapital i računovodstvena vrednost kapitala) i njihovom odnosu prema *intrinzič-*

21 G. White, et al., op.cit., p. 165.

22 R. Watts - J. Zimmerman, Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective, The Accounting Review, January 1990, p. 131-156.

noj ili fundamentalnoj vrednosti firme. Značajnost se pomerila ka informacijama izvedenim iz računovodstvenih podataka i njihovim odnosima prema vrednosti. Štaviše, ta vrednost može ili ne mora biti ista kao ona reflektovana u tržišnim cenama.<sup>23</sup> To nedvosmisleno upućuje na raširenu mogućnost postizanja individualnih prednosti koristeći informacije fundamentalne analize, odnosno analize finansijskih izveštaja. Pri tom, ne dovodeći u pitanje prediktivnu ulogu iskazane zarade (dobitka) i neto novčanog toka (pre svega onog iz poslovanja), valja imati na umu tranzitorne efekte akrualnog (accrual) računovodstva (računovodstvenog međuperiodičnog razgraničavanja), koji se efektiraju posredstvom bilansa (stanja), tako da je neophodno računati "...i sa 'prediktivnom informacionom vezom' između određenih nedobitnih podataka iz godišnjih računa i očekivanih promena budućih zarada, i sa 'valorizacionom vezom' između predviđenih promena budućih zarada i prinosa na akcije tokom perioda puštanja godišnjih računa u optičaj."<sup>24</sup> Dakle, integralna finansijska analiza koja, pored racia zasnovanih na objavljenim podacima, uključuje i otkrivanje tranzitornih efekata po buduće zarade preduzeća, efekata koje u sebi nosi bilans (stanja).

4. U svakom vrednovanju hartija od vrednosti i firme kao celine **rizik** je neizostavni činilac. Zato je **procena rizika** povezanih s emitentom toliko značajna. Kad se u tom kontekstu pomenu finansijski rizici, onda se, pre svega, traga za eventualnošću finansijskog stresa firme, mogućnošću njegovog predviđanja i informacionim osloncima za to. I u vezi s ovim opšte prihvaćeno je okretanje fundamentalnoj finansijskoj analizi, odnosno analizi finansijskih izveštaja kao njenom glavnom delu, ako ne sinonimom. Jedan, može se reći skromni, repertoar nezaobilaznih informacija iz te analize u predviđanju mogućeg finansijskog stresa sadrži barem:

- relativnu likvidnost sredstava i racia obrta imovine, na strani investicionih aktivnosti preduzeća;

23 G. White, et al., op. cit., p. 181.

24 J. Ou, The Information Content of Nonearnings Accounting Numbers as Earnings Predictors, Journal of Accounting Research, Vol. 28. No. 1 Spring 1990, p. 145. Članak se odlikuje minucioznom analizom pitanja kojim se bavi i čvrstom argumentacijom za navedenu tezu, odnosno rezultat svog istraživanja, tako da ne iznenađuju toliko često pozivanje na njega (i slične članke istog autora) u potonjim raspravama o prediktivnoj ulozi rezultata analize finansijskih izveštaja.

- relativni udeo dugova u kapitalu i relativno učešće kratkoročnih dugova u strukturi kapitala, na strani aktivnosti finansiranja preduzeća;
- relativni nivo dobitnosti (racia rentabiliteta prihoda, imovine i vlasničkog kapitala zasnovana na dobitku i operativnom novčanom toku) i varijabilnost prihoda, neto dobitka i operativnog novčanog toka, na strani poslovnih aktivnosti preduzeća.<sup>25</sup>

Naravno da smo mogli sačiniti i brojniju listu finansijsko-analitičkih pokazatelja relevantnih za predviđanje mogućih finansijskih teškoća i procenu finansijskih rizika. No i navedena je dovoljna da potvrdi sav značaj bilansa, čijim se tajnama ovde bavimo.

5. Do sada smo se uglavnom držali godišnjih finansijskih izveštaja. Godina je, istina, kratak period posebno u odnosu na strategijsko upravljačko promišljanje ciljnog stanja i uspeha preduzeća, ali i predug period za moguća i važna finansijsko-izveštajna upozorenja. Otuda **MRS 34 Periodično finansijsko izveštavanje**, koji, uvažavajući zahteve države, regulatornih tela za hartije od vrednosti, berzi i računovodstvenih samoregulatornih tela, određuje da entiteti (pravna lica), čijim se vlasničkim i dužničkim hartijama od vrednosti javno trguje emituju periodične (kratkoročne) finansijske izveštaje najmanje polugodišnje (stav 1, MRS 34). Uglavnom pod uticajem regulatornih tela za hartije od vrednosti, isti entiteti u mnogim zemljama sa razvijenim tržištima kapitala objavljuju i tromesečne finansijske izveštaje. Važan i sasvim opravdan zahtev. Koliko smo samo puta, u vezi s pominjanim finansijsko-izveštajnim skandalima, mogli pročitati da su na osnovu kvartalnih izveštaja otkrivene finansijsko-izveštajne i stvarne prevare često s kobnim posledicama. Dodajmo tome da su i druge kompanije od javnog interesa koje ne emituju hartije od vrednosti za javno trgovanje, prema nacionalnim standardima zemalja razvijenog računovodstva, pod obavezom emitovanja periodičnih finansijskih izveštaja. U tim zemljama, mnoge kompanije sa hartijama od vrednosti na OTC tržištu takođe su prihvatile dobar običaj publikovanja kratkoročnih finansijskih izveštaja, istina često podstaknute od medijatora ili kreditora.

25 Detaljnije o tome pogledati, na primer, C. Stickney, op. cit., p. 516-519.

Slično prednjem, pre svega za investitore (vlasničkog kapitala), ali i za druge informacione korisnike finansijskih izveštaja, od interesa su informacije o poreklu dobitka i operativnog novčanog toka, kao i pravcima usmeravanja uloženi sredstava, **po proizvodno-prodajnim programima pa i geografskim područjima. Otuda godišnje i periodično finansijsko izveštavanje pomenutih entiteta po poslovnim segmentima** i dodatno, ako je značajno, po teritorijama obavljanja poslovne aktivnosti, što je predviđeno i u MSFI 8 Segmenti poslovanja, da bi entitet "... omogućio korisnicima svojih finansijskih izveštaja da ocenjuju prirodu i finansijske efekte poslovnih aktivnosti u kojima učestvuje i ekonomsko okruženje u kom posluje" (stav 1., MSFI 8).

## INFORMACIONI RIZICI

Na prethodnim stranama globalno predstavljene informaciona moć bilansa i informaciona zavisnost ključnih stejkholdera (akcionara, kreditora, menadžmenta i dr.) od bilansnih informacija jasno otkrivaju razloge zašto se finansijski izveštaji i sistem finansijskog izveštavanja u celini posmatraju kao nezaobilazan preduslov efikasnosti funkcionisanja finansijskih tržišta, stabilnosti finansijskog sistema i ukupne nacionalne ekonomije. Podsetimo samo da jedino računovodstveni sistem nudi potpun sistem kvantitativne analize u okviru koga se obuhvataju svi potencijali preduzeća, sve poslovne, investicione i finansijske transakcije koje određuju periodični uspeh i novčane tokove i da postojeća ostvarenja iskazana u finansijskim izveštajima predstavljaju neophodno polazište za projektovanje budućih ostvarenja preduzeća.

Javni karakter finansijskog izveštavanja, nametnut javnim interesom, i visok stepen odgovornosti u procesu ublažavanja informacione asimetrije pretpostavljaju visok stepen uređenosti na ovom području, što se čini preciznom i stabilnom zakonskom i profesionalnom regulativom, razvijanjem kredibilne nezavisne eksterne revizije i utemeljenjem javnih nadzornih tela. Računovodstvo sa svoje strane, da bi obezbedilo istinito i pouzdano izveštavanje i sprečilo širenje nerealnog optimizma, temelji finansijsko izveštavanje na načelima objektivizma (proizilazi iz načela nabavne vrednosti), opreznosti (prihodi se priznaju samo kada su realizovani, a gubici odmah, neza-

visno da li su realizovani ili nisu) i etičnosti koja mora da prekriva sve aktivnosti počev od obuhvatanja poslovnih transakcija, preko pripreme, pa sve do prezentovanja finansijskih izveštaja.

Kvalitetni izveštaji sugerišu na izloženost preduzeća i investitora poslovnim i finansijskim rizicima, čime se bolje štite prava poverilaca. Transparentno izveštavanje pomaže protoku kapitala, olakšava priliv stranih investicija, stimuliše prometljivost hartija od vrednosti i, posledično, doprinosi razvoju tržišta kapitala i razvoju privatnog sektora. Realna procena profitabilnosti, novčanih tokova i finansijske pozicije preduzeća doprinosi efikasnoj alokaciji resursa i efikasnosti finansijskog sektora. Svi ovi događaji jesu bitan preduslov privrednog rasta.

Pitanja koja se posle svega rečenog nameću su na prvi pogled jednostavna, ali po mogućim posledicama dramatična: Šta ako finansijski izveštaji ne predstavljaju istinit i pošten prikaz finansijskog položaja i uspeha preduzeća? Šta ako informacije sadržane u njima, nezavisno od razloga zašto je to tako, dovode u zabludu one koji na bazi tih informacija odlučuju. Kakvi informacioni rizici tada postoje i, što je još važnije, kakve su moguće posledice?

Informacije sadržane u finansijskim izveštajima predstavljaju javno dobro, jednako raspoloživo za postojeće i buduće investitore, menadžment i druge korisnike. Za njihov kvalitet odgovara menadžment preduzeća, dok troškove priprema praktično podnose vlasnici. Ako imamo u vidu regularnost izveštavanja, javni karakter, stepen zakonske i profesionalne uređenosti, obim izveštavanja, usmerenost izveštajnog sistema na ključne indikatore finansijskog položaja i uspeha preduzeća, kao i dominantnu usmerenost prema informacionim zahtevima investitora, onda bismo mogli reći da finansijsko izveštavanje pruža najveći doprinos približavanju informacionoj simetriji između različitih investitora na tržištu, s jedne, i između menadžmenta i vlasnika, s druge strane.

Naravno, finansijsko izveštavanje ne eliminiše informacionu asimetriju u celini, već samo smanjuje informacioni gap između samih investitora i između njih i menadžmenta. Ovo zbog toga što oni ipak ne pokrivaju ceo informacioni spektar od značaja za odlučivanje investitora, ali i zbog toga što mogućnosti interpretacije ovih informacija od strane različitih korisnika nisu iste. Iz ovih razloga trži-



šte ne prepoznaje uvek pravu ekonomsku vrednost neke kompanije, što ima za posledicu nepodudarnost tržišne i stvarne ekonomske vrednosti preduzeća. Problem se dodatno komplikuje u situacijama kada finansijski izveštaji ne odražavaju na pravi način ekonomsku stvarnost. Stepen informacione asimetrije tada raste, neuobičajeni dobitci (gubici) postaju veći, što je znak da tržište postaje manje efikasno.

Iako je interes države, profesionalnih organizacija, preduzeća, menadžera, računovođa i investitora razvijanje istinitog i poštenog sistema finansijskog izveštavanja, u praksi se često dešava da ovi izveštaji ne odražavaju na pravi način ekonomsku stvarnost preduzeća. Razlozi za to mogu da budu različiti: dopustivi manevarski prostor za primenu različitih računovodstvenih politika, neprofesionalna primena postojećih principa i standarda, loše postavljena regulativa, kreativno tumačenje propisa, neetičko ponašanje menadžera i računovođa i sl. Otuda potreba da korisnici računovodstvenih informacija pažljivo procenjuju njihov kvalitet. Savršeno finansijsko izveštavanje ne postoji, ne samo u zemljama u tranziciji, nego ni u zemljama razvijenih tržišnih privreda. Izvesno je da savršenstvo nikada i neće biti dostignuto. Jednostavno, poslovni život svakog poslovnog subjekta je toliko kompleksan da je nemoguće razviti pravila za sve moguće situacije. Otuda se, ne retko, pribegava davanju prava opcije između različitih metoda vrednovanja, a to opet znači postojanje nekog manevarskog prostora za one koji pripremaju finansijske izveštaje i istovremeno veću mogućnost odstupanja knjigovodstvenih od tržišnih vrednosti. Verovatno otuda i sklonost da se tržišne vrednosti uzimaju kao dobar parametar za odlučivanje investitora, umesto informacija iskazanih u finansijskim izveštajima.

Primena računovodstvenih pravila, odnosno njihova različita interpretacija može biti način uticaja na oblikovanje računovodstvenih izveštaja. Tako, na primer, klasifikovanje lizinga na poslovni ili finansijski i njegov različiti tretman u bilansnim izveštajima različito će uticati na visinu imovine, a preko toga i na stopu prinosa i predstavu o stvarnoj profitabilnosti preduzeća. Kapitalizacija pojedinih rashoda ili, alternativno, njihovo uključivanje u račun dobitka i gubitka, procena vrednosti nekretnina i opreme, procena veka trajanja, vrednovanje zaliha prime-

nom nabavne cene, cene koštanja ili načela niže vrednosti, korišćenje ili odlaganje mogućnosti za otpisivanje potraživanja opterećenih rizikom naplate i sl., takođe će uticati na oblikovanje finansijskog položaja i prinostne snage preduzeća. Formiranje ili ukidanje dugoročnih rezervisanja, njihova manje ili više konzervativna procena, prolongiranje otplata dugova uticaće na strukturu kapitala, leveridž i, posledično, finansijske rizike. Dodatni problemi proizilaze iz činjenice da se neke moguće obaveze ne iskazuju u bilansu, a njihov eventualni nastanak može značajno promeniti predstavu o zaduženosti, sigurnosti, novčanim tokovima i finansijsko-strukturnoj poziciji. Primena računovodstvenih politika, takođe, može uticati na vremensko podešavanje transakcija, a samim tim i na različiti stepen udaljenosti od ekonomske realnosti.

Nizak kvalitet vezuje se za računovodstvene trikove koji dominantno idu u pravcu prikazivanja precenjenog dobitka i povoljnijeg finansijskog položaja u odnosu na ekonomsku stvarnost. Suprotno, uobičajeno se smatra da viši kvalitet imaju izveštaji koji su zasnovani na opreznom odmeravanju rezultata, razumnom potcenjivanju imovine, realnom iskazivanju obaveza i potpunom obelodanjivanju svih bitnih događaja (uključujući i vanbilansne obaveze) od značaja za sticanje predstave o pravoj finansijskoj poziciji i zarađivačkoj sposobnosti preduzeća. Sve aktivnosti koje derogiraju upotrebnu vrednost finansijskih izveštaja, a koje su posledica manipulisanja informacijama u njima, postojanja unapred smišljene namere da se takve manipulacije vrše i da je sve totsračunato na obmanjivanje investitora i drugih korisnika, danas se uobičajeno označavaju kao kreativna računovodstvena praksa. Drugim rečima, kreativno računovodstvo podrazumeva neprofesionalnu i neetičku primenu računovodstvenih pravila u cilju stvaranja pogrešne predstave o finansijskom položaju i uspehu preduzeća na način da oni značajno odstupaju od ekonomske stvarnosti, motivisano interesima jedne interesne grupe, a ne opštim interesima svih stejkholdera.

Neposredne posledice neadekvatne primene pravila bilansiranja i izveštavanja ogledaju se u postojanju latentnih rezervi i skrivenih gubitaka u finansijskim izveštajima i, posledično, odstupanju tržišnih od realnih vrednosti hartija od vrednosti. Naravno, sve ovo može značajno smanjuje njihovu iskaznu moć. Pri tome, informa-

cioni rizici su različiti u zavisnosti da li je reč o skrivenim gubicima ili o skrivenim rezervama.

Postojanje **skrivenih gubitaka** u finansijskim izveštajima predstavlja veliku opasnost po sve korisnike informacija, a naročito za investitore koji podstaknuti pogrešnom predstavom o preduzeću mogu da donesu pogrešne poslovne odluke. Motivi za stvaranje skrivenih gubitaka mogu biti različiti: povoljnije predstavljanje ostvarenja preduzeća kako bi se izašlo u susret očekivanjima vlasnika, pripremanje za pribavljanje dodatnog kapitala, bilo iz nove emisije akcija ili dodatnog zaduživanja, kada treba ostaviti povoljniji utisak na potencijalne investitore, nastojanje da se povoljnijim prikazivanjem dobitnih ostvarenja i finansijskog položaja preduzeća ostvari uticaj na kretanje cena akcija, namera da se ostvare pojedinačne koristi koje proističu iz različitih podsticajnih planova, namera da se prikrije izostanak očekivanih rezultata u primeni izabrane strategije, ostvarivanje poreskih koristi u vidu izbegavanja ili odlaganja poreza, relativiziranje predstave o monopolskom položaju preduzeća itd.<sup>26</sup>

Finansijski izveštaji, potencijalno visoke iskazne moći, pod uticajem prethodno navedenih motiva, mogu se pretvoriti u izveštaje koji su opterećeni visokim informacionim rizicima. Naviknuti da se oslanjaju na informacije iz finansijskih izveštaja, investitori mogu pristupiti njihovoj upotrebi nekritički. To ima za posledicu da nekvalitetno finansijsko izveštavanje značajno podiže rizik negativne selekcije i rizik zloupotrebe koji nastaju kao posledica informacione asimetrije.

Sa stanovišta pojedinačnih investitora to može da znači, između ostalog, da će oni zbog informacione inferiornosti nekad plaćati više za akcije koje realno vrede manje. Važi i obrnuto, oni će ponekad prodavati po ceni koja je ispod stvarne vrednosti.<sup>27</sup> Drugim rečima, postoji problem otežanog prepoznavanja dobrih i loših preduzeća, što otežava efikasnu alokaciju kapitala i smanjuje performanse svih

učesnika. S tim u vezi, menadžment će verovatno emitovati obične akcije kada procenjuje da je njihova vrednost na tržištu precenjena, dok će se za emisiju duga odrediti onda kada procenjuje da su akcije potcenjene. Potencijalni investitori su tada u veoma nepovoljnom položaju. Otkrivanje informacionih rizika prisutnih u finansijskim izveštajima za njih je od suštinskog značaja.

Rizik zloupotrebe postoji kada korporativni menadžment, zloupotrebljavajući svoju informaciono superior-niju poziciju, preduzima aktivnosti koje nisu u najboljem interesu investitora. Neinvestiranje u najprofitabilnije projekte, nedovoljno angažovanje na pronalaženju dovoljno dobrih projekata, prekomerno investiranje u neproduktivnu potrošnju, preterano zapošljavanje administrativnih radnika i sl. Tako, na primer, menadžment pribavljeni kapital od investitora u obične akcije može koristiti za isplatu visokih kompenzacija izvršnim direktorima ili prihvatanje investicija koje nisu u najboljem interesu davaoca kapitala. S druge strane, ako se u ulozi davaoca kapitala pojavljuju kreditori, menadžment može tako dobijena sredstva da iskoristi za plaćanje dividendi ili za preduzimanje visoko rizičnih projekata. U prvom slučaju smanjuju se dostupni izvori za otplatu postojećih dugova u slučaju finansijske krize, dok su u drugom slučaju štetne posledice disproporcionalno veće za kreditore nego za menadžment.<sup>28</sup> Naravno, u ovakvim uslovima menadžment će nastojati da prikrije prave performanse preduzeća i da u finansijskim izveštajima, koji jesu osnova za polaganje računa, prikaže povoljnija ostvarenja nego što ona stvarno jesu.

Postojanje latentnih rezervi, kao ostvarenih a nerealizovanih dobitaka, takođe, ugrožava objektivnost finansijskih izveštaja, pri čemu su negativni informacioni efekti po investitore, generalo, značajno manji. Latentne rezerve nastaju prvenstveno putem anticipiranja rashoda i odlaganjem prihoda, što ima za posledicu međuperiodično premetanje dobitka. Mogu nastati kao posledica potcenjivanja aktive izborom računovodstvenih opcija koje to omogućavaju, propuštanjem prava aktiviranja knjiženjem rashoda umesto imovine, precenjivanjem pravih obaveza, previsokim rezervisanjima, dokapitalizacijom u vidu stvari

26 O ovome više pogledati: Malinić, dr D., Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi, Zbornik radova: Tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije, Miločerski ekonomski forum, 2008. str. 132-140.

27 Više videti: Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., Corporate Finance, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2005., p. 336-337., kao i Ogden, J. P., Jen, F. C., O Connor, P. F., Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies, Prentice Hall, New Jersey, 2003. p. 101-105.

28 O ovome više pogledati: Healy, M. P., Palepu, G. K., Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, Journal of Accounting and Economics 31, 2001., p. 409-410.

kada su one potcenjene, precenjivanjem troškova restrukturiranja itd. Motivi za kreiranje latentnih rezervi mogu da budu posledica namere da se: poveća sigurnost preduzeća, zaštiti preduzeće od iznenadnih potresa u poslovanju i mogućih gubitaka, odnosno da se izbegne iskazivanje povremenih gubitaka aktiviranjem rezervi, prikaže povoljniji renatabilitet u periodima privremenog pada prinostne snage, zadrži veći deo dobitka u situacijama kada akcionari žele dividende zanemarujući dugoročne interese preduzeća, stabilizuju dobitna ostvarenja koja će biti u funkciji vođenja stabilnih dividendi itd.

Valja imati u vidu da dopustivost stvaranja latentnih rezervi neposredno ne reguliše nijedan zakonski tekst, zbog čega one predstavljaju veoma podesan instrument za ostvarenje poslovno-političkih ciljeva. Njihovo formiranje ograničeno je profesionalnom regulativom. Pri tome, razumne, poslovno promišljene i profesionalnom regulativom dopustive latentne rezerve mogu da budu korisne. Ovo naročito ako su one u funkciji jačanja sigurnosti preduzeća, sprečavanja podele fiktivnih dobitaka i sl. Kao takve, one mogu da budu u funkciji obezbeđenja stabilnosti poslovno-finansijskih performansi, što se pozitivno odražava i na tržišnu vrednost preduzeća.

Ozbiljniji problem postoji u situacijama kada nema smišljene politike latentnih rezervi ili kada ne postoji razumna mera u njihovom formiranju. Budući da su one za prosečnog čitaoca finansijskih izveštaja nevidljive, postoji realna opasnost da tržište ne prepozna postojanje takvih rezervi i da one ne budu inkorporirane u tržišnu vrednost akcija. Činjenica da je u takvim uslovima tržišna vrednost ispod prave ekonomske vrednosti ima za posledicu da će na sekundarnom tržištu gubiti oni koji prodaju, a dobiti oni koji kupuju.

Druga opasnost proizilazi iz prethodne situacije. Preterane latentne rezerve povećavaju rizik od preuzimanja. Ukoliko profesionalni savetnici prepoznaju skrivene rezerve, preduzeće može da bude veoma atraktivna meta za preuzimanje. Budući da tržišna vrednost može da bude ispod prave ekonomske vrednosti, novi sticaoci mogu ostvariti visoke dobitke, čak i ako ponude cenu koja je iznad tržišne. Naravno, tada će gubiti akcionari preduzeća koje je predmet preuzimanja.

U oceni kvaliteta finansijskih izveštaja skriveni

gubici i latentne rezerve očigledno se ne mogu tretirati podjednako. Skriveni gubici prikrivaju stvarne finansijske rizike i nose velike opasnosti po investitore, te se na njihovom obelodanjivanju mora insistirati. S druge strane, razumne, poslovno promišljene i zakonom i profesionalnom regulativom dozvoljene latentne rezerve povećavaju sigurnost preduzeća, mogu da budu u funkciji finansiranja profitabilnih investicionih projekata, vođenja stabilne politike dividendi i kao takve mogu donositi određene koristi vlasnicima. Ipak, štete nastaju od nekontrolisanih latentnih rezervi.

Prethodno opisani informacioni rizici koji nastaju kao posledica skrivenih gubitaka i latentnih rezervi stvaraju ozbiljne probleme korisnicima informacija. Prikazivanje suviše svetle ili suviše tamne slike stvarnog položaja preduzeća zamagljuje predstavu o njegovim realnim ostvarenjima. Navedeni postupci narušavaju logiku merenja rezultata i izobličavaju vrednosti u finansijskim izveštajima. Skriveni gubici i latentne rezerve onemogućavaju ili značajno otežavaju procenu efikasnosti menadžmenta, budući da je zarađivačku sposobnost i finansijski položaj teško odrediti. Dakle, svako odstupanje dobitka u odnosu na neku realnu meru predstavlja u isto vreme kvalitativno smanjenje iskazne moći u svim finansijskim izveštajima.

Svemu prethodnom treba dodati da informacioni rizici postoje i onda kada su finansijski izveštaji kvalitetni, ali kada se investitori nekritički oslanjaju samo na informacije sadržane u njima. Tačno je da zbog zasnovanosti informacija u finansijskim izveštajima na istorijskim vrednostima i respektovanja principa realizacije finansijski izveštaji nude visok stepen objektivnosti i pouzdanosti informacija. Međutim, takođe je tačno da mogu postojati manja ili veća odstupanja istorijskih od tekućih vrednosti što dovodi u pitanje njihovu ulogu kvalitetnog ishodišta za procenu perspektive preduzeća.

Jednim delom ovo je posledica činjenice da su pravila bilansiranja konzervativno postavljena, u smislu sprečavanja širenja neosnovanog (preteranog) optimizma, što rezultira u široko prihvaćenom stavu »bolje potceniti nego preceniti ostvarenja preduzeća«. Ovakav stav rezultirao je iz uverenja da su skriveni gubici mnogo opasniji nego latentne rezerve. Međutim, treba imati u vidu da problem nepodudarnosti između knjigovodstvenih i tržišnih

vrednosti nikada ne može da bude u potpunosti eliminisan. Naime, on bi postojao čak i onda kada bismo imali savršenu podudarnost između knjigovodstvenih i tržišnih vrednosti pojedinih imovinskih delova i obaveza preduzeća. Možda je to najbolje uočljivo na primeru zatvorenih investicionih fondova koji posluju u formi akcionarskog društva. Njihova imovina najvećim delom je komponovana od hartija od vrednosti kojima se regularno trguje na tržištu kapitala. Dakle, njihova aktiva je u normalnim uslovima poslovanja izražena po realnim tržišnim cenama. Uz pretpostavku da i iskazane obaveze odgovaraju tržišnim vrednostima, opet samo slučajno ukupna vrednost kapitala preduzeća može da bude jednaka proizvodu broja akcija i njihove tržišne vrednosti. Sposobnost portfolio menadžera da kreiraju portfolio ili, u slučaju proizvodnog preduzeća, sposobnost menadžera da stvori odgovarajuću strukturu pojedinih imovinskih delova, utiče pozitivno ili negativno na tržišnu vrednost preduzeća. Dakle, čak i da možemo da zamislimo savršene finansijske izveštaje, gotovo je nemoguće da postoji jednakost između kapitala iskazanog u finansijskim izveštajima i ekonomske vrednosti preduzeća.

Poenta odvijanja poslovno-finansijskih aktivnosti je u tome da menadžment stvori dodatnu vrednost za vlasnike u budućnosti. Cilj je da se kreira vrednost koja će »bežati« ispred nabavnih vrednosti. Budući da je računovodstvo tradicionalno okrenuto prošlosti, a da se vrednovanje preduzeća od strane investitora na tržištu zasniva na očekivanjima, na onome što će se dešavati u budućnosti, već po definiciji postaje jasno da će se vrednosti iskazane u finansijskim izveštajima razlikovati od tržišnih vrednosti. Iz ovoga ne treba izvlačiti zaključak da između ovih vrednosti ne postoji prirodna povezanost. Logično je očekivati da će se vrednosti iskazane u finansijskim izveštajima (pod uslovom da je reč o kvalitetnom izveštavanju) pretočiti u tržišne vrednosti. Na finansijskim analitičarima je da proniknu u ove veze i procene kretanja očekivanih tržišnih vrednosti. Dakle, informacioni rizici postoje i u slučaju oslanjanja samo na informacije iskazane u finansijskim izveštajima, baš kao što postoje i kada se investitori oslanjaju samo na tržišne informacije.

## POSLEDICE NEKVALITETNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Implikacije nekvalitetnog finansijskog izveštavanja mogu da budu veoma neprijatne, a ponekad i dramatične. Istina, menadžment ih čini da bi ostvario neke pojedinačne koristi. Takve koristi se uvek ostvaruju na štetu drugih interesnih grupa. Dakle, možemo govoriti o povoljnim pojedinačnim efektima u kratkom roku. Dugoročno posmatrano posledice su uvek negativne i najviše ih trpe oni koji u finansijskim prevarama nisu učestvovali. Štete koje pri tome nastaju mogu biti direktne i merljive visinom ostvarenih gubitaka ili visinom izgubljenih dobitaka, ali i indirektno, izvesne ali ne lako merljive. Izgubljeni prinosi akcionara u vidu dividendi i kapitalnih dobitaka, oportunistički troškovi u vidu izgubljenih prinosa od najbolje odbačene investicione alternative su dobri primeri izvesnih, ali ne lako merljivih šteta. Dodamo li ovome gubitak poverenja investitora u kvalitet finansijskih izveštaja, doprinos produbljivanju informacione asimetrije i neefikasnosti tržišta kapitala i destabilizaciju finansijskog sistema, onda postaje jasno zašto se danas svuda u svetu ovom problemu posvećuje izuzetno velika pažnja. Na ovom mestu razmotrićemo posledice po investitore, preduzeća, računovodstvenu profesiju i razvoj tržišta kapitala.

**Posledice po investitore.** Teško je rangirati interesne grupe po veličini šteta koje trpe po osnovu pogrešnih informacionih signala iz nekvalitetnih finansijskih izveštaja, budući da su svim interesnim grupama njihove štete najbolnije. Ipak, ako štete merimo veličinom izgubljenih prinosa i uloženog kapitala, kao i posledicama koje povlačenje investitora sa tržišta kapitala ima po finansijsko tržište u celini i nacionalnu ekonomiju, onda bismo mogli reći da su posledice koje trpe investitori najveće. U tom kontekstu prevarno finansijsko izveštavanje najviše pogađa investitore kompanija sa izraženom disperzijom vlasništva, kao i male akcionare u kompanijama gde postoji jedan ili nekoliko krupnih vlasnika. Negativne implikacije manifestuju se na različite načine. Najdramatičniji ishod kome doprinosi kreativno finansijsko izveštavanje je bankrotstvo preduzeća. Tada su štete ogromne i merljive visinom izgubljenog kapitala. Na prvom mestu ih trpe vlasnici, a onda na red dolaze kreditori koji trpe onoliko koliko njihova potraživanja nije moguće pokriti



iz stečajne mase. Ne treba zaboraviti ni gubitke zaposlenih u visini neisplaćenih zarada i gubitka posla, gubitke države zbog nenaplaćenih poreza itd. Međutim, ni to nije sve. Štete nastaju i pre likvidacije preduzeća. Pogrešne informacije podstiču pogrešne odluke o investiranju, što znači i nastanak šteta po osnovu rizika negativne selekcije. Ove štete mere se visinom oportunitetnih troškova po osnovu odbačenih boljih alternativa. Svemu ovome treba dodati štete koje trpe akcionari po osnovu izgubljenih dividendi, ili u vidu kapitalnih gubitaka koji nastaju kao posledica pada vrednosti akcija.

**Posledice po preduzeće.** Preduzeća, kao poslovno-pravni entiteti koji posluju po going concern principu imaju, takođe, velikih problema. Činjenica je da se posle obelodanjivanja manipulacija u finansijskim izveštajima preduzeća veliki broj preduzeća doživi stečaj. Međutim, i ako prežive ona se veoma teško oporavljaju. Verovatno, pri tome, plaćanje visokih kazni za manipulacije u finansijskim izveštajima ne predstavlja najveći problem (primera radi kompanija Qwest Communications International morala je po nalogu SEC-a da plati kaznu od 250 mili-

ona dolara zbog prevara u izveštavanju s ciljem obmanjivanja javnosti). Izgubljenju reputaciju je teže nadoknaditi. Po pravilu, preko potrebni kapital je u takvim uslovima teško pribaviti. Logičan gubitak poverenja investitora i povećan rizik investiranja značajno uvećavaju troškove kapitala, podižući istovremeno i kriterijum rentabilnosti. Propratne pojave finansijskih skandala povezanih sa manipulacijama u finansijskim izveštajima su drastično poremećena finansijska struktura, veliki pad u tržišnoj kapitalizaciji i najčešće izgubljen prvi ešalon menadžmenta.

Veličinu štete po preduzeće i po investitore možemo sagledati i na primeru kompanija koje su bile suočene sa efektima računovodstvenih manipulacija, što je datu u prikazu 1.<sup>29</sup> Pri tome, u prikazu su izabrane 12 kompanija koje su bile učesnici velikih finansijskih skandala, i to šest iz USA i šest iz Evrope.

<sup>29</sup> Preuredeno iz: Grant, M. R, Visconti, M, The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals, Long Range Planning, 39, 2006. p. 369-372.

**Prikaz 1. Posledice računovodstvenih manipulacija**

Kompanija	Glavna delatnost	Ključni događaji računovodstvenih skandala		Manifestovanje neregularnosti	Vremenski period	Gubici u tržišnoj vrednosti u mlrd \$	% smanjenja u tržišnoj kapitalizaciji
<b>SAD</b>							
<b>Enron</b>	Gorivo i energija	16.10.'01. 08.11.'01. 02.12.'01. 2002-2003.	Naplata od 544 miliona \$ za okončanje nekoliko objavljenih SPE Dobici za period 1997-2001. ponovo utvrđeni kako bi se konsolidovalo nekoliko entiteta za posebne namene (SPE) Podnet zahtev za stečajem iz Poglavlja 11 Generalni direktor Skilling, finansijski direktor Fastou i predsednik Lei optuzeni za prevare	Precenjena zarada. Potcenjena zaduženost	28.09. - 28.11.2001.	20	98%
<b>WorldCom</b>	Telekomunikacijske usluge	11.03.'02. 22.04.'02. 25.06.'02. 21.07.'02. 02.03.'04.	SEC (Komisija za hartije od vrednosti) započela ispitivanje računovodstva WorldCom-a Kreditni rejting ukinut Neregularno računovodstveno priznavanje rashoda (kao investicija – D.M.) od 3,8 milijardi \$. Podnet zahtev za stečajem Generalni direktor Ebers i finansijski direktor Saliven osudjeni za prevare	Precenjena zarada pod uticajem nepodesnog tretmana gudvila pri akvizicijama i kapitalizacije rashoda	09.03. – 09.05.2002.	22	83%
<b>Adelphia Communications</b>	Kablovske telekom. usluge	27.03.'02. maj '02. 25.06.'02. jul '04.	Objavljeno postojanje prethodno neuknjiženih obaveza Objavljeno potcenjivanje zaduženosti za 3,1 milijardu \$ Podnet zahtev za stečajem Generalni direktor Dzon Rigas i njegovi sinovi, Majkl (podpredsednik) i Timoti, finansijski direktor, optuzeni za zaveru, bankovnu prevare i prevare sa hartijama od vrednosti. Džon i Timoti proglašeni krivima.	Potcenjeni dugovi i precenjena EBITDA	24.03. – 02.05.2002.	2,48	70%

**TAJNE BILANSA: MENADŽERSKI PRISTUP**

Kompanija	Glavna delatnost	Ključni događaji računovodstvenih skandala		Manifestovanje neregularnosti	Vremenski period	Gubici u tržišnoj vrednosti u mlrd \$	% smanjenja u tržišnoj kapitalizaciji
<b>Global Crossing</b>	Telekom. infrastruktura	09.10.'01. 11.10.'01. 28.01.'02. 08.02.'02. 21.10.'02. 11.04.'05.	Izdato profitno upozorenje Kreditni rejting ukinut Podnet zahtev za stečajem Objavljeno ispitivanje SEC-a Ponovno utvrđivanje prihoda kako bi se eliminisao uticaj svopa prethodno uknjiženog kao prodaja Tri bivša izvršna direktora (uključujući generalnog i finansijskog) platila kazne SEC-u u iznosu od 100 000 \$	Prečeni zarada, imovina i kapital neadekvatnim priznavanjem prihoda	03.10. – 03.12.2001.	1,7	91%
<b>HealthSouth</b>	Zdravstvo	27.08.'02. 19.09.'02. mart-april 2003. 31.03.'03. 27.04.'05.	Objavljena opadanje profita i ostavka generalnog direktora R. Skrasija nakon istrage DOJ-a o lažnom fakturisanju Objavljena istraga SEC-a Jedanaestoro aktuelnih i bivših izvršnih direktora optuzeno za prevaru Predsednik i generalni direktor Skrasi otpušten Objavljena ponovno utvrđena vrednost kapitala koja je opala za 3,8 do 4,6 milijardi \$	Prečena zarada i kapital	26.08 – 26.10.2002.	2.6	70%
<b>AOL Time Warner</b>	Mediji	25.07.'02. 15.08.'02. 23.10.'02. 04. novembar	Objavljeno ispitivanje SEC-a Priznato 49 miliona \$ prihoda od pogrešno obračunatog oglašavanja Ponovno utvrđeni prihodi 2000-2002. (- \$190 m) i dobitak (-\$97 m) Objavljeno dodatno opadanje dobitaka usled nekorektnog konsolidovanja	Prečena zarada i prihodi	07.07. – 07.09.2002.	9,1	7,4%
<b>Evropa</b>							
<b>Parmalat</b>	Pre-rada mleka i hrane	27.02.'03. 10.11.'03. 08.12.'03. 15.12.'03. 19.12.'03. 24.12.'03. 26.01.'04.	Kompanija zvanično demantuje glasine o finansijskoj nestabilnosti Odgovarajući na ispitivanja italijanskog regulatornog tela, Parmalat dostavlja detalje o svojoj podružnici na Kajmanskim ostrvima Nije ispunjena obaveza otplate duga Predsednik, finansijski direktor i dva člana odbora daju ostavke; određeno da Bondi vodi novi izvršni komitet Nepostojanje 3,9 milijardi €. Prijavljen depozit u banci na Kajmanskim ostrvima Proglašen stečaj Parmalata Ponovno utvrđeni rezultati za 2002: prodaja smanjena za 1,5 milijardi €, profit smanjen za 0,6 milijardi €, dug porastao sa 1,8 na 14,3 milijardi €	Potcenjeni dugovi. Prihodi i zarada prečeni	18.10. – 18.12.2003.	1,7	91%
<b>Royal Ahold</b>	Maloprodajni super-marketi	24.02.'03. maj '03. jul '04. oktobar 04.	Objavljeni dobitci u SAD-u prečeni za \$500 miliona i sumnjive transakcije u Latinskoj Americi; Generalni direktor Siz van der Hoven daje ostavku Ponovo utvrđivanje narednih dobitaka usled neregularnosti u Topps Markets (podružnica u SAD-u) Dva izvršna direktora u podružnici US Foodservice osudjena za manipulisanje dobitcima radi povećanja bonusa Četiri izvršna direktora, uključujući bivšeg generalnog i finansijskog direktora, optuzena za prevaru	Prečena zarada	21.02. – 21.04.2003.	9,2	69%
<b>Vivendi Universal</b>	Mediji i telekomunikacije	jul '02. decembar '03.	Moody's obezvređuje dug Vivendija na nivo špekulativnih (junk) obveznica; Glasine o mogućoj računovodstvenoj prevari; Generalni direktor Mesier daje ostavku SEC nameće kazne Mesieru i Hanezu (finansijskom direktoru) zbog prikriivanja cash flow-a i problema sa likvidnošću i podešavanja računovodstvenih rezervi kako bi zadovoljile ciljeve iskazivanja EBITDA	Prečena zarada	03.05. – 03.07.2002.	16	59%

## EKONOMIKA PREDUZEĆA

Kompanija	Glavna delatnost	Ključni događaji računovodstvenih skandala		Manifestovanje neregularnosti	Vremenski period	Gubici u tržišnoj vrednosti u mlrd \$	% smanjenja u tržišnoj kapitalizaciji
<b>Cirio Finanziaria</b>	Prerada hrane	oktobar '02.	Cirio kritikovan zbog "neobičnog" knjigovodstva pri prodaji fudbalera Lacia	Precenjena imovina	16.09. – 16.11.2002.	0,295	86%
		03.11.'02.	Neizmirenje isplate obveznica sa rokom dospeća od dve godine u iznosu od €150 miliona.				
		19.11.'02.	Neizmirenje duga od 1 milijarde € po osnovu obveznica				
		21.11.'02.	Milanska berza suspenduje listing Ciria; podnet zahtev za stečajem Ciria				
		11.02.'04.	Predsednik Kranjoti i njegov sin Andrea u zatvoru				
		26.02.'04.	Italijanski sud za prekršaje istražuje nelegalan transfer sredstava iz kompanije Cirio u SS Lazio				
<b>Elan</b>	Farmaceutski proizvodi	18.01.'02.	Obustavljeno testiranje leka za Alchajmerovu bolest	Nekonsolidovanje zavisnih preduzeća, precenjena zarada i kapital	01.02. – 01.04.2002.	3,8	47%
		05.02.'02.	Američki investitori podnose molbu za intervencijom usled prikrivanja finansijskih podataka				
		09.02.'02.	SEC ispituje zaduzenja izvan bilansa putem posebnih entiteta				
		jul'02.	Predsednik i generalni direktor daju ostavke				
		16.09.'03.	Ponovo utvrđeni finansijski rezultati za 2002.				
<b>Alstom</b>	Inženjering	12.03.'03.	Alstom objavljuje gubitak od 1,4 milijardi €. Predsednik Bilger daje ostavku	Precenjena zarada	11.03. – 11.05.2003.	1,7	62%
		maj'03.	Francuska policija ispituje Bilgera zbog nelegalnih plaćanja				
		01.07.'03.	Objavljeni gubici američke podružnice potcenjeni za €53m				
		22.08.'03.	Banke omogućuju kredit od 3,7 milijardi \$ i francuska vlada sprečava stečaj				
		27.08.'03.	Gradjanskom klasnom intervencijom Alstom i njegovi viši izvršni direktori proglašeni loše informisanim investitorima				

Izvršena analiza posledica računovodstvenih manipulacija upućuje na nekoliko važnih zaključaka.

**Prvo**, iako su generalno zemlje kontinentalne Evrope zbog čvršćeg nadzora nad finansijskim izveštavanjem i jače uloge države u tom procesu u odnosu na SAD manje izložene rizicima od finansijsko-izveštajnih skandala, očigledno je da ni jedna zemlja nije u tom smislu potpuno bezbedna. U tom kontekstu prikazivanje šest kompanija iz SAD i šest kompanija iz Evrope nije sračunato na to da izjednači veličinu rizika u različitim delovima sveta, već da pokaže da ni jedna zemlja nije imuna na posledice računovodstvenih manipulacija.

**Drugo**, računovodstvene manipulacije mogu biti prisutne u različitim oblastima i različitim preduzećima. Interesantno je pri tome da se one veoma često vezuju za preduzeća koja su se veoma dobro kotirala na tržištu. Nije lako imeriti koliko su računovodstvene manipulacije doprinosile tako dobroj kotaciji.

**Treće**, brojna su područja računovodstvenih prevara koja su uzrokovala defektnost finansijskih izveštaja.

Primeru radi, Enron nije adekvatno konsolidovao svoje izveštaje, WorldCom je aktivirao 3,8 milijardi dolara rashoda koji predstavljaju tipične rashode perioda, kompanija Adelphia Communications je umanjila zaduženost za 3,1 milijardu dolara, kompanija HealthSouth je precenila kapital između 3,8 i 4,8 milijardi dolara, Parmalat je precenio prodaju za 1,5 milijardi evra, profit za 0,6 milijardi evra, dok je dug bio potcenjen za 12,5 milijardi evra itd.

**Četvrto**, ovakve manipulacije generalno su imale za posledicu precenjivanje imovine, prihoda, dobitka i kapitala, potcenjivanje obaveza, potcenjivanje zaduženosti, što je sve uticalo na povećanje izloženosti preduzeća poslovno-finansijskim rizicima.

**Peto**, posledice ovakvih dešavanja bile su katastrofalne. U samo dva meseca pre kraha gubici u tržišnoj vrednosti preduzeća merili su se milijardama dolara (u jedanaest od dvanaest kompanija gubici su bili veći od jedne milijarde dolara, dok su u pet kompanija bili veći od pet milijardi), dok je jednako dramatično procentualno smanjenje u tržišnoj kapitalizaciji koje je veće od 60% u slučaju

devet od ukupno dvanaest kompanija. Ovo ubedljivo ukazuje na veličinu gubitaka investitora, ali i na težinu oporavka preduzeća koja prežive ovakve potrese.

**Posledice po računovodstvenu profesiju.** Štete koje nastaju po računovodstvenu profesiju, iako teško merljive, su sigurno velike. Iako profesija ulaže ogromne napore u procesu postavljanja kvalitetne profesionalne regulative, nemogućnost da se razviju savršena pravila, njihovo kreativno tumačenje i onda kada su dobro postavljena, neprofesionalna primena i neetičko ponašanje menadžera, računovođa i revizora podrivaju te napore, nanoseći štetu profesiji, a dugoročno i sebi samima. Valjda je Arthur Andersen dobar primer. Gubitak poverenja u kvalitet sistema finansijskog izveštavanja i pouzdanost revizorskog mišljenja je neminovna posledica. Već samo saznanje da finansijski izveštaji mogu da budu opterećeni skrivenim gubicima nosi sa sobom ogromne rizike po sve one koji svoje odluke zasnivaju na takvim informacijama. Latentne rezerve nose manje informacione rizike, ali i njihovo nekontrolisano prisustvo može nanositi štete investitorima.

Prisustvo informacionih rizika podiže troškove korisnika računovodstvenih informacija koji, zbog gubitka kredibiliteta profesije, moraju gotovo uvek da procenjuju kvalitet informacija koje su iskazane u finansijskim izveštajima. Kvalitet, nažalost, nije nešto što je unapred zagarantovano. On je prisutan u meri u kojoj performanse iskazane u finansijskim izveštajima odgovaraju ekonomskoj stvarnosti. To podrazumeva analizu dopustivosti rešenja u standardima i proučavanje načina i posledica primene takvih rešenja, po kapital i dobitak pre svega, analizu periodizacije tokova vrednosti, analizu kvaliteta revizije, kao i analizu kvaliteta obelodanjivanja. Detaljnija sagledavanja prihoda i rashoda, podvajanje povremenih (prolaznih) od stabilnih dobitaka i gubitaka, procena opravdanosti rezervisanja, ispitivanje opravdanosti (ne)kapitalizovanja rashoda, ispitivanje potencijalnih obaveza u vanbilansnoj evidenciji, sagledavanje efekata mogućih sudskih sporova su samo neke od potrebnih aktivnosti. Izvesno je da su investitori svesni postojanja razlika u kvalitetu iskazanih performansi i da iste inkorporiraju u proces vrednovanja hartija od vrednosti. To, međutim, znači da prednost u čitanju finansijskih izveštaja imaju profesionalni finansijski analitičari u odnosu na računovodstveno needukovane

korisnike informacija. Jednaka dostupnost informacija iz finansijskih izveštaja svim investitorima, koja je zakonom obezbeđena, suštinski biva relativizirana nejednakom mogućnošću njihovog čitanja.

**Posledice po tržište kapitala.** Jednaka informisanost, poverenje i sigurnost investitora predstavljaju ishodište uspešnog funkcionisanja tržišta kapitala. Emitovanje finansijskih izveštaja treba da bude u funkciji podizanja transparentnosti procesa na tržištu kapitala, podizanja informacione ravnopravnosti i povećanja sigurnosti učesnika na tržištu (u smislu nudjenja informacija koje mogu otkriti postojanje rizika). Transparentni i kvalitetni izveštaji doprinose efikasnoj alokaciji kapitala, olakšavaju protok kapitala, čine jednostavnijim priliv stranih investicija, stimulišu prometljivost hartija od vrednosti i doprinose ravnomernijoj raspodeli bogatstva tako što smanjuju mogućnost stvaranja neuobičajeno visokih dobitaka za jedne na račun drugih učesnika. Kao takav, sistem finansijskog izveštavanja doprinosi jačanju poverenja u tržište kapitala, kao i stabilnosti finansijskog sistema.

Naravno, sve prethodno vredi samo u uslovima kada možemo govoriti o kvalitetnom sistemu finansijskog izveštavanja. Međutim, brojne manipulacije na finansijskim tržištima širom sveta bile su, ne retko, povezane sa primenom kreativne računovodstvene prakse koja je imala za posledicu dovođenje u zabludu različitih interesnih grupa. Pad cena akcija, ogromni gubici investitora, smena menadžmenta, porast troškova kapitala, otežano privlačenje dodatnog kapitala, ugoržavanje interesa kreditora i poslovnih partnera i opasnost od bankrotstva su prateće posledice. Sve ovo jasno je vidljivo i iz prethodno navedenog pregleda kompanija koje su učestvovala u velikim finansijskim skandalima.

Ovakvi procesi, stvarajući nepoverenje i nesigurnost, mogu da uzdrmaj u i najrazvijenija tržišta kapitala i dovedu do manje ili više ozbiljnih finansijskih kriza i poremećaja u njihovom funkcionisanju. Smanjenje investicija, društvenog proizvoda i zaposlenosti takođe su prateće pojave koje ostavljaju posledice po funkcionisanje nacionalne privrede. Poznato je da smanjenje zainteresovanosti za ulaganja, koje nastaje kao posledica nesigurnosti, povećani rizici i nefleksno tržište kapitala usporavaju privredne tokove. Dakle, finansijsko izveštavanje može



doprinositi ili ugrožavati stabilnost poslovno-financijskog ambijenta, iz čega bismo mogli izvući zaključak da kvalitetni izveštaji nisu samo interes investitora i računovodstvene profesije, već i interes regulatornih tela i relevantnih državnih institucija.

Imajući prethodno u vidu, prvi korak za svakog financijskog analitičara treba da bude pažljiva procena kvaliteta informacija sadržanih u računovodstvenim izveštajima. Analitičari treba da razumeju ponuđene računovodstvene podatke, odnosno da otkriju šta se iza njih nalazi. Procena kvaliteta dobitka je neophodna i podrazumeva korišćenje informacija iz svih izveštaja koji čine godišnji račun. Prvo je neophodno identifikovati da li postoje elementi kreativnog izveštavanja, kada treba preurediti financijske izveštaje i učiniti ih podesnim za financijsku analizu. Investitori moraju respektovati razlike u kvalitetu iskazanih dobitaka i uzimati ih u obzir u određivanju implikacija iskazanog dobitka na cene akcije. Nakon toga, u iskazanom dobitku, treba prepoznati i podvojiti komponente koje su stabilne i održive od onih koje su tranzitorne, te ih kao takve u oceni kvaliteta treba isključiti.

### ZAKLJUČAK

Za financijsko izveštavanje se često, ne bez razloga, kaže da ima ulogu bitnog činioca napretka izveštajnih entiteta i privrede u celini. Bilans, kao jedini potpuni iskaz o svemu čime izveštajni entitet i njegov menadžment raspolaže i o svemu što vlasnicima i poveriocima duguje, je deo financijsko-izveštajnog seta sa ulogom ishodišta i utočišta računa dobitka i gubitka (bilansa uspeha) i izveštaja o tokovima gotovine. U SAD, zemlji visoko razvijenog računovodstva, brojni financijsko-izveštajni skandali devedesetih (izgleda po mnogo čemu mračnih) godina sa kobnim posledicama, nagnali su državu da donošenjem čuvenog federalnog Zakona o računovodstvenoj reformi i zaštiti investitora iz 2002. godine (Sarbanes-Oxley Act) pomeri težište, pre svega nadzora nad financijskim izveštavanjem, s privatnog (profesionalne asocijacije) sektora na državni sektor (od države formirana nezavisna i visoko kompetentna tela), što je tradicionalni pristup u Engleskoj i Kontinentalnoj Evropi i verovatno obrazloženje znatno manjeg broja financijsko-izveštajnih skandala u odnosu na SAD. Verovatno otuda i selektivnost i postupnost EU u

prihvatanju (unekoliko amerikanizovanih) MSFI/MRS, i to po dosta složenoj (po broju i značaju uključenih institucija) i strogoj proceduri, u kom kontekstu treba ocenjivati naše »zaletanje« 2002. god. na opštu primenu MRS i aktuelna opravdana reteriranja u tom pogledu.

S obzirom na bilansna svojstva potpuno i stalnog (o bilo kom propisanom ili odabranom bilansnom danu te otuda godišnji, polugodišnji, kvartalni, mesečni itd. bilansi) iskazivanja svih imovinskih, vlasničkih i dugovnih resursa izveštajnog subjekta (pojedinačni i konsolidovani redovni bilansi), neizostavnog financijskog dokumenta o svim događajima sa subjektom kao celinom (specijalni bilansi) i višegodišnjeg, godišnjeg i kratkoročnog računa budućnosti (projektovanog ili proforma bilansa) nezamenjivog u planiranju (budžetiranju) izveštajnog entiteta i proceni njegove vrednosti kao celine, – može se zaključiti da bilans raspolaže veoma velikim informacionim kapacitetom, odnosno informacionom ponudom koja je i velika i raznovrsna.

Imajući u vidu njihovu sadržinu i poruke koje sa sobom nose, posebno kad su praćeni objektivnim, analitičnim i strategijski usmerenim direktorskim (poslovnim) izveštajem, financijski izveštaji, a među njima bilans kao jedini tranzitorni račun, uživaju ogroman informacioni interes svih stejkholdera, kao što su investitori (vlasnici), dugoročni i kratkoročni financijski poverioci, poslovni partneri, država i menadžment (da pomenemo one glavne), čiji su informacioni interesi određeni njihovom stejkholderskom pozicijom u izveštajnom entitetu. Na menadžmentu, kao jedinom prisutnom stejkholderu s kontrolom nad oblikovanjem financijskih izveštaja, stoji vosoka i časna odgovornost da ne kreira informacionu asimetriju među pomenutim stejkholderima, što često nije lako obezbediti te otuda snažni regulatorni, revizorski i nadzorni izazovi. Na financijskim analitičarima i analizi financijskih izveštaja, kojoj se po pravilu priznaje uloga fundamentalne analize koja vodi do intrinzične (suštinske) vrednosti hartija od vrednosti i izveštajnog entiteta, je uloga da, nažalost neretko i sumnjajući u objektivnost tih izveštaja, proizvodi pouzdane konačne informacije o stanju i uspehu entiteta i na taj način utiče na formiranje tržišnih cena hartija od vrednosti i efikasnost tržišta kapitala. Takva uloga financijskih izveštaja i njihove analize preži-

vela je sve pristupe tom pitanju, uključiv i teoriju o potpuno efikasnom tržištu kapitala po kojoj sve informacije odmah po njihovoj pojavi bivaju ugrađene u tržišne cene hartija od vrednosti.

Na žalost, uprkos značajnim naporima državnih institucija, regulatornih tela i profesionalnih organizacija obezbede istinito i pošteno finansijsko izveštavanje, poslovna praksa potvrđuje da finansijski izveštaji, pod uticajem kreativne računovodstvene prakse, ne odražavaju uvek na pravi način ekonomsku stvarnost preduzeća. Neprofesionalna primena računovodstvenih principa i standarda, zloupotreba računovodstvenih opcija, „kreativno“ tumačenje regulative i neetičko ponašanje menadžera, računovođa i revizora, izlaže investitore i druge interesne grupe značajnim informacionim rizicima. Zbog postojanja skrivenih gubitaka i latentnih rezervi, kojima je zajedničko to što za prosečnog čitaoca bilansa ostaju nevidljivi, nije jednostavno prepoznati dobra i loša preduzeća. To rizik negativne selekcije i iz toga proizilazeće negativne posledice čini veoma mogućim.

Posledice nekvalitetnog izveštavanja su veoma zabrinjavajuće. Možda dešavanja na ovom području daju neku satisfakciju računovođama, budući da su pod teretom velikih finansijskih skandala i neračunovođe i relevantne regulatorne institucije, istina na jedan brutalan način, spoznali važnost ulaganja napora na ovom području. To je, međutim, slaba uteha za sve ono koji su pretrpeli dramatične posledice, dobrim delom zahvaljujući nekvalitetnom finansijskom izveštavanju. Krug gubitnika je veoma širok počev od investitora i preduzeća, preko računovodstvene profesije, pa sve do nacionalne ekonomije koja trpi štete po osnovu nestabilnosti tržišta kapitala i finansijskog sistema u celini. Sve ovo upućuje na preko potrebni visok stepen odgovornosti svih onih koji su uključeni u proces finansijskog izveštavanja. Mislimo tu na relevantne državne institucije, regulatorna tela, javna nadzorna tela, sudstvo, profesionalne organizacije, menadžere, revizore i računovođe.

## Literatura

1. Benninga, S., Saring, O., *Corporate Finance: A Valuation Approach*, The McGraw-Hill Companies Inc., New York, 1997.
2. Bernstein, L., *Financial Statement Analysis, Third Edition*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., 1983.
3. Coenenberg, A., *Jahresabschluss und Jahresabschluss Analyse, 10. durchgesehene Auflage*, Verlag Moderne Industrie, Landsberg am Lech, 1988.
4. Committee on Economic and monetary Affairs of Europlan Parliament, *Report on International Reporting Standards and Governance of the International Accounting Standards Board*, AG - 00382/2008.
5. Easten, P., Sommers, G., »Effect of Analysts' Optimism on Estimates of the Expected Rate of Return Implied by Earnings Forecasts«, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 5, December, 2007.
6. GAO, *Financial Statement Restatements: Trends, Market Impacts, Regulatory Responses, and Remaining Challenges*, Report to the Chairman, Committee on Banking, Housing, Urban Affairs, U.S. Senate, Washington DC, October, 2002.
7. Gielen, F., et. al., *Corporate Sector Accounting and Auditing Within the Acquis Communautaire: A Building Block of the Internal Market*, Financial Management Unit, Europe and Central Asia Region, The World Bank, 2007.
8. Grant, M. R., Visconti, M., *The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals*, Long Range Planning, 39, 2006.
9. Healy, M. P., Palepu, G. K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001.
10. Hirst, D., Koonce, L., Venkataraman, »How Disaggregation Enhances the Credibility of Management Earnings Forecasts«, *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 4, September, 2007.
11. Ketz, E., *Hidden Financial Risk*, John Wiley and Sons, Inc., 2003.
12. Malinić, dr D., *Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi*, Zbornik radova: Tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije, Miločerski ekonomski forum, 2008.
13. Ogden, J. P., Jen, F. C., O Connor, P. F., *Advanced Corporate Finance, Policies and Strategies*, Prentice Hall, New Jersey, 2003.
14. Ou, J., »The Information Content of Nonearning Accounting Numbers Predictors«, *Journal of Accounting Research*, Vol. 28. No. 1 Spring 1990.
15. *Public Company Accounting Reform and Investor Protection Act of 2002. (Sarbanes-Oxley Act of 2002)*.
16. Ranković J., *Specijalni bilansi, "Proinkom"*, Beograd, 1996.
17. Ranković J., *Teorija bilansa I*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998.
18. Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., *Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York, 2005.
19. Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., *Upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2006.
20. Stickney, C., *Financial Reporting and Analysis: A Strategic Perspective, Third Edition*, The Dryden Press, New York, 1996.
21. Watts, R., Zimmerman, J., »Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective«, *The Accounting Review*, January, 1990.
22. White, G., Sondi, A., Fried, D., *The Analysis and Use of Financial Statements, Third Edition*, J.Wiley and Sons, Inc., 2003.

# KONCEPTI, ULOGA I KONVENCIONALNA ANALIZA DOBITKA

**Nikola Stevanović**

Ekonomski fakultet Beograd

## UVOD

Kategorija dobitka preduzeća, čijem realnom merenju bilans, uz svoje ostale zadatke, treba prevashodno da služi, nije ni izdaleka tako jednostavna i jednoznačna kako to na površini izgleda. Neophodno udubljenje u tu kategoriju podrazumeva razmatranje barem osnovnih koncepata dobitka, uloge dobitka u vođenju preduzeća (i drugih dobitnih organizacija) i analitičko-informacione aparature vezane za dobitne performanse. Otuda i podela ovog napisa na tri dela.

Najpre ćemo ukratko predstaviti i sučeliti ekonomski i računovodstveni koncept dobitka. Ovo s ciljem testiranja održivosti ideje o potpunoj oprečnosti ova dva koncepta do njihove međusobne isključivosti, zatim ideje da ih njihove razlike u pogledu *ex ante* pristupa ekonomskog i *ex post* pristupa računovodstvenog koncepta dobitka čine pre komplementarnim nego međusobno isključivim konceptima i teze da bilans i prateći finansijski izveštaji nisu samo računi prošlosti, već se, zahvaljujući njihovim informacionim kapacitetima, obilato koriste u svrhe proračuna budućnosti kao podloge i testa ekonomskih odluka.

U drugom delu bavićemo se mestom dobitnih performansi u formulisanju strategijskih ciljeva, izboru strategija i strategijskom planiranju, zavisnošću njihove realizacije od odgovarajućeg sistema merenja performansi, mogućnošću računovodstva da tu ulogu ponese posebno u odnosu na dobitne performanse, kao i ključnim finansijskim i informacionim ulogama dobitka u vođenju preduzeća i zadovoljenju interesa njegovih *stakeholdera*.

Treći deo posvetićemo integralnoj racio analizi dobitnih performansi kompanije. Integralnom u smislu što će pokriti i racio dobitnosti prihoda, i racia prinosa na imovinu i kapital, i racia prinosa akcionarima. Biće to, nužno, izlaganja prevashodno o suštini racia dobitnih performansi i informacionim porukama koje ona nose, bez dubljeg upuštanja u njihove proceduralne aspekte kako bismo izbegli jednu širu, a u kontekstu ovog napisa verovatno nepotrebnu, priču. Nazvali smo je konvencionalnom analizom zato što smo pošli od pretpostavke preuzimanja podataka iz finansijskih izveštaja kako su oni u njima dati. Pitanje kvaliteta dobitka ostavljeno je za naredne napise u okviru ove naše publikacije.

## KONCEPTI DOBITKA

1. Kada se pomene *kategorija dobitka* preduzeća, banke, društva za osiguranje ili drugog entiteta, onda se uobičajeno i pomalo lakonski pomišlja na neto iznos iskazan u bilansu uspeha za oporezivanje, podelu vlasnicima i akumuliranje. Formalno, to je zaista tako. Uostalom i u suštinskom pogledu, naravno sasvim načelno i pojednostavljeno, dobitak i nije ništa drugo do prirast vlasničkog uloga u preduzeće (ili drugi dobitni entitet) ostvaren njegovim poslovnim, investicionim i aktivnostima finansiranja, koji (nakon oporezivanja) podleže vlasničkom pravu na povlačenje i zadržavanje dobitka u preduzeću (ili drugom dobitnom entitetu). No koncept dobitka, kao fundamentalno (suštinsko) pitanje, je znatno složeniji fenomene-

nom, čije je potpunije razumevanje u odnosu na maloprijajšnji simplifikovan pristup, važna pretpostavka dimenzioniranja uloge dobitka, postavljanja sistema računovodstvenog merenja i iskazivanja dobitka i analize dobitnih performansi, sa analizom kvaliteta dobitka. Jer periodični neto dobitak preduzeća (ili drugog dobitnog entiteta) je maksimalni iznos koji ono može podeliti vlasnicima kapitala (ekviti) u njemu pod pretpostavkom da na kraju perioda stoji isto onako (ima istu neto imovinu) kako je stajalo (imalo neto imovinu) na početku perioda. Drugačije izraženo:

$$D = K_t - K_{t-1}$$

sa značenjem simbola :

D - dobitak,  $K_t$  – kapital (ekviti) na kraju perioda,

K - kapital (ekviti),  $K_{t-1}$  – kapital (ekviti) na početku perioda.

Naravno da operacije sa kapitalom u toku perioda moraju biti neutralisane korekcijom  $K_t$  naviše za povlačenje kapitala ili naniže za dodatno ulaganje vlasničkog kapitala.

Takvo poimanje dobitka, što je zapravo *koncept dobitka kao ekviti prirasta iz aktivnosti preduzeća* i drugih dobitnih entiteta, u osnovi je skladno i sa ekonomskim i sa računovodstvenim pristupom fenomenu dobitka. Oni se razlikuju samo po tome kako vrednuju kapital na početku i kraju perioda, što, videćemo, nije beznačajna razlika. Usmeren ka budućnosti, odnosno očekivanjima vlasnika (investitora), *ekonomski koncept dobitka* poseže za vrednovanjem kapitala u navedenom obrascu po njihovim očekivanim vrednostima diskontovanim na dan  $t$  i  $t-1$ , što ga čini *ex ante* konceptom dobitka, teorijski podobnim za vrednovanje vlasničkih HOV i celine preduzeća ili drugog dobitnog entiteta. Ulogu vrednosti kapitala za diskontovanje, do koje se dolazi procenom imovine i obaveza čija razlika predstavlja kapital, ekonomski koncept dobitka dodeljuje tržišnim vrednostima, što je istovremeno i jedna od glavnih pozicija s koje se upućuju prigovori računovodstvenom konceptu ekviti prirasta kao izraza dobitka. Za razliku od toga, *računovodstvenom konceptu dobitka kao ekviti prirasta* odgovara sučeljavanje istorijskih (stvarnih, odnosno na efektivnim novčanim izdancima zasnovanih) vrednosti početnog i krajnjeg kapitala, što ga čini *ex post* konceptom dobitka, u čijoj osnovi leži

procena imovine i obaveza po nabavnim vrednostima, izuzev u slučajevima anticipativnog uračunavanja gubitaka vrednosti krajnjeg kapitala (primene pravila niže tržišne vrednosti na strani imovine i više plative vrednosti na strani obaveza). Razlika je značajna i može biti opisana još i na sledeći način. Ona je u vremenskom tempiranju ekviti prirasta kao izraza dobitka. Ekonomski koncept dobitka podrazumeva uključivanje svih predvidivih (očekivanih) kapitalnih dobitaka u periodični dobitak preduzeća ili drugog dobitnog entiteta. Za razliku od toga, računovodstveni pristup periodičnom rezultatu ograničava dobitak samo na realizovane (tržišno potvrđene) priraste kapitala (ekviti). Ovakav pristup je posledica računovodstvene orijentacije ka kontroli proteklih aktivnosti preduzeća ili drugog dobitnog entiteta, odnosno sudbini investirano novčanog kapitala u njega. Iako na ovaj način očuvani računovodstveni objektivizam, barem u njegovoj vrednosnoj osnovi, predstavlja značajnu stvar, računovodstvenom konceptu ekviti prirasta kao mere dobitka prigovara se oslanjanje na fikciju merenja u uslovima izvesnosti i stabilne novčane jedinice umesto na ekonomsku realnost uslova neizvesnosti i nestabilnog novčanog merila. To je pred računovodstvo postavilo ozbiljno pitanje vrednovanja kapitala, odnosno njegovog održanja, što je računovodstvenu teoriju i praksu provelo kroz računovodstveni nominalizam (izvorna ideja održanja nominalnog kapitala), računovodstvo tekućih (reprodukcioni) vrednosti (održanje reprodukcione vrednosti kapitala), računovodstvo realnih vrednosti (održanje opšte kupovne moći investirano kapitala), kombinovanje ova dva poslednja koncepta kapitala, do računovodstva fer vrednosti kojem je svojstveno vrednovanje po tržišnim vrednostima ili po diskontovanim vrednostima očekivanih budućih novčanih tokova.

Toliko o suštini dobitka preduzeća ili drugog dobitnog entiteta i odnosu ekonomskog i računovodstvenog poimanja dobitka, u koju svrhu smo morali da se držimo koncepta ekviti prirasta kao izraza dobitka, odnosno njegovog merenja razlikom između krajnjeg i početnog kapitala, što je imanentni koncept ekonomskom poimanju dobitka, ali i važan ishodišni koncept za računovodstveno poimanje dobitka. Bitna poruka našeg osvrta na to je da svako merenje dobitka podrazumeva i odgovarajuće odr-



žanje kapitala, zavisno od vrednovanja početnog i krajnjeg kapitala. Ostaje da je računovodstveni dobitak, ma koliko posezao za vrednosnom aktuelizacijom kapitala za potrebe konceptualnog određenja dobitka, ipak ex post koncept istog, namenjen oceni performansi preduzeća i njegovog menadžmenta tokom proteklog perioda i brojnim odlukama zasnovanim na njemu, što je veoma važno njegovo svojstvo, a da je ekonomski dobitak ex ante koncept upotrebljiv u svrhe pri kojima su meritorne diskontovane vrednosti očekivanih tokova gotovine, kao i da su to dva komplementarna koncepta, a ne alternativni koncepti.<sup>1</sup>

2. *Razvijeni (pragmatični) računovodstveni koncept dobitka*, ne napuštajući bazični koncept ostvarenog prirasta kapitala iz aktivnosti preduzeća ili drugog dobitnog entiteta, zasnovanog na mogućnosti samo bilansnog obračuna i iskazivanja dobitka, *prerastao je u transakcioni računovodstveni koncept dobitka*, koji uvodi izdvojeni račun dobitka i gubitka (bilans uspeha), što je bitan informacioni napredak. Ovom konceptu je svojstveno tekuće praćenje prihodno-rashodnih ishoda poslovnih, investicionih i aktivnosti finansiranja iz pozajmljenih izvora, odnosno dobitno relevantnih transakcija preduzeća ili drugog dobitnog entiteta. Po tom konceptu dobitak je pozitivna razlika dobijena:

- sučeljavanjem prihoda od prodaje sa troškovima prodatih proizvoda i troškovima perioda (metoda troškova prodatih proizvoda u bilansu uspeha) ili
- sučeljavanjem učinaka perioda (prihod od prodatih učinaka u toku perioda korigovan za promene stanja zaliha učinaka vrednovanih po ceni koštanja, odnosno troškovima proizvoda) sa ukupnim troš-

kovima preduzeća nastalim u toku perioda (metoda ukupnih troškova u bilansu uspeha).<sup>2</sup>

Krajnji rezultat, odnosno neto dobitak, po bilo kojoj od navedenih metoda obračuna i iskazivanja računovodstvenog transakcionog dobitka je, naravno, isti. Razlike su samo analitičko-strukturnog karaktera.

*Pojam troškova proizvoda* je maločas upotrebljen kod obadve metode bilansa uspeha. Kod metode troškova prodatih proizvoda kao pozicija rashoda koja se sučeljava prihodu od prodaje u postupku obračuna bruto dobitka iz koga se onda pokrivaju troškovi (rashodi) perioda kako bi bio obračunat neto dobitak, a kod metode ukupnih troškova kao korektivna pozicija promene vrednosti zaliha učinaka (nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda) na strani poslovnih prihoda. Njihovo određenje i razgraničenje od troškova perioda od posebnog je značaja za transakcioni računovodstveni koncept dobitka. To nas obavezuje da ih ovde barem ukratko definišemo. Troškovi proizvoda (zaliha učinaka u uobičajenim industrijama materijalnih učinaka) uključuju:

- troškove proizvodnje (proizvodnog funkcionalnog područja, odnosno funkcije nabavke, tehničko-tehnološkog upravljanja i same proizvodnje) u visini nabavne vrednosti normalnih (potrebnih) utrošaka materijala izrade, normalnih troškova zarada izrade (direktnog rada), opštih varijabilnih troškova (OVT) zaračunatih srazmerno stvarnom iskorišćenju proizvodnih kapaciteta (s obzirom da je njihov ukupni iznos uslovljen obimom proizvodnje) i opštih fiksnih troškova (OFT) zaračunatih na bazi obima proizvodnje za koji se očekuje da će u normalnim (uobičajenim) uslovima biti u nizu perioda prosečno ostvarivan, uz obavezu da se kvota OFT po jedinici učinka smanji u periodima neuobičajeno visoke proizvodnje, ali i zabranu da se ta kvota povećava u periodima nižeg obima proizvodnje od normalnog, tj. po osnovu neiskorišćenog proizvodnog

1 Zainteresovane za detaljnije izučavanje navedenih konceptata dobitka i kapitala možemo uputiti, na primer, na T. Lee, *Income and Value Measurement*, Thomson Publishing Company, London 1996, E. Edwards - P. Bell, *The Theory and Measurement of Business Income*, University of California Press, Berkeley and Los Angeles, 1967., S. Davidson et al., *An Income Approach to Accounting Theory*, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1964., W. Baxter - S. Davidson, *Studies in Accounting Theory*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1962., E. Kosiol, *Buchhaltung Als Erfolgs- und Finanzrechnung*, Walter de Gruyter Verlag, Berlin 1977, D. Schneider, *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, 3. Auflage, R. Oldenboug Verlag, München, 1987, N. Stevanović, *Održanje realne supstance preduzeća u inflatornoj ekonomiji*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1983, D. Malinić, *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Ekonomski fakultet Beograd, 2007.

2 Detaljnije o metodama računa dobitka i gubitka (bilansa uspeha) pogledati, na primer, L. Haberstock, *Grundzüge Kosten- und Erfolgsrechnung*, Verlag Franz Vahlen, München 1982, s. 142-169, A. Coenenberg, *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 10. Auflage, Verlag moderne industrie AG & CO., Landsberg am Lech, 1988, str. 283-357, J. Ranković, *Teorija bilansa I*, Ekonomski fakultet Beograd, 1998, str. 433-466, N. Stevanović, D. Malinić, V. Milićević, *Upravljačko računovodstvo*, 5. izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 2007, str. 114-123.

kapaciteta, naravno uz opšti uslov za sve navedene troškove da su nastali u procesu dovođenja zaliha učinaka na mesto i u stanje u kome se nalaze na obračunski (dakle i bilansni) dan;

- ostale proizvodnim učincima uslovljene troškove, kao, na primer, neproizvodni troškovi ili troškovi dizajniranja proizvoda za određenog kupca, takođe uz navedeni opšti uslov ukalkulisavanja u vrednost zaliha učinaka;
- eventualno i troškove pozajmljivanja (finansiranja iz dugova) koji su direktno pripisivi određenim učincima (na njih se isključivo odnose), i to samo u neto iznosu takvih troškova po umanjenju za eventualne finansijske prihode po osnovu privremenog, investiranja tih sredstava do njihovog trošenja u proizvodnji učinaka za koje su isključivo finansijske pozajmice uzete.

Svi ostali troškovi proizvodnog preduzeća, kao, na primer, suvišna trošenja direktnog materijala, direktnog rada i opštih varijabilnih činilaca proizvodnje, OFT neiskorišćenog proizvodnog kapaciteta, opšti troškovi upravljanja i administracije osim onih koji su, eventualno, uslovljeni dovođenjem zaliha učinaka na mesto i u stanje na obračunski (dakle i bilansni) dan, troškovi prodaje sa troškovima skladištenja gotovih proizvoda, troškovi istraživanja, troškovi razvoja koji ne ispunjavaju uslove aktiviranja kao interno generisane nematerijalne imovine, troškovi finansiranja osim navedenog izuzetka neto direktnih troškova pozajmljivanja i drugi srodni troškovi, *ne mogu se ukalkulisavati u proizvodnu cenu koštanja učinaka, već predstavljaju rashode perioda u kome su nastali, dakle sučeljavaju se prihodu perioda svog nastanka.*

Slično je sa troškovima proizvoda (zaliha učinaka) i troškovima (rashodima) perioda, i u entitetima uslužnih delatnosti koji posluju sa zalihama nedovršenih poslova na obračunski (dakle i bilansni) dan, i u entitetima koji posluju po ugovorima o izgradnji, naravno uz odgovarajuće pojedinosti po osnovu uvažavanja određenih specifičnosti tih vrsta delatnosti.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Za detaljnija obaveštenja o troškovima proizvoda (zaliha učinaka) i troškovima (rashodima) perioda pogledati odgovarajuće MSFI/MRS, a pre svega MRS 2 Zalihe (posebno stavove 9-19), MRS 11 Ugovori o izgradnji (posebno stavove 16-21, kao i stavove 22-24, 32, 35 i 36), MRS 23 Troškovi pozajmljivanja (posebno stavove 15-18, 20, 23, 25 i 27),

Prethodna izlaganja upućuju na zaključak da je *transakcionom računovodstvenom konceptu dobitka svojstveno direktno merenje dobitka sučeljavanjem tokova vrednosti kapitala (prihoda i troškova) u toku perioda*, za razliku od računovodstvenog koncepta dobitka kao ekviti prirasta koji se meri indirektno sučeljavanjem stoka (“zalihe”) vrednosti kapitala na početni i krajnji dan perioda. Zajedničko im je pitanje održanja kapitala od čijeg rešenja zavisi iznos i kvalitet iskazanog dobitka. Razlika je samo u tome što se ono, po transakcionom računovodstvenom konceptu dobitka, pomera sa neposrednog vrednovanja kapitala na vrednovanje troškova, koji nisu ništa drugo do izraz i mera nadoknade nominalnog, reprodukcionog (fizičkog), realnog ili nekog drugog vrednosnog koncepta održanja kapitala kao sastavnog dela obračuna i iskazivanja dobitka.

## DOBITNE PERFORMANSE I NJIHOVA ULOGA

Na terenu smo (1) entiteta profitnog (dobitnog) sektora, prevashodno akcionarskih društava, i na (2) terenu računovodstvenog transakcionog koncepta dobitka.

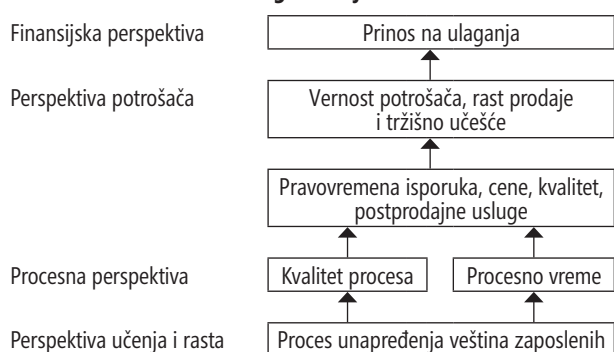
1. Prvo nas upućuje na *dugoročno kreiranje vrednosti za vlasnike, odnosno akcionare*, kao glavni cilj dobitnih entiteta, što je lako prevodivo u kreiranje vrednosti celine entiteta kao generalni cilj. Ne bismo se ništa ograđili o taj cilj ako bismo ga preformulisali u *cilj maksimizacije ili ostvarenja zadovoljavajućeg dobitka na dugi rok* (može i neto novčanog toka na dugi rok, s obzirom na tendenciju njegovog izjednačavanja s dobitkom u dugom roku). Zadovoljavajući dobitak na dugi rok, kao neku vrstu ublažavanja cilja maksimalizacije vrednosti za akcionare ili maksimalizacije dobitka na dugi rok, pominjemo zato što nam deluje prihvatljivim stav: “Mi, međutim, verujemo da je postizanje zadovoljavajućeg profita bolji način postavljanja korporativnog cilja, zbog dva razloga. Prvo, «maksimalizacija» implicira da postoji način pronalaženja maksimalnog iznosa koji kompanija može da zaradi, što nije slučaj... Menadžment retko, ako ikada, uspeva da prepo-

MRS 38 Nematerijalna imovina (posebno stavove 54-68). Pitanje vrednovanja zaliha učinaka u poljoprivredi, uređeno u MRS 41 Poljoprivreda, je toliko posebno da bi njegovo uključivanje u naša izlaganja pre odvušlo pažnju nego pomoglo predstavljanju koncepta transakcionog računovodstvenog dobitka pa smo ga zato izostavili.

zna sve moguće izbore i njihove efekte na profitabilnost... Drugo, iako optimizacija vrednosti za akcionare (i druge vlasnike – prim. autora) može biti glavni cilj, to nikako nije jedini cilj za većinu organizacija... Jer, ekonomske performanse nisu jedina odgovornost poslovnog entiteta, niti je to vrednost za akcionare. Većina menadžera želi da se ponaša etički i većina oseća obavezu prema drugim stakeholderima u organizaciji, pored akcionara.<sup>4</sup> U pitanju je aktuelna priča, posebno u zemljama skorojevičkog kapitalizma, kakva je i naša, naglašene impulsivnosti vlasnika i menadžera za visokim i brzim zaradama, ograničene sposobnosti prepoznavanja pravih alternativa za dugoročnu dobrobit svih stakeholdera, veoma niske poslovne etike i skromne zastupljenosti strategijske poslovno-finansijske ideologije.

U svakom slučaju *postavljanje bilo kog od navedenih vidova dobitnog cilja poslovnog entiteta predstavlja prvorazredni strategijski izazov*. No za strategijski pristup vođenju dobitne organizacije to je samo konačnica, krajnji finansijski ishod, iza koga stoje performanse na strani njegovih činilaca. Strategijsko upravljanje obavezuje na njihovo integralno (povezano) posmatranje, kako je to lepo pokazano na sledećem pojednostavljenom i unekoliko dopunjenom prikazu odnosa između njih:<sup>5</sup>

### Prikaz 1. Perspektive strategijskih performansi dobitne organizacije



4 Detaljnije o tome pogledati R. Anthony - V. Govindarajan, Management Control Systems, Eleventh Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2004, p. 51-54. Tamo je i dužna napomena da je Herbert Simon, još 1957, formulisao koncept "... zadovoljavajućeg u opisivanju odgovarajućeg cilja, koncept koji je bio značajna osnova za njegovu Nobelovu nagradu za ekonomiju", mada se u kasnijim raspravama kao uobičajeni izvor o njegovoj analizi uobičajeno navodi Herbert Simon, The New Science of Management Decision, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1977.

5 A. Atkinson - R. Kaplan - E.A. Matsumura - M. Young, Management Accounting, Fifth Edition, Pearson Prentice Hall, 2007, p. 396.

Reč je o prepoznatljivom razvijanju strategijskih ciljeva i mera kroz četiri perspektive popularnog sistema uravnotežene mape performansi (Balanced Scorecard), koje stoje u uzročno – posledičnom odnosu sa logičnim redosledom:

- postavljanje dugoročnih finansijskih (pre svega dobitnih) ciljeva kao konačnog odredišta formulisanja strategija;
- izbor ciljnih kupaca za odabranu strategiju i ciljeve vrednosne ponude sračunate na privlačenje i zadržavanje kupaca;
- izbor procesnih ciljeva, odnosno prepoznavanja kritičnih operativnih, potrošačko-upravljačkih, inovacionih, regulatornih i društvenih procesa za postizanje ciljeva potrošačke i finansijske perspektive;
- prepoznavanje i podizanje veština zaposlenih, informacionih potreba i izvora, kompanijske kulture i ustrojstva s ciljem unapređenja kritičnih procesa.<sup>6</sup>

*Taj strategijski set može biti efektivan samo ako je praćen odgovarajućim sistemom merenja performansi*, kako u fazi planiranja tako i u fazi kontrole izvršenja, kao i na tome zasnovanim sistemom nagrađivanja, što ne znači da su sve strategijske zamisli uvek merljive. No ostaje na snazi sintagma da je pod istinskom upravljačkom kontrolom samo ono što je merljivo i na pravi način mereno, što je svojstveno i izboru strategija i strategijskom upravljanju. U svojoj razvijenijoj formi, ta sintagma može biti efektno predstavljena na sledeći način (pogledati prikaz 2).<sup>7</sup>

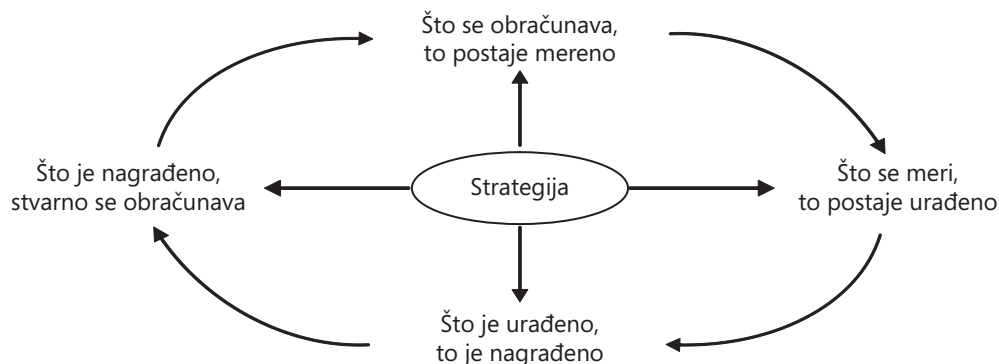
2. *Ako išta ima svojstvo sistema merenja performansi, onda je to računovodstvo*. To nas, skupa s malo-predašnjim određenjem strategijske uloge finansijskih, a pre svega dobitnih performansi, vraća na, u početku ovog dela napisana nagovešteni, *teren računovodstvenog transakcionog koncepta dobitka*. Namera nam je da sada, barem ukratko, sagledamo i opišemo njegovu stvarnu ulogu. U tu svrhu neophodno je najpre izložiti njegova osnovna kategorijalna svojstva, kao što su:

- obračunska utemeljenost računovodstvenog dobitka na sučeljavanju prihoda i pripadajućih troškova (rashoda), dakle tokova vrednosti (po osnovu proi-

6 R. Atkinson, et al, op. cit., p. 396-411.

7 R. Anthony - V. Govindarajan, op. cit., p. 494.

Prikaz 2. Okvir za dizajniranje sistema merenja performansi



zvodnje, prodaje i pratećih poslovnih i finansijskih aktivnosti), istina merenih novčanim tokovima koje pokreću, ali u pogledu periodizacije nezavisnih od naplata i isplata;

- prevashodna usmerenost na prošlost, odnosno na prihodno-rashodne ishode stvarnih poslovnih, investicionih aktivnosti finansiranja;
- periodičnost obračunavanja dobitka, sa godišnjim, polugodišnjim ili još i kvartalnim eksternim objavljivanjem računa dobitka i gubitka (bilansa uspeha) za eksterne potrebe informisanja, ali i kratkoročnije za potrebe internog informisanja prevashodno menadžmenta;
- primena nadređenog načela računovodstvene prudenције (konzervativizma, opreznosti), uslovljenog činjenicom merenja rezultata u uslovima neizvesnosti, po kome je, u odsustvu tačne mere, dobitak bolje odmeriti naniže nego naviše (obrnuto za gubitak), što se postiže putem iz njega izvedenih (a) načela realizacije koje iskazivanje rezultata uslovljava činom prodaje (tržišnog priznanja vrednosti), (b) načela impariteta koje koriguje prethodno načelo zahtevom nejednakog obračunskog tretmana verovatnih gubitaka (u odnosu na dobitke), odnosno njihovog uključivanja u obračun rezultata bez odlaganja, (c) načela najniže verovatne vrednosti u proceni pozicija imovine (aktive) i (d) načela najviše verovatne vrednosti u proceni obaveza (čiste pasive);
- primena, iz načela realizacije i računovodstvenog objektivizma proizlazećeg, načela nabavne vrednosti (istorijskog troška) u proceni bilansnih pozicija (stanja u vremenskoj tački spajanja i razgra-

ničenja dobitnih ostvarenja uzastopnih perioda), osim u slučajevima kada bi takva procena došla u sukob s pomenutim načelima impariteta, najniže i najviše verovatne vrednosti, s tim što računovodstveno posezanje za konceptom realnih ili reprodukcioničkih troškova i pitanje njihovog odnosa prema načelu istorijskih troškova (nabavne vrednosti) odlažemo za deo ovog napisa u kome ćemo se baviti konceptom fer vrednosti.<sup>8</sup>

3. U nadi da smo na ovaj način za ovaj napis u dovoljnoj meri okarakterisali računovodstveni transakcioni koncept dobitka, sada ćemo se, opet nužno ukratko, osvrnuti na nekoliko postavki o mestu i ulozi takvog dobitka, prigovore na njih i njihove odbrane.

**1) Dobitak je bitni element postavljanja ciljeva i izbora strategija preduzeća.** Ovo je verovatno najvažnija i najkontroverznija teza (postavka) o mestu i ulozi dobitka. Ovo pogotovo zato što se mi ovde, u skladu s temom ovog napisa i cele publikacije, bavimo prevashodno računovodstvenim dobitkom, s njegovim pomenutim svojstvima.

Nesumnjivo je da je *postavljanje ciljeva preduzeća i drugih dobitnih entiteta središnje* strategijsko pitanje, s obzirom da proističu iz izveštaja o misiji, kao viđenja pozicije u kojoj se entitet nalazi i pozicije u koju se entitet namerava da odvede, kao i da omogućavaju i određuju

<sup>8</sup> Za detaljnije razmatranje računovodstvenih načela relevantnih za računovodstveni transakcioni koncept dobitka (i gubitka) pogledati, na primer, A. Coenenberg, op.cit., s. 34-45, R. Anthony-J. Reece, Accounting, Sixth Edition, Richard D. Irwin, Inc., 1997, p. 23-31 and 54-71, D. Hawkins, Corporate Financial Reporting and Analysis, Irwin/McGraw-Hill, New York, 1997, p. 16-27, J. Ranković, op.cit., str. 157-217, kao i nezaobilazne klasike W. Paton - A. Littleton, An Introduction to Corporate Accounting Standards, American Accounting Association, Thirtieth Edition, 1967.



izbor strategija, odnosno načina na koje se entitet do željenog stanja želi i može dovesti. Štaviše, postavljanjem ciljeva predodređuju se kriterijumi, ne samo za evaluaciju mogućih strategija u fazi njihovog formulisanja, već i za fazu implementacije i kontrole strategijskih performansi. Kao važno svojstvo strategijskih ciljeva ističe se još i to da su oni *dugoročni i kompleksni*. *Dugoročni*, uobičajeno po kriterijumu da se periodi do godinu dana smatraju kratkoročnim, a oni preko jedne godine dugoročnim, dakle i strategijskim periodima. No treba dodati da su to barem periodi od 1-3 godine ili, još češće, barem od 1-5 godina, a vrlo često periodi od 1-10 godina, s tim što pominjanje perioda i do 20 godina implicira krajnje načelno promišljanje ciljeva i strategija. *Kompleksni* u smislu da uključuju i finansijske i nefinansijske ciljeve, među ovim poslednjim i merljive (brojčano odredive) i nemerljive (opisne). Misli se, pre svega, na vrednosna očekivanja potrošača i pretenzije konkurenata u pogledu konkurentne pozicije, ali i na društveno okruženje. To su glavni elementi platforme sa koje se upućuju prigovori računovodstvenom dobitku kada je u pitanju njegova uloga u postavljanju strategijskih ciljeva i izboru strategija. Ponekad se u tim prigovorima preteruje. Umesto bavljenja time radije bismo propagirali jedan uravnoteženiji pristup po kome se:<sup>9</sup>

(a) uz niz primedbi na račun računovodstvenog dobitka, sažetih istovremeno u tri osnovne, i to:

- da dobitak predstavlja finansijsku meru uspeha koja ne može da pokrije sve aspekte poslovnih inputa i outputa,
- da su nesavršeni standardi u odnosu na koje se dobitak ocenjuje i
- da je dobitak u najboljem slučaju merilo kratkoročnih ostvarenja dok su dugoročni ishodi aktivnosti u fokusu strategijskog pristupa;

(b) ističe da dobitne performanse:

- imaju moć da ponesu ulogu mere i efektivnosti i efikasnosti entiteta,
- mogu da pruže jednostavan i lako pojmljiv kriterijum evaluacije alternativa uključiv i strategijske,
- dopuštaju brojčanu analizu alternativa neposred-

nim sučeljavanjem prihoda ili drugog vida koristi s troškovima alternativa u igri,

- mogu da pruže jednu vrlo obuhvatnu meru performansi u koju su uključeni svi prihodi i troškovi kao izrazi brojnih drugih (i finansijskih i nefinansijskih, i merljivih i neposredno nemerljivih) činilaca uspeha,
- predstavljaju uporedive vrednosti u vremenu za isti poslovni entitet i između entiteta (organizacija) i diviziona unutar iste organizacije za iste periode, a u svrhe analize, planiranja i kontrole ostvarenja, što nije moguće ili je teško izvodljivo sa drugim vidovima performansi uprkos standardizacije u finansijskom računovodstvu pa se valja sve više okretati ka upravljačkom računovodstvu koje, pored finansijskih, u svoj informacioni delokrug sve više uključuje merljive nefinansijske performanse i nastojanja merenja do juče nemerljivih performansi, što su pravci u kojima ide strategijsko upravljačko računovodstvo.<sup>10</sup>

Ovde bismo dodali da kratkoročni, pre svega godišnji, dobitci predstavljaju etape na putu ka dugoročnim dobitcima, iz kojih se i kao ciljevi i kao periodične mere performansi izvode. A već smo videli da se maksimalizacija ili postizanje zadovoljavajućih dugoročnih dobitaka može smatrati kompatibilnim s ciljem kreiranja vrednosti za vlasnike (prevashodno akcionare) i tako vrednosti firme na dugi rok. Prema tome, čini nam se da konfrontaciju računovodstvenih periodičnih dobitaka sa ciljem kreiranja vrednosti za vlasnike na dugi rok treba shvatiti pre kao pitanje operativnog usaglašavanja ciljeva (kratkoročnih u odnosu na dugoročne, divizionálnih, u odnosu na korporativne, svake funkcije prema drugim funkcijama i sl.), nesnalaženja u tome i kontroli izvršenja ili menadžerskih i računovodstvenih manipulacija, nego ga generalizovati ili čak uzdizati na nivo teorijskog modela.

<sup>9</sup> Za detaljniji uvid u ovaj pristup pogledati R. Wilson - C. Gilligan, *Strategic Marketing Management*, Elsevier Butterworth-Heinemann, Oxford, 2003, p. 210-226, 535-560, a posebno 539-544.

<sup>10</sup> Zainteresovane za strategijsko upravljačko računovodstvo možemo uputiti, na primer, na J. Shank - V. Govindarajan, *Strategic Cost Analysis*, Irwin, 1989, C. Drury Ed., *Management Accounting Handbook*, Second edition, CIMA, London 1996, C. Drury, *Management Accounting for Business Decisions*, Thomson Learning, London 2001, p. 453-515, H. Baum - A. Coenenberg - T. Günther, *Strategisches Controlling*, 3. Auflage, Schäfer - Poeschel Verlag, Stuttgart, 2004, s. 254-374, V. Miličević, *Strategijsko upravljačko računovodstvo*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.

Nakon ovoga možda je priču o ulozi dobitka u postavljanju strategijskih ciljeva i izboru odgovarajućih strategija moguće zaključiti konstatacijom da poslovni entitet na putu do uspeha "...ima da se bavi s tri potencijalno konfliktne uticaja", što su:

(a) "zahtevane performanse od strane **akcionara** koji, ako su odgovarajuće zadovoljeni, teže relativnoj stabilnosti i doslednosti..." dok "... nastaje problem ako njihove potrebe i očekivanja nisu ispunjena", kada čak i "...preživljavanje poslovnog entiteta može biti pod pretnjom pošto akcionari mogu poželeti rasprodaju" svojih vlasničkih prava,

(b) "potrebe, očekivanja i želje **potrošača**, koji su takođe na meti konkurenata"; i

(c) "**konkurenti**, koji, kao organizacija, treba da tražaju za novim načinima dodavanja vrednosti (i kupcima i vlasnicima – prim. autora) i kreiranja konkurentske prednosti", u vezi s čim "... sledeće stvari su sasvim jasne:

- očekivanja akcionara **moraju** biti ispunjena, i kratkoročna, i dugoročna;
- ovaj cilj ne može biti ostvaren bez zadovoljenja potrošača, što povratno zahteva saradnju i podršku dobavljača i distributera, kao i ljudi unutar organizacije;
- nijedno od toga ne može biti postignuto bez odgovarajuće pažnje usmerene na konkurenciju.<sup>11</sup>

Prema tome, pri postavljanju strategijskih ciljeva i izboru strategija korporativni menadžment uvek stoji pred tzv. "trade-off" problemom, odnosno vrlo ozbiljnim izazovom izbalansiranog pristupa svim aspektima uspeha kompanije.

Ako smo postigli saglasnost oko mesta i uloge računovodstvenog koncepta dobitka u postavljanju strategijskih ciljeva i izboru strategija, a valjda jesmo, onda smo rešili glavno pitanje u ovom delu napisa, tako da bismo skoro mogli ostale aspekte mesta i uloge periodičnog dobitka samo nabrojati. Pa ipak o svakom od njih barem ponešto.

**2) Dobitak je mera uspeha menadžmenta.** Korporativni menadžment, u ulozi agenta, polaže račune pre svega pred principalom (vlasnicima, akcionarima), ali,

izvesno, i pred kapitalnim poveriocima, poslovnim partnerima, sindikatima, državom i drugim stejkholderima, najmanje godišnjim izveštavanjem o stanju i uspehu kompanije. Kada je uspeh u pitanju, središnje mesto pripada periodičnom dobitku kao najsvodnijem izrazu uspeha, pogotovo kada ga stavimo u odnos sa ulaganjima (ukupnim i vlasničkim) i proizvedemo stopu prinosa na ulaganja. Još više ako je sve to u istom godišnjem izveštaju iskazano za uzastopne periode u vremenskom intervalu od 3-5 godina, što je uobičajeno u zemljama naprednog finansijskog izveštavanja. Svakako da postoji opasnost menadžerske preferencije kratkoročnog (godišnjeg) dobitka, pa čak i informacionog manipulisanja s njim, ali je ona barem ublažena ako ne i otklonjena komparativnim iskazivanjem i objavljivanjem periodičnih performansi u okviru tako dugog (ili srednjeročnog ukoliko je nekom prihvatljivija podela na kratki rok do godinu dana, srednji rok do 3 ili 5 godina i dugi rok preko 3 ili 5 godina) vremenskog intervala. Periodični dobitak je još pouzdanija mera uspeha menadžmenta ako se stavi u kontekst prethodno postavljenog (po potrebi još i prilagođenog) strategijskog okvira, dostupnog iz direktorskih izveštaja uz godišnje finansijske izveštaje, strukturiranog, na primer, na sledeći način (pogledati Prikaz 3).<sup>12</sup>

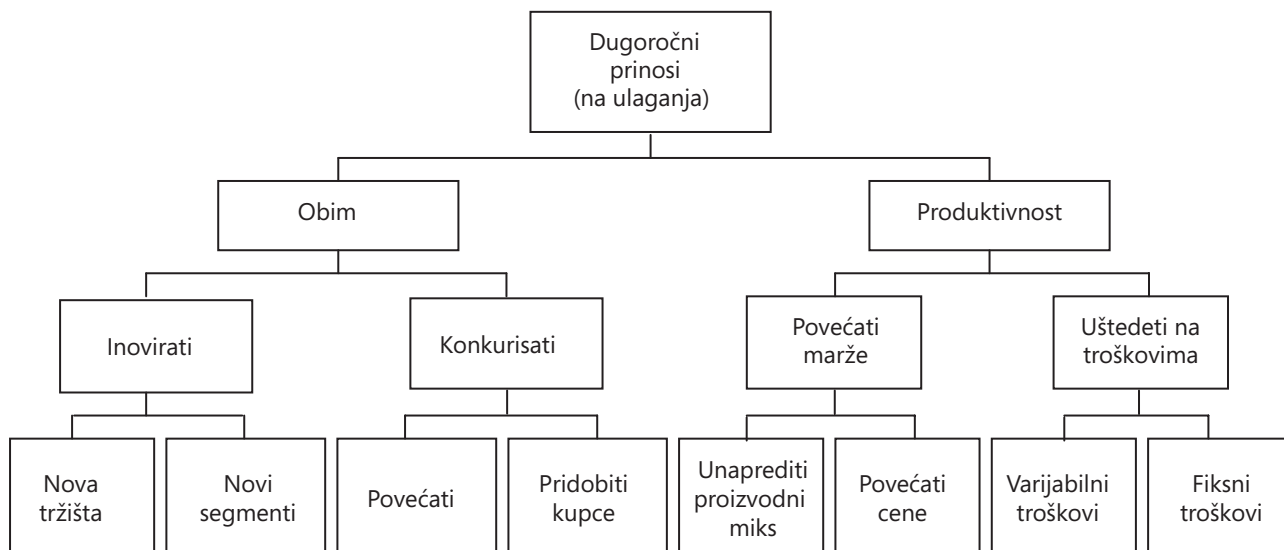
Ovaj Prikaz je istovremeno i slikovita ilustracija sistema kontrolinga performansi, odnosno sistematskog računovodstvenog (i strategijskog, i operativnog) planiranja i kontrole u funkciji oživotvorenja sistema upravljačke kontrole, koji bi bez takve računovodstvene podrške ostao prazna priča.<sup>13</sup> Ako bismo prethodnom Prikazu nešto dodali, a da pri tom ostanemo na nivou sažetka, onda je to napomena o ulozi dobitka kao mere uspeha divizionalnog menadžmenta, kao agenta u odnosu na korporativni menadžment sada u ulozi principala, i to putem informaciono relevantnih koncepta dobitka, stope prinosa na ulaganja, rezidualnog dobitka ili još i dodate ekonomske vrednosti za investicione centre, odnosno samo

11 J. Thompson, The CIMA Handbook of Strategic Management, CIMA – The Chartered Institute of Management Accountants, London, 1995, p. 5-6.

12 J. Saunders, Attitudes, Structure and Behavior in a Successful Company, Journal of Marketing Management, 1997, Vol. 3, No. 2, p. 174.

13 Za detaljno izučavanje materije kontrolinga pogledati, pre svega, R. Anthony – V. Govindarajan, op. cit., P. Horvath, Controlling, 9. Auflage, Verlag Franz Vahlen, München, 2003, H. Baum – A. Coenenberg – T. Günther, op. cit., a za jedan brži uvid u tu materiju pogledati Controlling – Odabrani tekstovi, priredili N. Stevanović – D. Malinić – V. Miličević, interna publikacija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.

Prikaz 3. Strategijske alternative (kao okvir merenja i ocene uspeha menadžmenta)



putem informaciono relevantnih koncepata dobitka (marginalni dobitak, kontrolabilni dobitak, divizionni dobitak i neto divizionni dobitak) za dobitne (profitne) centre. To je još jedna dimenzija strategijskog i operativnog usaglašavanja, merenja i ocene dobitnih performansi.<sup>14</sup>

**3) Dobitak je poreska osnovica.** Ova činjenica pokreće brojna važna pitanja o kojima bi se dalo naširoko pisati, pogotovo u vezi sa multinacionalnim kompanijama. Jer, pitanja poreske osnovice, poreskih stopa, poreskih podsticaja, grupnog oporezivanja i transfernih cena, poreskog tretmana merdžera i akvizicija i slična pitanja poreskog sistema, sa različitim rešenjima za različite zemlje ili regionalne zajednice zemalja pa i za različite regione unutar iste zemlje, predstavljaju važne činjenice pri donošenju odluka o međunarodnom, nacionalnom i regionalnom investiranju, o prekograničnim i unutargraničnim merdžerima i akvizicijama, o izvorima finansiranja odnosno finansijskom levridžu, politici dividendi i zadržane dobiti, računovodstvenim (finansijsko-izveštajnim opcijama) i sl. Zato ne iznenađuje što kompanije na poreske izazove odgovaraju svojim osmišljenim poreskim politikama i poreskim planiranjem, kao sastavnim delovima ukupne politike dobiti i dobitnog planiranja pa, prema tome, i ukupne poslovne politike i sistema planiranja i kontrole performansi.

S obzirom na temu ovog napisa i čitave naše publikacije, za nas su ovde od prevashodnog interesa bilansni

aspekti činjenice da dobitak predstavlja poresku osnovicu, odnosno postojanja koncepta oporezivog dobitka. Vreme merodavnosti poreskog bilansa za poslovni bilans (ili obrnuto) je prošlo. Poslovni bilans uspeha (račun dobitka i gubitka), kao finansijski izveštaj o dobitnim performansama preduzeća (ili drugog dobitnog entiteta), služi iskazivanju stvarnih dobitno relevantnih tokova vrednosti, odnosno prihodnih i rashodnih ishoda poslovnih, investicionih i aktivnosti finansiranja iz pozajmljenih izvora, prema opšte prihvaćenim računovodstvenim načelima, standardima, propisima i računovodstvenoj politici entiteta, sračunatim na istinito i pošteno izveštavanje korisnika finansijskih izveštaja o stvarnoj zarađivačkoj moći entiteta. Iza poreskog bilansa stoji jedna druga logika, vođena političkim, ekonomsko-političkim i socijalnim ciljevima. Otuda razlike između poslovnog bilansa uspeha (za potrebe javnog izveštavanja o uspehu entiteta) i poreskog bilansa (za potrebe izveštavanja poreskih vlasti). Detaljno opisivanje tih razlika je van predmeta i ciljeva ovog napisa. Umesto toga dovoljno je ukazati na to da je poslovni bilans uspeha ishodišni izveštaj za poreski bilans, da ovaj poslednji jednim delom preuzima vrednosti prihoda i rashoda iz poslovnog bilansa uspeha, ali drugim delom odstupa od njega i zahteva vrednovanje prihoda i rashoda za potrebe obračuna oporezivog dobitka po svojim posebnim pravilima. Na poslovnom bilansu uspeha je da iskaže, i iznos poreza na ostvareni dobitak po pravilima procene i sastavljanja tog izveštaja (računovodstveni dobitak), i iznos stvarnog

14 N. Stevanović, D. Malinić, V. Miličević, op.cit., str. 586-608.

poreza na oporezivi dobitak, obračunat po pravilima za poreski bilans. Po osnovu tih poreskih razlika u bilansu stanja nastaju odložene poreske obaveze i odložena poreska sredstva, kao privremene stavke koje će u budućim periodima biti dodavane računovodstvenom dobitku ili oduzimate od njega u cilju utvrđivanja oporezivog dobitka.

Ovaj sukob izveštajnih zahteva donosi entitetima izvesne teškoće. No, uprkos njima, na menadžmentu i računovođi entiteta je da koriste zakonske mogućnosti odmeravanja nižeg oporezivog dobitka (kreirani odloženi poreskih obaveza) uz dodatne napore drukčijeg merenja odgovarajućih stavki poslovnog bilansa uspeha, kako bi se očuvala njegova informaciona vrednost u pogledu iskazivanja realne zarađivačke moći entiteta. Tako, na primer, entiteti kod nas za potrebe poslovnog bilansa uspeha treba da koriste metodu pravolinijske (proporcionalne) amortizacije, ne samo za građevine kako je to određeno Zakonom o porezu na dobit, već i za, pre svega nematerijalna stalna sredstva, ali i ona (i samo ona) postrojenja i opremu kojima taj metod suštinski odgovara, nezavisno od toga što pomenuti Zakon propisuje metodu degresivne amortizacije za sva postrojenja i opremu pa čak i za nematerijalna sredstva.<sup>15</sup> Isto važi i za metodu funkcionalne amortizacije ukoliko ona obezbeđuje istinitiju amortizaciju odgovarajućih postrojenja i opreme pa i nematerijalnih sredstava za potrebe finansijskog izveštavanja o stanju i uspehu entiteta (poslovnog bilansa stanja i bilansa uspeha), iako Zakonom o porezu na dobit taj metod otpisivanja za ta sredstva nije dopušten. Slično tome, entiteti treba da upražnjavaju razuđenije (brojnije) amortizacione grupe (stope amortizacije) za obračun i iskazivanje amortizacije u poslovnom bilansu uspeha od onih propisanih u Zakonu o porezu na dobit. Isto tako, ako je metod revalorizacije, odnosno procena nematerijalne stalne imovine, nekretnina, postrojenja i opreme po fer vrednostima i na njima zasnovan obračun amortizacije pouzdano primenjiv (onako kako je to određeno u MRS 16 i MRS 38), onda treba ići na primenu tog metoda za potrebe poslovnih finansijskih izveštaja, iako Zakon o porezu na dobit to ne

priznaje.<sup>16</sup> Sve u svemu, bilansno-politički pa tako i poslovno-politički izazovi menadžmenta uključuju i potrebu formulisanja jedne ozbiljne politike amortizacije.

**4) Dobitak je okvir politike dividendi i zadržavanja (akumuliranja) dobitka.** Podela neto dobitka posle poreza na dividende i zadržanu dobit (upotrebu tekućeg dobitka za pokriće eventualnih nepokrivenih gubitaka iz prethodnih perioda i neposredno ubacivanje u rezerve ostvljamo po strani) je veoma ozbiljno pitanje bilansne, finansijske i ukupne poslovne politike, koje treba veoma pažljivo rešavati. Mi ovde nemamo zadatak ni mogućnost da se bavimo politikom dividendi i akumuliranog (zadržanog, neraspoređenog) dobitka, što bi nas odvelo u dosta široku priču van predmeta ovog našeg napisa.<sup>17</sup> Umesto toga držaćemo se samo uloge računovodstvenog dobitka, naravno posle poreza, u tome i, u toj funkciji, merenja i iskazivanja periodičnih dobitaka.

Stabilni, odnosno stabilno rastući periodični dobitci, koji pogoduju i stabilnosti neto novčanog toka iz poslovanja su već po sebi, po svom informacionom odjeku, važna prednost kompanije. Jer, i investitori, i kreditori, i poslovni partneri, i svi drugi stejkholderi, kao i opšta finansijsko-izveštajna publika, imaće više poverenja u takvu kompaniju i njen menadžment, s povoljnim odrazom ne samo na imidž kompanije, već i na vrednost njenih hartija od vrednosti, ukupnu vrednost kompanije, lakoću i niže troškove pribavljanja eksternih izvora finansiranja i sl. To ima i šire ekonomske implikacije, s obzirom da stabilno rastući kompanijski dobitci doprinose, ne samo posredstvom psiholoških činilaca, već i putem materijalnih efekata po stabilnost funkcija potrošnje i investicija, kreiranju stabilnih poslovnih očekivanja i tako izbegavanju cikličnih obrta ekonomske aktivnosti u zemlji.

Vratimo se sada politici dividendi i zadržavanja dobiti kompanije (poslovnog entiteta). Politika dividendi i zadržane dobiti je veoma ozbiljno pravno, finansijsko i računovodstveno pitanje za kompaniju i njen menadžment, i to dugoročno pitanje. Zato kratkoročne odluke o divi-

<sup>15</sup> To ne znači da mi vršimo antipropagandu metode degresivnog otpisivanja (amortizacije). Naprotiv uvek je favorizujemo za ona sredstva čijoj dinamici iskorišćenja ekonomskih koristi to odgovara, a takvih sredstava ima naročito u okviru postrojenja i opreme.

<sup>16</sup> Koncept fer vrednosti i njegova primena za potrebe poslovnih finansijskih izveštaja je jedno šire pitanje kojim ćemo se posebno baviti trećem napisu u okviru ove naše publikacije.

<sup>17</sup> Odgovore na brojna i vrlo delikatna pitanja formulisanja i realizacije politike dividendi i zadržanog dobitka možemo naći u knjizi D. Malinića, Politika dobiti korporativnog preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007, posebno na str. 287-360.



dendama (godišnjim ili i međudividendama) treba uvek posmatrati u kontekstu činjenice postojanja neraspoređenog (zadržanog) dobitka kao promenljive stavke vlasničkog kapitala, izvora tzv. samofinansiranja koji se puni alimentacijama iz periodičnih dobitaka, ali je upotrebljiv i za alimentiranje tekuće deklariranih dividendi iznad periodičnog dobitka. No to može biti samo prolazna mera. Njeno trajnije ili učestalo ponavljanje je sigurno rđav signal. Zato deklarisanje tekućih dividendi i na račun prethodno akumuliranog (zadržanog) dobitka ne možemo prihvatiti kao osnovan argument za odricanje ili značajno redukovanje uloge i samog periodičnog dobitka u odluci o deklarisanju tekuće dividende, kao isečku iz dugoročne politike dividendi. S druge strane, potrebe samofinansiranja obećavajućih investicionih programa, povećanja obima aktivnosti s postojećim kapacitetima i iz toga proisteklom potrebom formiranja dodatnog neto obrtnog kapitala, mogu usloviti značajno redukovanje dividendi u odnosu na periodični dobitak, kada menadžment ulazi u problem razmene (trade-off) efekata tekuće dostupnih dividendi za efekte budućih obećanih prinosa po cilj kreiranja vrednosti za akcionare (tržišne vrednosti akcija). To je legitimna politika rezidualnih dividendi koja se, ako je delotvorna, koristi kao argument za premeštanje uloge odlučujućeg činioca odluka o deklarisanju dividendi i zadržanog dobitka i odricanja, ponekad svake, uloge periodičnog dobitka u tome. Naravno da je novčani tok isključivi izvor isplata dividendnih (kao i svih drugih) obaveza, ali je proglašavanje dividendi i zadržanog dobitka uvek raspodela periodičnog dobitka pa neće biti da je to nezavisno od obračunatog i iskazanog periodičnog dobitka; opravdano uplitanje projektovanih finansijskih potreba i novčanog toka kao kriterijuma je ipak samo pitanje međuperiodične alokacije dividendi, a ne i konačne raspodele dobitaka. Kad bi bilo drukčije, zašto bismo onda uopšte obračunavali i objavljivali periodične dobitke?

Politika stabilnih ili, tačnije, stabilno rastućih dividendi<sup>18</sup> je za investitore privlačnija zbog najmanje dva razloga. To su sigurnije planiranje svojih prihoda i rashoda i dividendi za svoje akcionare, na jednoj strani, i predvidi-

viji stabilni rast tržišne vrednosti akcija i kapitalne dobiti, na drugoj strani. Zato je ova politika poželjnija i od strane kompanija, posebno onih čijim se hartijama od vrednosti javno trguje. Kompanije koje se pridržavaju takve politike u proglašavanju i plaćanju dividendi mogu se sresti sa problemom nedostatka (u slučaju raspolaganja profitabilnim projektima ili šanse povećanja stepena korišćenja postojećih kapaciteta praćenog potrebom za dodatnim neto obrtnim kapitalom) ili viška (u obrnutom slučaju) internog izvora finansiranja u vidu zadržanog (neraspoređenog) dobitka, ako posluju sa promenljivim periodičnim dobitcima i novčanim tokovima, jer će zadržani tekući dobitak biti rezidual. Uz to, u takvim slučajevima biće, istina, stabilna ili relativno stabilna racia plaćanja dividendi i dividendnog prinosa akcionarima, što je povoljna informaciona poruka, ali će biti nestabilna racia zarada po akciji, cena po akciji/zarada po akciji, tržišna/knjigovodstvena vrednost akcije i ukupni prinos akcionarima, što nisu dobre informacione poruke s mogućim efektom destabilizovanja i onih prvih zavisno od tržišnih reakcija.<sup>19</sup>

Ublažavanje navedene informacione dihotomije (raskoraka) stoji u osnovi ideje o uravnoteženju (ujednačavanju) periodičnih dobitaka, posebno privlačne za kompanije koje dobre odnose sa svojim investitorima neguju primenom politike stabilnih dividendi.<sup>20</sup> U tu svrhu koriste se mere računovodstvene (bilansne) politike.<sup>21</sup> Šire shvaćene, one uključuju poslovno-političke mere pre dana bilansa i računovodstvene (bilansne) opcije vrednovanja na bilansni dan s ciljem uravnoteženja periodičnih dobitaka. Među prvima najčešće se pominju mere međuperiodičnog pomeranja komponenti rezultata ubrzavanjem ili usporavanjem prodaje (kreiranja poslovnog prihoda) i mere odlaganja ili intenziviranja aktivnosti koje izazivaju troškove (na primer, održavanja građevina, postrojenja i opreme, kao i istraživanja, propagande i sl.) Dodali bismo i programsku diversifikovanost kompanije, što je prethodna strategijska odluka koja olakšava postizanje ciljeva urav-

18 Za detaljnije razmatranje politike stabilnih dividendi pogledati E. Brigham - L. Gapenski, *Financial Management*, Saventh Edition, The Dryden Press, New York, 1994, p. 619-623, D. Malinić, op. cit., str. 307-313.

19 Ova, kao i druga racia povezana s dobitkom, biće posebno predstavljena i razmotrena u 3. delu ovog napisa.

20 Naravno da kod ovih, a i kod svih drugih kompanija, nastojanje uravnoteženja periodičnih dobitaka je i pod uticajem poreskih motiva.

21 Za jedno potpunije upoznavanje bilansne (računovodstvene) politike pogledati J. Ranković, op. cit., str. 221-242, kao i L. Bernstein, op. cit., poglavlja 3, 11 i posebno 22.

noteženih periodičnih dobitaka. Druga grupa mera odnosi se na striktno računovodstvenu politiku vrednovanja za potrebe finansijskih izveštaja od uticaja na periodične dobitke, koja se služi stvaranjem i razrešavanjem latentnih rezervi.<sup>22</sup> U svakom slučaju, a posebno pri koncipiranju mera čiste računovodstvene politike, treba imati na umu da je "... proces ujednačavanja dobitka ponajpre sofisticovano i lukavo sredstvo. On se ne oslanja na neposredne ili otvorene neistine i iskrivljavanja već radije koristi široku slobodu izbora koja postoji u alternativnim prihvatljivim računovodstvenim principima i njihovom tumačenju u svrhu postizanja njegovih ciljeva. Prema tome, ujednačavanje dobitka se obavlja u okviru opšte prihvaćenih računovodstvenih načela."<sup>23</sup> Dok ostaje u okviru toga, ujednačavanje periodičnih dobitaka može se opravdavati nadređenošću (većom relevantnošću) dugoročnog trenda dobitaka periodičnim dobitcima.

**5) Dobitak je podloga procene budućih prinosa investitorima.** Misli se na ukupne prinose koji uključuju i dividende i kapitalne dobitke po osnovu rasta tržišne vrednosti akcija. Akcionar odlučuje da investira ili proda akcije na osnovu sadašnje (diskontovane) vrednosti svog očekivanog budućeg novčanog toka po osnovu dividendi i prodaje akcija na kraju perioda uključenog u očekivanje i odnosa te vrednosti prema tekućoj tržišnoj ceni akcija. Priliv od prodaje akcija na kraju perioda projekcije uključuje u sebe, i realizovane kapitalne dobitke (zadržani dobitak), i nerealizovane kapitalne dobitke ako je tržišna cena viša od računovodstvene vrednosti akcije. U dugom roku novčani tok i dobitak teže izjednačavanju. Zato se vrednovanje akcija zasniva i na metodi multiplikovanja očekivanog dobitka racionom ceni akcije/dobitak (zarada) po akciji tog entiteta ili grupe srodnih entiteta, što jeste manje pouzdana metoda, ali jednostavnija, brža i prijemčivija metoda.<sup>24</sup>

Očekivana zarada može zameniti neto novčani tok i u vrednovanju kompanije kao celine, što se opravdava sledećim argumentima:

- tokom dovoljno dugog perioda neto dobitak odgovara neto novčanom toku;
- u kompanijama bez rasta dobitak pre amortizacije izjednačava se sa novčanim tokom iz poslovnih aktivnosti uključiv i servisiranje dugova, amortizacija odgovara kapitalnim izdacima, a zaduživanje otplatama dugova, te otuda podudarnost neto dobitka i neto novčanog toka, što važi i za kompanije sa rastom po ujednačenoj stopi rasta;
- zarada (dobitak) zasnovana na akrealnom obračunu (sučeljavanjem tokova vrednosti, odnosno prihoda i rashoda nezavisno od naplata i isplata) ima veću iskaznu moć prirasta ekonomske vrednosti kompanije nego slobodni novčani tok;
- štaviše, stvarna zarada (dobitak) kompanije najnovijeg proteklog perioda ili niza perioda može se uzeti kao očekivana stalna zarada.<sup>25</sup>

Nije nam ovde bila želja da umanjujemo značaj favorizovanih metoda procene HOV i kompanije u celini zasnovanih na novčanom toku, koje su, istina u prednosti, ali i složenije i sa više pretpostavki u svojoj proceduri, već samo da ukažemo na ulogu dobitnih performansi u predviđanju očekivanih prinosa (dobitaka) bez čega, uostalom, ne može ni predviđanje novčanih tokova, kako za akcionare, tako i za kompaniju kao celinu.

**6) Dobitak je podloga procene dugoročne finansijske sigurnosti (solventnosti) kompanije.** Nesumnjivo je da su intenzitet aktive ulaganjima u stalnu imovinu, visina vlasničkog kapitala u odnosu na stalnu imovinu i potrebnu neto obrtnu imovinu i, posebno, u odnosu na dugoročne i ukupne obaveze, odnosno stepen zaduženosti u odnosu na vlasnički kapital, bitni činioci dugoročne finansijske sigurnosti kompanije. Međutim, naročito u novije vreme, dugoročni poverioci drže mnogo do dobitnosti kompanije u proceni njene moći zaduživanja i svojih rizika dugoročnog pozajmljivanja istoj. Jer, visoka iskustvena dobitnost i ubedljivo planiranje očekivanih dobitnih performansi kompanije od strane menadžmenta, sa pozitivnim efektima po novčane tokove iz poslovanja, sve više utiče na sklonost kreditora i kupaca dužničkih

<sup>22</sup> Detaljnije o latentnim rezervama pogledati u trećem napisu u okviru ove naše publikacije.

<sup>23</sup> L. Bernstein, op. cit., p. 688.

<sup>24</sup> Pogledati, na primer, S. Benninga - O. Sarig, Corporate Finance, A Valuation Approach, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 1997, p. 306-309.

<sup>25</sup> C. Stickney, Financial Reporting and Statement Analysis, A Strategic perspective, Third Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Orlando, FL, 1996, p. 616-618.

hartija od vrednosti da kompaniju snabdevaju dugoročnim poverilačkim kapitalom. Otuda, pored racia solventnosti zasnovanih na finansijskom položaju kompanije, od kojih su među dugoročnim kreditorima posebno popularni racio dugoročne zaduženosti i racio ukupne zaduženosti, u oceni solventnosti redovno se koriste racio zarada pre kamate i poreza/troškovi kamata i novčani tok iz poslovanja/ukupne obaveze kompanije. Štaviše, do toga drže i kratkoročni poverioci. Zato poslovanje takvih kompanija uz visoki finansijski levridž nije retka pojava.

**7) Dobitak je bitna informaciona podloga ocene prošlih i koncipiranja budućih poslovnih i finansijskih odluka menadžmenta kompanije.** Moglo bi se reći da je to prirodna uloga dobitka i možda postaviti pitanje čemu njeno posebno isticanje. Međutim, to činimo najviše zato da bismo ukazali da se ona odnosi, ne samo na operativne odluke na koje se prvo pomisli pri pominjanju ove teme, već i na strategijske odluke. Pri tom, ne samo da ispoljeni nešto dugoročniji trend dobitnih performansi, već i kratkoročni (recimo godišnji) dobitak može biti povod za strategijsko preispitivanje sve do ciljeva kao polazišta u izboru strategija. Dodali bismo i to da interno segmentirane rezultate za potrebe eksternog godišnjeg i kratkoročnijeg (polugodišnjeg pa čak i tromesečnog) finansijskog izveštavanja nije bez značajne uloge u tome. Štaviše, menadžment kompanije se ne može zadovoljiti samo time. U oceni uspeha svojih primenjenih i name-ranih odluka on se mora služiti znatno razudnijim i dubljim internim izveštavanjem i analizom dobitnosti, koje za svoje potrebe mora da razvija što je u domenu upravljačkog računovodstva.

**8) Dobitak je uobičajena informaciona podloga koncipiranja i primene bonus planova kompanije.** Kongruencija ciljeva je bitna pretpostavka uspeha kompanije. U većim i razudnijim kompanijama to je pitanje (a) usaglašavanja ciljeva, zalaganja i rezultata vrhovnog menadžmenta sa interesom kreiranja vrednosti za vlasnike (investitore vlasničkog kapitala) te tako i vrednosti firme kao celine, odnosno realizacije maksimalnog ili, bolje, zadovoljavajućeg dobitka na dugi rok i, u toj funkciji, periodičnog dobitka, (b) usaglašavanja ciljeva, zalaganja i rezultata divizionalnog menadžmenta (menadžment investicionih centara, dobitnih centara i nedecentralizovanih

funkcija) s onima kod vrhovnog menadžmenta i (c) usaglašavanja ciljeva, zalaganja i rezultata menadžmenta centara prihoda, standardnih troškova i budžetiranih rashoda s onima na nivou divizionalnog ili funkcionalnog menadžmenta. S obzirom na značaj tog usklađivanja za funkcionisanje i uspeh kompanije vrlo je raširena praksa motivisanja putem izglednog rasta redovnih zarada, novčanih bonusa zasnovanih na dobitku, opcija na akcije i nenovčanih povlastica. Iako su sva četiri vida motivisanja u krajnjoj liniji zasnovana na dobitnim ostvarenjima, jer su na njih i sračunata, ukratko ćemo se osvrnuti samo na novčane bonuse zasnovane na dobitku.

Imamo u vidu bonuse predviđene odgovarajućim planom, odnosno planskom odlukom, pravilnikom ili sl. o bonusima, kojim treba da budu obuhvaćeni i drugi zaposleni, a ne samo menadžment. Ovi bonusi se često nazivaju učešćima u dobitku, što ponekad stvara određene nedoumice oko njihovog obračunskog tretmana. Jedna mogućnost je da se oni, kao proističući pouzdano procenljivi (predvidivi) iznosi, stave na teret redovnih troškova zarada, što je, čini nam se, u skladu sa Zakonom o privrednim društvima (član 215, stav 3), koji uopšte ne predviđa raspodelu dobitka i na učešća menadžmenta i zaposlenih u dobitku, kao i sa MRS 19 Primanja zaposlenih (stavovi 7, 8, 10, 17 i 21), na čiju primenu obavezuje Zakon o računovodstvu, pa je to merodavno za poslovni bilans uspeha, ako smo mi dobro razumeli ove izvore u propisima. Druga mogućnost, koja se kod nas često propagira, je da se bonusi, ako nisu redovno mesečno ukalkulisavani i isplaćivani tokom godine i povlađujući (nadređujući prethodno navedenim propisima) Zakonu o porezu na dohodak građana, tretiraju i iskazuju kao element raspodele neto dobitka posle poreza iako to nije predviđeno Zakonom o privrednim društvima i MRS-ima. Naime, zakon o porezu na dohodak građana, u članu 61. određuje da "(1) Prihodom od kapitala (!? – prim. autora) smatraju se:" i "(3) primanja zaposlenih i članova uprave privrednog društva po osnovu učešća u dobiti – u novcu ili putem dodele ili opcijske kupovine sopstvenih akcija". U vezi s tim postupkom može se postaviti pitanje: ne ugrožava li to informacione ciljeve poslovnog bilansa uspeha?

U svakom slučaju periodični dobitak zadržava ulogu kriterijuma bonusiranja menadžmenta (i zaposlenih). On

tu ulogu ostvaruje kao dobitak kompanije (pravnog lica) ili još i kao divizionni dobitak. Uključivanje troškovnih performansi u odnosu na standardne troškove, prihodnih performansi za centre prihoda ili i drugih analitičkih kriterijuma u to za niže nivoe menadžmenta (i zaposlene) samo je produblјivanje tog sistema, a ne napuštanje uloge periodičnog dobitka u koncipiranju i primeni bonus planova. Opravdana upozorenja na mogućnost da menadžment može manipulirati kratkoročnim dobitnim performansama u svoju korist, a na račun drugih stakholdera i dugoročnih performansi, treba uzimati kao poziv na strog interni i eksterni nadzor istinitog i poštenog finansijskog izveštavanja, razvoj standardizovanja i kontrole troškova, vertikalno (s ciljevima kompanije) i horizontalno (s drugim funkcijama) usaglašeno planiranje i kontrolu prodajnih performansi (na primer, u cilju sprečavanja menadžmenta prodaje da forsira obim prodaje i prihod na račun drugih važnih performansi), razvoj sistema izbalansiranog integralnog merenja performansi i sl., a nikako odricanje uloge periodičnog dobitka u novčanom bonusiranju i ukupnom sistemu nagrađivanja menadžmenta i zaposlenih.

**9) Dobitak je važna informaciona podloga za regulatorna tela** posebno ona kojima je država poverila brigu očuvanja konkurentne ferneze na tržištu, pre svega putem kontrole cena proizvoda i usluga državnih kompanija i privatnih kompanija (ne samo preduzeća, već i banaka, društava za osiguranje i drugih finansijskih organizacija) s mogućnošću pojedinačnog (unilateralnog) ili povezanog (zajedno s drugim kompanijama) osvajanja monopolske pozicije. Razumni, odnosno fer prinosi na kapital (neto dobiti), sa u sebi izbalansiranim potrebama stakholdera u kompaniji i njenog razvoja, s jedne strane, i opštim ekonomskim i društvenim interesima, s druge strane, treba da predstavljaju ideju vodilju u nastupu takvih regulatornih tela.

## KONVENCIONALNA ANALIZA DOBITKA

Navedene materijalne i informacione uloge dobitka su toliko velike da pred korisnike finansijskih izveštaja dobitnih organizacija (entiteta) postavljaju zahtev veoma skrupulozne analize njihovih dobitnih performansi. U

skladu s ciljem da se u ovoj našoj publikaciji pridržavamo menadžerskog pristupa materiji koju razmatramo, ovde ćemo proceduralna pitanja analize dobitnih performansi (osim u najneophodnijem delu) ostaviti po strani, a pažnju usredsrediti na indikatore o tome i informacione poruke koje oni u sebi nose. Pri tom, menadžment je u poziciji da koristi:

- pokazatelje dobitnih performansi svoga preduzeća (ili druge vrste dobitne organizacije) i segmentata preduzeća u svrhe ocene ostvarenja i njihovog saopštavanja, skupa sa svojim poslovno-finansijskim namerama i očekivanim dobitnim performansama, a u izveštaju o poslovanju (direktorskom izveštaju) u ulozi obaveznog pratećeg dokumenta uz finansijske izveštaje, kao i u svrhe delotvorne primene bonus planova (i drugih delova motivacionog sistema) u svom preduzeću, odlučivanja o internoj alokaciji resursa po segmentima (investicionim i profitnim centrima), formulisanja polaznih pretpostavki (osnovnih ciljnih postavki) za izradu planova (budžeta) preduzeća, investicionih i profitnih centara itd.;
- pokazatelje dobitnih performansi drugih kompanija u svrhe ocene njihovog poslovno-finansijskog boniteta pri izboru poslovnih i finansijskih partnera, strategijskom pozicioniranju u odnosu na konkurente u grani, odlučivanju o daljnjem diversifikovanju ili povlačenju ka svom poslovnom jezgru, preuzimanju drugih kompanija ili njihovih segmentata putem merdžera i akvizicija, odlučivanju o investiranju viškova gotovine u hartije od vrednosti drugih dobitnih organizacija i sl.

Racio analiza dobitnih performansi, kao deo fundamentalne finansijske analize, je ključni informacioni resurs menadžmenta u vezi s njegovim pomenutim izazovima. Tri su karakteristične grupe racia dobitnih performansi. To su:

- racia dobitnosti prihoda,
- racia prinosa na imovinu i kapital i
- racia prinosa akcionarima.

**Racia dobitnosti prihoda** uključuju sledeće glavne pokazatelje:



$$\text{Stopa bruto dobitka} = \frac{\text{Bruto dobitak}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100 = \frac{\text{Prihod od prodaje} - \text{Troškovi direktnog materijala i/ili nabavna vrednost prodane robe}}{\text{Prihod od prodaje}}$$

svojstvena analizi bilansa uspeha zasnovanog na metodi ukupnih troškova, kako je kod nas i u većini zemalja Kontinentalne Evrope, ili, pak, kao:

$$\text{Stopa bruto dobitka} = \frac{\text{Bruto dobitak}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100 = \frac{\text{Prihod od prodaje} - \text{Troškovi proizvodnje prodatih proizvoda i/ili NV prodane robe}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100$$

svojstvena analizi bilansa uspeha zasnovanog na metodi troškova prodatih proizvoda, zastupljenoj u zemljama anglosaksonskog područja (Velika Britanija, SAD, Kanada i Australija) i zemljama pod finansijsko-izveštajnim uticajem s tog područja;

$$\text{Stopa kontribucionog dobitka} = \frac{\text{Kontribicioni dobitak}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100 = \frac{\text{Prihod od prodaje} - \text{Varijabilni troškovi proizvodnje i prodaje}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100$$

$$\text{Stopa poslovnog dobitka} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100 = \frac{\text{Bruto dobitak} - \text{Poslovni troškovi bez direktnog materijala i/ili bez NV prodane robe}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100$$

na osnovu bilansa uspeha po metodi ukupnih troškova ili kao:

$$\text{Stopa poslovnog dobitka} = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100 = \frac{\text{Bruto dobitak} - \text{Opšti troškovi uprave i prodaje i/ili poslovni tr. bez NV prodane robe}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100$$

na osnovu bilansa uspeha po metodi troškova prodatih proizvoda;

$$\text{Stopa neto dobitka} = \frac{\text{Neto dobitak}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100 = \frac{\text{Poslovni dobitak} - \text{neto finansijski i slični troškovi}}{\text{Prihod od prodaje}} \times 100$$

što je isto po obadve metode bilansa uspeha.

Svaka od navedenih stopa je pod uticajem performansi na strani prihoda (obim prodaje, prodajne cene i programska, teritorijalna i drukčija struktura prodaje) i performansi na strani troškova, što sugerise dublju analizu za koju mi ovde nemamo prostora.<sup>26</sup> No barem ponešto od

njihove informacione uloge, koliko kao dodatak konvencionalnim komentarima o njima.

*Stopa bruto dobitka*, po sebi važna za poređenja i ocene u vremenu, eksternom okruženju i internoj strukturi, ima možda posebno značaj u tome što predstavlja vrednosni okvir kombinovanja ostalih poslovnih troškova, među kojima tako delotvornih kao što su troškovi istraživanja i razvoja, upravljanja kvalitetom, marketinga, upravljanja informacionim resursima i sl., na jednoj strani, i ciljnog poslovnog dobitka, na drugoj strani.

*Stopa kontribucionog dobitka* je, pored ostalog, mera šanse izlaska preduzeća, investicionog i profitnog centra iz zone gubitka i prodora u zonu dobitka, ali i pretnje povratka u zonu gubitka te, tako, važna komponenta specifičnih poslovnih rizika i činilac u odlučivanju o diskrecionarnim fiksnim troškovima. Naime, kao činilac racia poslovnog (operativnog) levridža (= Stopa kontribucionog dobitka/stopa poslovnog dobitka) ona je ne samo korisna i lako upotrebljiva za predviđanje efekata alternativnih obima prodaje (pri datim fiksnim poslovnim troškovima) na poslovni dobitak (= racio poslovnog levridža x stopa poslovnog prinosa na poslovnu imovinu), već i važna informaciona podloga u rešavanju problema razmene rizika dodatnih

fiksnih poslovnih troškova za šansu na veći ciljni poslovni dobitak i veću ciljnu stopu poslovnog prinosa (dobitka) na poslovnu imovinu. Slično je i sa predviđanjem efekta promena prihoda na neto dobitak i stopu neto prinosa (dobitka) na poslovnu imovinu i kapital, kao i sa rešavanjem problema razmene rizika nivoa ukupnih fiksnih troškova za šansu većeg ciljnog neto dobitka i pomenutih stopa neto prinosa, s tim što se tada u analizu upliću i fiksnii troškovi finansiranja iz pozajmljenih izvora.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> U tu svrhu pogledati N. Stevanović, D. Malinić, V. Milićević, op.cit., str. 539-576, kao i N. Stevanović, Sistemi obračuna troškova, peto izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004, str. 486-509.

<sup>27</sup> G. White, etal, op.cit., p. 135-139.

*Stopa poslovnog dobitka*, kao izraz operativne (poslovne) dobitnosti prihoda od prodaje, dakle pre prihodno-rashodnih efekata aktivnosti investiranja i finansiranja, upotrebljiva je za poređenja i ocene poslovnih (operativnih) performansi u vremenu i prostoru. Uz to, možda je vredno posebnog isticanja to što je ona vrednosno ishodište i okvir dimenzioniranja prihvatljive stope neto troškova finansiranja u prihodu i ciljne stope neto poslovnog dobitka.

*Stopa neto dobitka* ima posebno visok značaj za poređenja i ocene prinosa performansi prihoda u vremenu i prostoru, pošto je konačna racio mera neto prihodno-rashodnog priliva vrednosti u preduzeće iz poslovnih, investicionih i aktivnosti finansiranja iz poverilačkih izvora.

*Jedna važna napomena uz racia dobitnosti prihoda*. Svaki od njih je od veoma velikog značaja za menadžment preduzeća i takoreći nezamenjiv informacioni oslonac u rešavanju specifičnih upravljačkih izazova pokrivenih odnosnim raciom. No *nijedan racio dobitnosti prihoda ne može predstavljati samostalni cilj preduzeća, već prepoluge za dostizanje njegovog konačnog cilja*, do koga se stiže putem stopa prinosa na imovinu i kapital.

**Racia prinosa na imovinu i kapital**, kao proizvod analize finansijskih izveštaja, su svodni (sveobuhvatni) pokazatelji rentabiliteta preduzeća (i svake druge dobitne organizacije) zato što pokrivaju, i dobitnost prihoda (bilans uspeha), i efikasnost upravljanja imovinom i kapitalom preduzeća (obrt), i efikasnost korišćenja efekata finansijskog levridža, odnosno mogućnost upošljavanja poverilačkih sredstava po većoj stopi zarade na uposlenu imovinu od zarade (kamate i pratećih troškova) koja pripada poveriocima. Ona, dakle, pokrivaju i celinu bilansa uspeha, i celine bilansa stanja, rečju vrednosnu celinu preduzeća. To, kao i njihovu stožernu ulogu u oceni, planiranju i kontroli dobitnih performansi od strane menadžmenta (uz stručnu asistenciju upravljačkog računovođe ili finansijskog analitičara), potvrđuju razučeni obrasci dva najvažnija racia prinosa.

$$\text{Stopa prinosa na ukupnu imovinu} = \frac{\text{Neto dobitak} + [\text{troškovi kamata} \times (1 - \text{efektivna stopa poreza na dobitak}] \times 100}{\text{Prihod od prodaje}} \times \frac{\text{Prihod od prodaje}}{\left( \frac{\text{Imovina na početku perioda} + \text{Imovina na kraju perioda}}{2} \right)}$$

*Stopa prinosa na ukupnu imovinu* ima sledeći razučeni izgled:

Može ona biti jednostavno izražena kao odnos: neto dobitak uvećan za troškove kamata po odbitku poreske uštede po njihovom osnovu x 100/prosečna imovina, ali bi tada ostali nevidljivi (van kontrole) stopa dobitka pre poreza i prihod iz koga ona potiče (prvi deo razučenog obrasca), kao i racio obrta (efikasnosti upravljanja) imovine i promena angažovane imovine u toku perioda (drugi deo razučenog obrasca), što bi značajno redukovalo informacionu vrednost ovog racia rentabiliteta preduzeća. Iza uključenja neto dobitka posle poreza u račun stoji ideja uporedivosti ove stope prinosa sa stopom prinosa na kapital u čije se računanje uvek uključuje upravo neto dobitak posle poreza. U osnovi dodavanja troškova kamata umanjnih za poresku uštedu po njihovom osnovu nalazi se namera merenja prinosa na imovinu nezavisno od načina njenog finansiranja, odnosno stvarnog prinosa na ukupnu angažovanu imovinu.

*Stopa prinosa na kapital* često se lakonski predstavlja kao odnos: neto dobitak x 100/prosečni kapital. Menadžerskim potrebama ocene, planiranja i kontrole dobitnih performansi mnogo više odgovara njeno barem trokomponentno razučeno predstavljanje po upravljačkom hodogramu kreiranja stope prinosa na kapital.<sup>28</sup>

#### U sintetičkom izgledu

$$\text{Stopa neto dobitka} \times \text{Racio obrta poslovne imovine} = \text{Stopa prinosa na poslovnu imovinu} \times \text{Faktor finansijskog levridža} = \text{Stopa prinosa na kapital}$$

#### U analitičkom izgledu

$$\frac{\text{Neto dobitak} \times 100}{\text{Prihod od prodaje}} \times \frac{\text{Prihod od prodaje}}{\text{Prosečna poslovna imovina}} = \frac{\text{Neto dobitak} \times 100}{\text{Prosečna poslovna imovina}} \times \frac{\text{Prosečna poslovna imovina}}{\text{Prosečni kapital}} = \frac{\text{Neto dobitak} \times 100}{\text{Prosečni kapital}}$$

Pored ovog moćnog testa rentabiliteta preduzeća, u uslovima strukture kapitala sa učešćem prioritetnog akcij-

<sup>28</sup> Detaljnije o ovom pa i o petokomponentnom razučivanju stope prinosa na kapital pogledati kod G. White, et al. op.cit., p. 143-145.

skog kapitala, za menadžment je veoma smisleno fokusiranje *stope prinosa na obični akcijski kapital*, u kom slučaju bi neto dobitak kroz celu obračunsku proceduru (tok kreiranja stope prinosa) bio uvek umanjivan za prioritetne dividende, kao deo dobitka koji ne pripada vlasnicima običnih akcija.

**Racia prinosa akcionarima** su, svakako, najpristupačnije informacione podloge za ocenu ostvarenih i predviđanje budućih dobitnih performansi od strane investitora (akcionara) pri donošenju odluka o kupovini ili prodaji akcija preduzeća i drugih dobitnih organizacija. Međutim, ona su od prvorazrednog značaja i za, ili možda pre svega za, menadžment kao agenta kome su akcionari principal. Naravno, ako su te uloge stvarne. Imajući u vidu oba pristupa, neki od tih racia prosto moraju na ovom mestu biti barem ukratko predstavljeni.

*Zarada po akciji* pojavljuje se u formi osnovne zarade po akciji i razvodnjene (umanjene) zarade po akciji. Koliko su to važne informacije svedoči opšte prihvaćena obaveza njihovog iskazivanja i objavljivanja na samom licu bilansa uspeha, što je slučaj i kod nas. One se uvek obračunavaju iz perspektive vlasnika običnih akcija. Zato proističu iz odnosa: neto dobitak koji se može pripisati vlasnicima običnih akcija/ponderisani prosečni broj običnih akcija u toku perioda. Ako preduzeće nije emitovalo prioritetne akcije, onda je brojilac neto dobitak iskazan u bilansu uspeha, a ako tih akcija ipak ima, onda ulogu brojioca preuzima neto dobitak umanjjen za preferencijalne dividende. U uslovima složene strukture kapitala, koja postoji ako je preduzeće, pored običnih akcija, emitovalo još i konvertibilne prioritetne akcije i konvertibilne obveznice, ili i opcije i varante s pravom kupovine običnih akcija, računa se, iskazuje i objavljuje umanjena zarada po akciji koja proističe iz obrasca:

$$\text{Umanjena zarada po akciji} = \frac{\text{Dobitak koji se može pripisati običnim akcionarima} + \text{Prioritetne dividende} + \text{Kamate na obveznice korigovane za poresku uštedu}}{\text{Ponderisani prosečni broj aktivnih običnih akcija} + \text{Ponderisani prosečni brojevi potencijalnih običnih akcija po osnovu konvertibilnih prioritetnih akcija, konvertibilnih obveznica, prodatih opcija i varanata}}$$

Obadve zarade po običnoj akciji su uporedive samo u vremenu za isto preduzeće. Važno je imati na umu da stabilno rastuća zarada po akciji pogoduje svim stakeholderima preduzeća, a konkurenciji upućuje poruku da naspram sebe ima prosperitetnog konkurenta. Za tako nešto neophodni su ozbiljni upravljački napori, doduše i stabilne poslovne prilike.

Racio *cena po akciji/zarada po akciji*, praćen kroz niz izveštajnih perioda, vrlo je korisno analitičko pomagalo sa ulogom multiplikatora očekivanih zarada po akciji u procesu predviđanja budućih cena akcija i odlučivanja investitora o njihovoj kupovini ili prodaji. Naravno da je taj racio samo jedan, ali vrlo važan informacioni input u taj proces te otuda važnost zahteva informacione validnosti i brojioca i imenioca.

Racio *tržišna/knjigovodstvena vrednost* takođe fokusira obične akcije, što je uslovljeno dominantnom ulogom ovog izvora finansiranja i sugerise isključivanje prioritetnog akcijskog kapitala i prioritetnih akcija iz obračuna knjigovodstvene vrednosti jedne aktivne obične akcije. Ukoliko se radi o kumulativnim prioritetnim akcijama, onda valja iz knjigovodstvene vrednosti kapitala isključiti i zaostale (neisplaćene) prioritetne dividende, pošto one predstavljaju preče pravo na pripadajući deo zadržanog (neraspoređenog) dobitka, kao stavke kapitala. Ovaj racio uvek glasi na bilansni dan, odnosno računa se na bazi stanja na bilansni dan. Za njega se može reći da je okrenut stanju neto imovine koja se može pripisati običnim akcionarima, što je bilansni fenomen. No uprkos tome i naglašavanju uloge zarada (dobitaka) u investicionoj analizi i odlučivanju, racio tržišna/knjigovodstvena vrednost ipak ima značajnu ulogu u tome iz najmanje dva razloga. Prvo, zato što su dobitni izgledi preduzeća itekako zavisi od njegove imovinske pozicije i načina finansiranja

imovine. Drugo, zato što rast knjigovodstvene vrednosti kapitala po osnovu rasta njegovih promenljivih komponenti (emisione premije, rezervi i, naročito, neraspoređenog dobitka) nikako nije bez uticaja na dobitna očekivanja investitora i cene akcija. Za uspešno preduzeće, sa stabilno rastućim dobitnim performansama i akumuliranim dobitkom i sa poverenjem

investitora, karakteristična je vrednost ovog racia iznad 1. Jedno upozorenje, posebno za naše uslove nedovoljno efikasnog tržišta kapitala, siromašne fundamentalne finansijske analize i sklonosti manipulacijama u bilansu: izraženi pomeranja vrednosti ovog racia moraju biti predmet posebne pažnje menadžmenta, investitora i regulatora tržišta kapitala i, u tu svrhu, dodatne minuciozne analize finansijskih izveštaja.

*Racio plaćanja dividendi* (dividende na obične akcije  $\times 100/\text{neto dobitak} - \text{prioritetne dividende}$ ), *dividendni prinos akcionarima* (dividenda po običnoj akciji  $\times 100/\text{tržišna cena obične akcije}$ ) i *ukupni prinos akcionarima* (dividenda po običnoj akciji + ili - porast ili pad tržišne cene akcije u toku perioda)  $\times 100/\text{tržišna cena akcije}$  na početku perioda, predstavljaju najuočljivije indikatore dobitnosti sa stanovišta akcionara od uticaja na njihovo ponašanje, koje će biti utoliko racionalnije ukoliko se u investicionu analizu, pored dobitnih i finansijsko-statusnih performansi iskazanih u finansijskim izveštajima, uključi i analiza politike dividendi i akumuliranja dobitka, naravno sve u nizu perioda i pod pretpostavkom istinitih i poštenih finansijskih izveštaja.

## ZAKLJUČAK

Na kraju bismo istakli nekoliko glavih stavova, odnosno rezultata izlaganja u ovom napisu.

Ekonomski i računovodstveni koncept dobitka, bazično slični po tome što su za svog imaooca vrednosni prirast u toku perioda koji može potrošiti pod uslovom očuvanja početnog imetka (bogatstva), razlikuju se po tome što prvi neguje *ex ante* pristup u merenju početnog i krajnjeg imetka (konkretnije kapitala) na osnovu očekivanih budućih priliva vrednosti, a drugi se drži merenja istih po prethodno verifikovanim vrednostima, što je *ex post* pristup. U metodološkom pogledu računovodstveni koncept dobitka je snažno odmakao zamenivši naknadno merenje dobitka poređenjem kapitala s kraja i početka perioda transakcionim računovodstvenim konceptom dobitka, odnosno izdvajanjem iz kapitala računa dobitka i gubitka (bilansa uspeha), obezbeđivši tako direktno računanje dobitka sučeljavanjem prihoda i rashoda kako oni nastaju. Time nije napušten, već samo razvijen ishodišni koncept dobitka kao prirasta bogatstva za njegovog vla-

snika, po čemu je blizak ekonomskom konceptu dobitka. Zato, umesto, ponekad vrlo izraženog, konfrontiranja ekonomskog i računovodstvenog koncepta dobitka, zastupamo tezu da se radi o komplementarnim, a ne nipošto međusobno isključivim, konceptima dobitka. Ovo pogotovo ako se ima u vidu da računovodstveno merenje dobitka nije ograničeno samo na račun prošlosti (finansijsko računovodstvo sa finansijskim izveštavanjem i svojim ogromnim značajem do koga, uvek pa i u ovom napisu, veoma držimo), već prošireno i na račune budućnosti preduzeća (upravlačko računovodstvo koje se, u svom delu koji nazivamo planiranjem i kontrolom performansi obilato služi projektovanim finansijskim izveštajima).

Dobitne performanse, protegnute na dugi rok, su ne samo član, već i polazišna finansijska perspektiva među četiri poznate perspektive (ostale tri su perspektiva potrošača, procesna perspektiva i perspektiva učenja i rasta), odnosno uravnotežene mape performansi kao okvira formulisanja strategijskih ciljeva. Njihova realizacija zahteva od menadžmenta veoma pažljivo strategijsko i operativno planiranje i kontrolu performansi, među njima i dobitnih kao vodećih. A to, po poznatoj sintagmi da je pod kontrolom samo ono što je mereno i nagrađeno, nameće preku potrebu merenja performansi. Ako se ičemu može pripisati moć integralnog merenja performansi, onda je to računovodstvo, sa obračunsko-izveštajnim zaduženjima u fazi ostvarenja preduzeća kao celine u godišnjim, polugodišnjim ili i tromesečnim intervalima prevashodno za potrebe eksternih stejkholdera (finansijsko računovodstvo) i sa obračunsko-izveštajnim zadacima, i u fazi planiranja i u fazi ostvarenja, i za preduzeće kao celinu i na divizionanoj i još analitičnoj osnovi, i periodično i po projektima, i u dužim i u kraćim vremenskim intervalima od pomenutih, itd. (upravlačko računovodstvo). Među tim performansama su, naravno, i dobitne performanse kojima se ovde bavimo i koje nikada ne smemo odvajati od tesno povezanih performansi u domenu finansijskog položaja i tokova gotovine preduzeća. U tom smislu valja i tumačiti u tekstu predstavljene uloge dobitka kao strategijske i operativne ciljne funkcije, mere uspeha menadžmenta, poreske osnovice, okvira politike dividendi i akumuliranja dobitka, podloge procena budućih prinosa investitorima, podloge ocena dugoročne finansijske sigurnosti kompa-



nija, podloge evaluacije prošlih i budućih odluka menadžmenta, informacione podloge koncipiranja i primene bonus planova kompanije i važne informacione podloge za aktivnosti regulatornih tela.

Predstavljanje ključnih instrumenata i informacionih proizvoda analize dobitnih performansi preduzeća (i drugih dobitnih organizacija), svrstanih u tri osnovne grupe, i to:

- racia dobitnosti prihoda,
- racia prinosa na imovinu i kapital i
- racia prinosa akcionarima,

upućuje nas na zaključak o kardinalnoj ulozi dobitka preduzeća, investicionih i profitnih centara i užih aspekata decentralizacije (programski, tržišni, distributivni i drugi aspekti) u oceni, planiranju i kontroli njihovog uspeha i konkurentne pozicije. Opravdano isticanje te uloge dovelo nas je do postavljanja pitanja vrednosnog kvaliteta dobitka, kao presudnog pitanja za njegovu informacionu ulogu i ulogu predmeta upravljačkih, poreskih i investitorskih dispoziција, čime ćemo se u narednim napisima u okviru ove publikacije posebno baviti.

### Literatura

1. Atkinson, A., Kaplan, R., Matsumura, Young, M., *Management Accounting, Fifth Edition, Pearson Prentice-Hall, 2007.*
2. Anthony, R., Govindarajan, V., *Management Control Systems, Eleventh Edition, McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 2004.*
3. Anthony, R., Reece, J., *Accounting, Sixth Edition, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill., 1979.*
4. Baum, H., Coenenberg, A., Günther, T., *Strategisches Controlling, 3. Auflage, Schäfer-Poeschel Verlag, Stuttgart 2004.*
5. Benninga, S., Sarig, O., *Corporate Finance, A Valuation Approach, The McGraw-Hill Companies, Inc., New York, 1997.*
6. Baxter, W., Davidson, S., *Studies in Accounting Theory, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Ill, 1962.*
7. Brigham, E., Gapenski, L., *Financial Management, Seventh Edition, The Dryden Press, New York, 1994.*
8. Coenenberg, A. *Jahresabschluss und Jhresabschlussanalyse, 10. Auflage, Verlag moderne industrie AG & CO., Landsberg am Lech, 1988.*
9. Davidson, S., Green, D., Horngren, C., Sorter, G., *An Income Approach to Accounting Theory, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, N.J., 1964.*
10. Drury, C., Ed., *Management Accounting Handbook, Second Edition, CIMA, London 1996.*
11. Drury, C., *Management Accounting for Business Decisions, Thomson Learning, London 2001.*
12. Đuričin, D., Janošević, S., *Menadžment i strategija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2005.*
13. Edwards, E., Bell, P., *The Theory and Measurement of Business Income, University of California Press, Berkeley and Los Angeles, 1967,*
14. Haberstock, L., *Grundzüge Kosten - und Erfolgsrechnung, Verlag Franz Vahlen, München, 1982.*
15. Hawkins, D., *Corporate Financial Reporting and Analysis, Irwin/McGraw-Hill, New York, 1997.*
16. Horvarh, P., *Controlling, 9. Auflage, Verlag Franz Vahlen, München 2003.*
17. Kosiol, E., *Buchhaltung als Erfolgs-, Bestands-, und Finanzrechnung, Walter de Gruyter Verlag, Berlin, 1966.*
18. Lee, T., *Income and Value Measurement, Thomson Publishing Company, London, 1996.*
19. Malinić, D., *Politika dobiti korporativnog preduzeća, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.*
20. Milićević, V., *Strategijsko upravljačko računovodstvo, Ekonomski fakultet, Beograd, 2003.*
21. Ranković, J. *Teorija bilansa I, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998.*
22. Saunders, J., "Attitudes, Structure and Behaviour in a Successful Company", *Journal of Marketing Management, 1997, Vol 3, No. 2.*
23. Schncider, D., *Algemene Betriebswirtschaftslehre, 3. Auflage, R. Oldenburg Verlag, München, 1987.*
24. Shank, J., Govindarajan, V., *Strategic Cost Analysis, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1989.*
25. Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., *Kontrolling - Odbрани tekstovi, Interna publikacija, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.*
26. Stevanović, N., Malinić, D., Milićević, V., *Upravljačko računovodstvo, 5. izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 2007.*
27. Stevanović, N., *Održanje realne supstance preduzeća u inflatornoj ekonomiji, Ekonomski fakultet, Beograd, 1983.*
28. Stevanović, N., *Sistemi obračuna troškova, peto izdanje, Ekonomski fakultet, Beograd, 2004.*
29. Stickney, C., *Financial Reporting and Statement Analysis: A Strategic Perspective, Third Edition, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Orlando, FL, 1996.*
30. Thompson, J., *The CIMA Handbook of Strategic Management, CIMA-The Chartered Institute of Management Accountants, London, 1995.*
31. Wilson, R., Gilligan, C., *Strategic Marketing Management, Elsevier Butterworth - Heineman, Oxford, 2003.*

# BILANSNO-POLITIČKE IMPLIKACIJE PO KVALITET DOBITKA

**Nikola Stevanović**

Ekonomski fakultet Beograd

## UVOD

Upuštamo se u izlaganje o jednoj veoma širokoj temi. Jer, u početku valja predstaviti koncept kvaliteta iskazanih dobitaka, a to nas obavezuje da barem ukratko damo, ne samo puku definiciju kvaliteta dobitka, već i osvrt na ciljeve, činioce i izazove analize kvaliteta dobitka u svetu i kod nas, zatim na efekte takve analize po prediktivnu vrednost iskazanih dobitaka i važnost i probleme obezbeđenja kredibiliteta predviđanja dobitaka od strane korporativnog menadžmenta i finansijskih analitičara pred investitorima, kreditorima i drugim stejkholderima, onda na ne baš povoljne rezultate empiričkih istraživanja pouzdanosti iskazanih dobitaka u kontekstu finansijsko-izveštajnog ponašanja menadžera, neotpornih računovođa i drugih aktera poslednjih decenija itd. To je povuklo za sobom potrebu da odgovarajuću pažnju posvetimo latentnim rezervama i skrivenim gubicima u bilansu, odnosno njihovom kreiranju, ukidanju, prepoznavanju i efektima po kvalitet dobitka. Pri tom ćemo znatno više prostora posvetiti latentnim rezervama nego skrivenim gubicima, s obzirom da su ovi poslednji, po svojoj suštini, načinu nastajanja i efektima, samo finansijsko-izveštajna suprotnost u odnosu na prve, tako da ćemo na njima moći da uštedimo prostor, a da ne ostanemo dužnici pred čitaocima. U cilju postupnosti u izlaganjima, i jedne i druge razmotrićemo u kontekstu, kolokvijalno nazvanih, konvencionih finansijskih izveštaja utemeljenih pre svega na načelu nabavne vrednosti uz respektovanje nadređenog načela računovod-

stvene opreznosti i na mečing konceptu (uzročno-posledičnog sučeljavanja prihoda sa pripadajućim troškovima) obračuna periodičnih rezultata (dobitaka ili gubitaka). A to znači da ćemo moći tek na kraju napisa posvetiti nešto pažnje savremenom (kako gde prihvaćenom ili neprihvaćenom) konceptu fer vrednosti u finansijskom izveštavanju. Sve su to važna i složena pitanja te otuda paradoks istovremene i dužine i kratkoće napisa, u vezi s čim čitaocemo molimo za razumevanje.

## KONCEPT KVALITETA DOBITKA PREDUZEĆA

1. Na početku *jedna sasvim načelna napomena o kvalitetu dobitka*, umesto neke striktno definicije, koju, možda, zbog složenosti pojma i nije moguće izrično kazati. Kvalitet dobitka se procenjuje po tome da li njegova obračunata, iskazana i dostupna mera ne ugrožava ili ugrožava buduće dobitke, odnosno da li iza sebe ostavlja šanse za zadovoljavajuće dobitke u budućnosti ili pretnje za buduće dobitne performanse pa i pojavu gubitaka. Viši kvalitet se pripisuje dobitku odmerenom tako da minimizuje buduće poslovne, finansijske i rizike pada vrednosti hartija od vrednosti kompanije, i obrnuto za niži kvalitet dobitka. Konkretnije, o visokom kvalitetu iskazanog dobitka može se govoriti ako iza njega stoji oprezna računovodstvena politika, redovne poslovne aktivnosti umesto jednokratnih operacija, finansijski sigurni i brzo naplativi prihodi od prodaje, odsustvo poreskih rizika u merenju

dobitka, odsustvo ili puno uvažavanje mogućih valutnih i inflatornih rizika, realna a ne izmanipulisana struktura kapitala s ciljem uticanja na zaradu po običnoj akciji, stepen zaduženosti s prihvatljivim rizikom itd.<sup>1</sup> Naravno, i u ovoj konkretnijoj verziji opisa kvaliteta dobitka, sve je obrnuto za niski kvalitet zarade preduzeća.

2. U prethodnom delu ove publikacije mogli smo se uveriti u *grandioznu ulogu dobitnih performansi preduzeća u zadovoljenju informacionih i finansijskih interesa svih stejkholdera* (nosilaca tih interesa). Ako u investicionoj, prevashodno akcionarskoj društvenoj zajednici, kakvu mi nastojimo da izgradimo, prihvatimo da se, uprkos pojava suprotnosti interesa među stejkholderima, uloga objedinjujućeg vrhovnog cilja preduzeća može pripisati dugoročnom kreiranju vrednosti za vlasnike (investitore, akcionare) uz uvažavanje specifičnih interesa drugih stejkholdera, onda uloga dobitka može biti uopštena u vidu obrasca: tekući nivo zarade preduzeća – višegodišnji trend zarade preduzeća – projekcija budućih zarada preduzeća – na osnovu njih, per se kao i via novčani tok, projekcija budućih prinosa akcionarima – racio “tržišna cena akcije/zarada preduzeća po akciji”. Poenta je, dakle, na prediktivnoj (predskaznoj) vrednosti zarade (dobitka), što jeste pitanje brojki u bilansu uspeha, ali i brojki u bilansu stanja i izveštaju o novčanim tokovima, kao i brojnih drugih činilaca kao što su vanbilansne pozicije, profil preduzeća (u pogledu poslovnog portfolia, politike rasta, razvoja, imovinske, finansijske i troškovne strukture), informacione sklonosti menadžmenta, profila industrije kojoj preduzeće pripada, profila šireg okruženja u kojem preduzeće posluje itd. Sve to što stoji u pozadini brojki iz bilansa uspeha može da produkuje nepouzdanost izveštajne korelacije prihoda i rashoda, povećanu nestabilnost periodičnih zarada preduzeća, opadanje postojanosti zarada (dobitka) i povećanje negativne autokorelacije (reverzibilnosti) u promenama zarada, što su simptomi opadajućeg kvaliteta dobitka.<sup>2</sup> Uspesna analiza kvaliteta dobitka podrazumeva ulazak analitičara u sve to, što je veliki izazov.

1 D.Hawkins, Corporate Financial Reporting and Analysis, Irwin/McGraw-Hill, New York, 1998, p. 174.

2 I. Dichev, V. Tang, Matching and Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years, The Accounting Review, Vol. 83, No. 6, 2008, p. 1425.

3. *Pitanje kvaliteta dobitka u zemljama razvijenih finansijskih tržišta je posebno aktuelno u novije vreme* vezano za poznate finansijsko-izveštajne skandale, time izazvane potrebe na tržištu kapitala, propasti poznatih kompanija kao što su, na primer, Enron, Global Crossing, Aol Time Warner, Parmalat i druge, strahovite gubitke stejkholdera tih kompanija itd., za šta su značajno pre tih tragičnih poslovno-finansijskih događaja postojali signali u njihovim finansijskim izveštajima koje su zapostavljali čak i tako važni i pozvani čuvari javnog interesa kao što su revizori, nanoseći ogromnu štetu kredibilitetu računovodstvene profesije.<sup>3</sup> To pitanje je apsolutno involvirano i u kreiranje aktuelne globalne finansijske i ukupne ekonomske krize; reč je o prividu visokih zarada proizvedenom gramzivošću menadžmenta, neopreznim bilansiranjem i nesavesnošću računovođa, internih i eksternih revizora. A nije tačno da za pouku nisu imali na raspolaganju ranija iskustva. Naime, pitanje kvaliteta dobitka, i to u oštroj formi postavljalo se i decenijama ranije. Tako poznati američki autor L. Bernstein već početkom sedamdesetih godina prošlog veka ukazuje na seriju propasti imalaca hartija od vrednosti tada veoma poznatih poimenično navedenih kompanija i fondova, ocenjivanih kao vrlo dobitnih sa, posledično, rastućim vrednostima akcija i obveznica, a onda navodno iznenađujućim njihovim finansijskim krahom, i savetuje da “... analitičar mora uvek da procenjuje podložnost kompanije neuspehu i neregularnostima (finansijskog izveštavanja – prim. autora), kao i karakter i sklonosti menadžmenta u tom pogledu, a s ciljem određivanja stepena rizika...”,<sup>4</sup> i računovodstveno-izveštajnog i revizorskog rizika, a konačno i stejkholder-skog rizika, naročito za investitore u obične akcije.

4. *Izazov analize kvaliteta dobitka je prisutan i kod nas.* Možda nije prestrogo reći da je taj izazov analitičara, investicionih savetnika i regulatora, u uslovima pozitivnog nastojanja izgradnje efikasnog tržišta kapitala, čak povećan tokom poslednje decenije do dece-

3 U vezi s tim pogledati, na primer, E. Ketz, Hidden Financial Risk: Understanding Off-Balance Sheet Accounting, John Wiley and Sons, Inc., New Jersey, 2003, kao i D. Malinić, Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi, referat za Miločerski ekonomski forum 2008 “Tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije”, Savez ekonomista Srbije, Beograd, 2008, str. 123-154.

4 L. Bernstein, Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois, 1974, p. 671.

niju i po usled raširenije sklonosti vlasnika i menadžera nekorektnim poslovno-finansijskim radnjama od očekivane, voluntarizma kompanijskih računovođa u poimanju Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja i, po pravilu, njihove neotpornosti u odnosu na voluntarizam menadžmenta u tom domenu, kao i, od strane nezanimljivog dela revizorske profesije, niskog kvaliteta revizije finansijskih izveštaja, koja je, nakon ukidanja državne kontrole materijalne ispravnosti finansijskih izveštaja, ostala jedini eksterni "čuvar" javnog interesa istinitog i poštenog finansijskog izveštavanja. No nije kvalitet dobitka kod nas samo skorašnje pitanje. Možemo reći da je ono i kod nas odavno prisutno samo u drukčijim društvenim i ekonomskim okolnostima i sa unekoliko drukčijim posledicama nego danas. Kad o tom problemu razmišljamo, onda naviru sećanja na iskustva iz sedamdesetih i osamdesetih godina prošlog veka, odnosno na brojne slučajeve u kojima smo se bavili koncipiranjem preventivnih mera poslovno-finansijskog prilagođavanja preduzeća na prve znake poremećaja (slučajevi sa opreznim rukovodstvom preduzeća) ili sanacije preduzeća i neophodnog sanacionog bilansa (nedovoljno oprezno rukovodstvo). I za te slučajeve karakteristično je da su postojali prethodni finansijsko-izveštajni signali o padu kvaliteta dobitka, da je izostanak prethodnih korektivnih akcija vodio u potonje gomilanje gubitaka, teže finansijske pore-

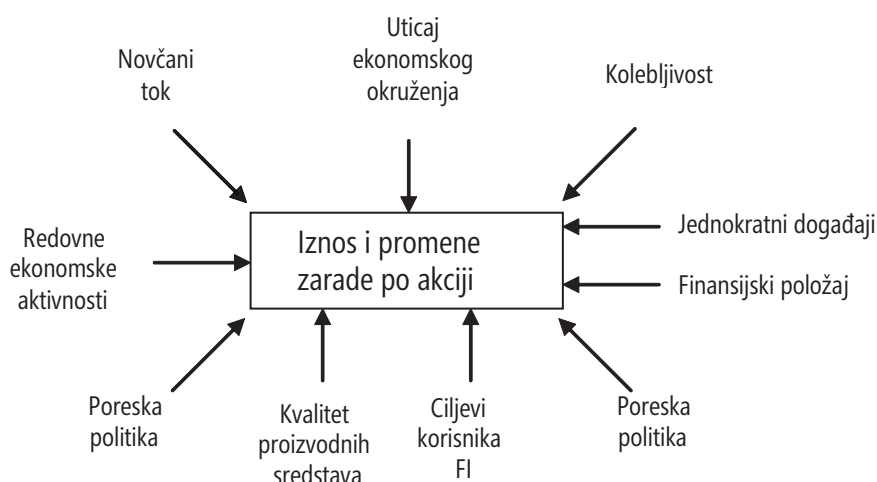
mećaje i često rigorozne postupke sanacije, da smo u tim slučajevima uvek pronašli veće gubitke od iskazanih, da smo za potrebe sanacionog bilansa morali projektovati, pored poslovno-političkih promena, još i značajne otpise imovine, kreditnih pa i poslovnih obaveza, otpuštanje radnika, mere dezinvestiranja, umanjenja društvenog kapitala i sl., kao sredstva ozdravljenja organizma suženog preduzeća. Ponešto od toga nam se ponavljalo i tokom devedesetih godina i početkom ovog veka povodom procena vrednosti preduzeća kao celine, s tim što smo, naravno, nailazili i na pojave visokog kvaliteta dobitka koji je u okviru procene, barem u vrlo izvesnom delu, valjalo objektivirati kroz projekcije dobitnih performansi s odrazom na rast vrednosti kapitala u odnosu na njegovu knjigovodstvenu vrednost. U vezi sa svim tim mogli smo ovde imenovati karakteristične firme, ali od toga odustajemo jer nam se čini da kod nas nije sazrela klima za slobodno unošenje slučajeva u literaturu.<sup>5</sup>

5. *Analiza kvaliteta dobitka je jedan vrlo zahtevan poduhvat.* Ovo zbog mnoštva činilaca tog fenomena, koji su, možda najpotpunije, predstavljeni u sledećem Prikazu (videti Prikaz 1.1).

Pridavanje iznosu i promenama zarade po akciji

5 Osećamo potrebu da naglasimo da opisana iskustva delimo sa profesorima J. Rankovićem i G. Iličem, u ranijoj fazi, i sa profesorima D. Malinićem i V. Milićevićem, u kasnijoj fazi uvek timskih primenjenih istraživanja i projektovanja.

Prikaz 1.1. Činioci kvaliteta dobitka<sup>1</sup>



1 D. Hawkins, op.cit., p. 174. Ako bismo ovom Prikazu nešto dodali, onda je to moguće i korisno raščlanjavanje činioaca Redovne ekonomske aktivnosti na Poslovne i Investicione aktivnosti (one po osnovu finansiranja obuhvaćene su činiocem Finansijski položaj) pogotovo ako kompanija, kao rezultat svojih investicionih aktivnosti, drži složeni portfelj hartija od vrednosti, a sklona je da u finansijsko-izveštajne svrhe pribegava reklasifikaciji HOV između onih po fer vrednosti kroz bilans uspeha i onih čiji se efekti promena vrednosti iskazuju na revalorizacionim rezervama.



(implicite običnoj akciji) uloge sabirnog središta uticaja u prethodnom Prikazu navedenih činilaca kvaliteta dobitka je svrsishodno zato što iza tih vrednosti stoji neto zarada preduzeća (sa svim komponentama bilansa uspeha koje visinu te zarade određuju) i potom neto zarada preduzeća pripisiva običnim akcionarima (po odbitku prioriternih dividendi kao izraza finansijske "igre" menadžmenta sa strukturom vlasničkog kapitala, ekvitalia), kao i zato što se zarada po običnoj akciji, zbog svog posebnog značaja, objavljuje već na licu bilansa uspeha, i to u svoja dva vida. To su osnovna zarada po aktivnoj običnoj akciji (po odbitku prioriternih dividende ili bez tog odbitka ako prioriternih akcija nema) i umanjena (razvodnjena) zarada po običnoj akciji računata na bazi zbira aktivnih običnih akcija i potencijalnih običnih akcija po osnovu prava vlasnika konvertibilnih prioriternih akcija, konvertibilnih obveznica, opcija na akcije, varanata i sl. da izvrše zamenu tih papira za obične akcije (kao posledice složene strukture ukupnog kapitala). Pomenuto fokusiranje iznosa i promena zarade po akciji svrsishodno je i zato što je ovaj pokazatelj učesnik u famoznom P/E (price/earnings, tj. cena/zarada po akciji) raciu, popularnom multiplikatoru predviđene zarade po akciji pri prognoziranju moguće tržišne vrednosti akcija.

Jedan kratki osvrt na Prikaz 1.1., a u cilju potpunijeg predstavljanja mesta i uloge računovodstva u kompleksu činilaca kvaliteta dobitka. Računovodstvena politika je u tom Prikazu data kao jedan od deset činilaca, očigledno u njenom najužem poimanju kao izbora između raspoloživih (dopuštenih) opcija merenja stavki imovinskog, prinostnog i likvidnosnog položaja preduzeća, kako bi bili istaknuti drugi činioci kvaliteta dobitka koji stoje iza računovodstvenih brojki i kojima u analizi kvaliteta dobitka treba pokloniti odgovarajuću pažnju. Međutim, i pri takvom suženom poimanju računovodstvene politike, a pogotovo ako se ima u vidu da ona pokriva ukupnu materijalnu i formalnu sadržinu finansijskih izveštaja pa i pitanje njihovog objavljivanja, onda je izvesno da se primenjena računovodstvena politika prepliće sa svim navedenim činiocima kvaliteta dobitka. Uostalom i sam autor od koga smo pozajmili navedeni Prikaz činilaca kvaliteta dobitka, nakon njihovog specifikovanja u vidu jedne detaljne liste od čak dvadeset upozoravajućih signala (red flags)

o mogućem nepovoljnom kvalitetu dobitka,<sup>6</sup> zaključuje da "... većina navedenih izvora opadanja kvaliteta zarade može biti otkrivena putem pažljivog čitanja napomena uz finansijske izveštaje, prezentacije upravljačkih komentara i analiza i racio analize finansijskih izveštaja",<sup>7</sup> dakle na osnovu finansijskih izveštaja (bilansa, računa dobitka i gubitka, izveštaja o tokovima gotovine i izveštaja o primenama na kapitalu) i izveštaja o poslovanju (direktorskog izveštaja) kao bitnog pratećeg dokumenta uz finansijske izveštaje, kao i njihove vrlo pažljive analize.

Glavna svrha analize kvaliteta dobitka je u tome da obezbedi što pouzdanije inpute za proces predviđanja zarade preduzeća i prinosa akcionarima, odlučivanja učesnika na tržištu kapitala na bazi tih predviđanja i, u krajnjoj liniji, formiranja tržišnih cena hartija od vrednosti. Dva su bitna nivoa predviđanja zarade. To su menadžment i finansijski analitičar.

6. *Predviđanje zarada (dobitka) kompanije i prinosa akcionarima od strane menadžmenta treba da bude sastavni deo njegovog poslovnog (direktorskog) izveštaja uz finansijske izveštaje kompanije* iako ga obično svrstavaju među dobrovoljna obelodanjivanja. Svoj stav o potrebi objavljivanja tih predviđanja zasnivamo i na sledećem, čini nam se prihvatljivom mišljenju, utemeljenom na empiričkim istraživanjima. "Upravljačko predviđanje zarada je dragoceno sredstvo firme za saopštavanje njenih očekivanja učesnicima na tržištu. Ta predviđanja poseduju moć informisanja investitora, smanjenja informacione asimetrije i informacionog rizika i smanjenja troškova kapitala kompanije. Slično s drugim obelodanjivanjima, njihova informaciona vrednost zavisi od njihovog kredibiliteta, odnosno mere do koje su ta predviđanja verovatna za investitore."<sup>8</sup> Ne može se reći da nema i rezervi, odnosno neke vrste skepticizma u odnosu na ovu tezu. Tako, na primer, prema nekim drugim istraživanjima skoro 40% investitora primaju dobitne projekcije menadžmenta kompanija pokrivenih istraživanjem kao nepo-

6 Detaljnije o upozoravajućim signalima o kvalitetu dobitka i celine finansijskih izveštaja biće reči u narednim delovima ove publikacije.

7 D. Hawkins, op.cit., p. 182.

8 D. Hirst, L. Koonce, S. Venkataraman, How Disaggregation Enhances the Credibility of Management Earnings Forecasts, Journal of Accounting Research, Vol. 45, No 4. September 2007, p. 812.

uzdane.<sup>9</sup> Iako je preostalih 60% veće, procenat nepoverljivih od 40% je zabrinjavajući i opominjući za predsednike i glavne izvršne direktore kompanija. Jer, tako visoko nepoverene obrazlaže se njihovom sklonošću da svoje optimističke prognoze potvrđuju namerno netačnim dobitnim ostvarenjima u finansijskim izveštajima, kršeći na taj način elementarnu poslovnu i finansijsko-izveštajnu etiku. Uz to, povlađujući svojim kratkoročnim ciljevima, nanose štetu kompaniji već u pogledu troškova kapitala. Naime, prema nekim vrlo relevantnim empiričkim istraživanjima, visok kvalitet publikovanog dobitka uslovljava niže troškove kapitala i obrnuto. Pri tom kompanije s višim kvalitetom dobitka upražnjavaju šire i otvorenije dobrovoljno obelodanjivanje dobitnih i ukupnih performansi, uključiv i menadžerska predviđanja zarade kompanije i prinosa akcionarima od kompanija s nižim kvalitetom dobitka. No to nipošto ne znači da se nizak kvalitet dobitka može prikriti količinom dobrovoljnih obelodanjivanja.<sup>10</sup> Voleli bismo obaviti ili barem navesti slična empirička istraživanja kod nas. No, s obzirom na nivo razvijenosti domaćeg tržišta kapitala i nizak nivo njegove efikasnosti, kao i na nizak stepen izveštajne i korisničke zainteresovanosti menadžmenta domaćih kompanija (osim onih u posedu inovlasnika i banaka) za obavezne finansijske izveštaje, a pogotovo za dobrovoljna obelodanjivanja finansijskih informacija, ozbiljnija istraživanja kvaliteta dobitaka i njegove uloge kod nas takoreći i ne postoje. Zato smo se prethodno pozivali samo na strana iskustva u vezi s tim, ne bi li ona podstakla menadžere, finansijske analitičare i investicione savetnike na razmišljanje i o potrebi analize kvaliteta dobitka u funkciji predviđanja tako važnih fenomena kao što su zarada kompanije, prinosi investitorima i tržišne cene hartija od vrednosti.

U uslovima postojanja tržišta kapitala na kompanijskom menadžmentu je šansa da predviđanjem i obelodanjivanjem predviđene zarade kompanije i prinosa akcionarima učine tržišne operacije sa hartijama od vrednosti informaciono utemeljenim, a na dobrobit kompa-

nije koju vodi i njenih postojećih i potencijalnih akcionara. To se uobičajeno kvalifikuje kao dobrovoljno obelodanjivanje u okviru direktorskog (poslovnog) izveštaja uz godišnje i polugodišnje ili i kratkoročnije (obično tromesečne) finansijske izveštaje. Neke kompanije to čine samo na nivou neto dobitka kompanije i zarade po akciji (na primer, Xerox Corporation), druge na nivou prihoda i neto zarade (na primer, Microsoft Corporation), a treće, dezagregirano na više ili po svim komponentama bilansa uspeha (na primer, Intel Corporation). Prednost je na strani dezagregiranog menadžerskog predviđanja zarade kompanije i prinosa akcionarima zato što takvo predviđanje i njegovo obelodanjivanje obezbeđuju veći kredibilitet kod investitora, koji se postiže na način ilustrovan u sledećem prikazu (pogledati Prikaz 1.2).<sup>11</sup>

Znak + korišćen je u svrhu označavanja pozitivnih efekata po kredibilitet menadžerskih predviđanja i realnost P/E racia u obrascu. P/E multiplikator je poznati nam racio "cena akcije/zarada po akciji", koji smo prethodno već predstavili kao popularno sredstvo predviđanja tržišne cene akcija njegovim množenjem sa predviđenom zaradom po akciji, a do čega je menadžmentu kompanije veoma stalo. Zbog tog i drugih mogućih motiva, kao što su, na primer, oni u bonus planovima, menadžment je neretko sklon suviše optimističnim predviđanjima zarade, a onda opravdavanju svojih predviđanja iskazivanjem većih od realnih dobitaka nižeg kvaliteta. No iza menadžmenta nastupaju nezavisni finansijski analitičari kao neka vrsta korektora u toj igri.

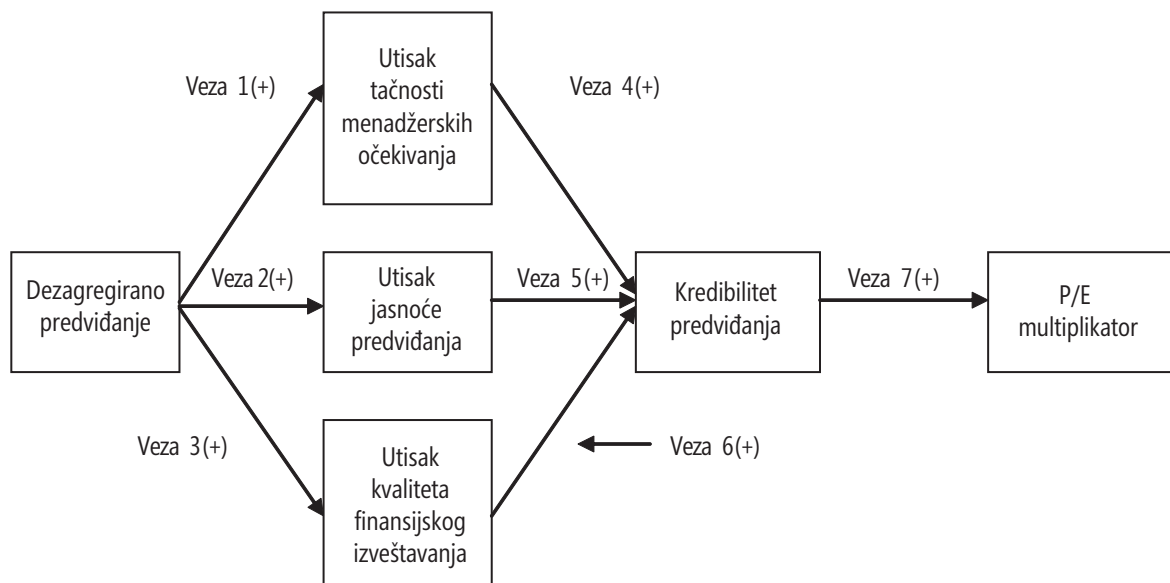
7. Ovde neposredno upućujemo na *predviđanje finansijskih analitičara* zbog (u literaturi vrlo raširenog verovanja) prednosti ovog tipa predviđanja kompanijskih zarada, prinosa akcionarima i tržišnih cena akcija u odnosu na tzv. mehaničke modele predviđanja, kao što su, na primer, model ekstrapolacije zasnovan na vremenskim serijama tih vrednosti i model indeksiranja pomoću nekog od opštih tržišnih indeksa zarada kao umetnute nezavisne varijable. Pridavanje prednosti predviđanjima finansijskih

9 Conference Board, Americans Slowly Regaining Trust in Companies and Markets, Website, <http://www.irwebreport.com/trends/030701.htm>, 2003.

10 J. Francies, D. Nanda, P. Olson, Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital, *Journal of Accounting Research*, Vol. 46, No. 1 March, 2008.

11 D. Hirst, L. Koonce, S. Venkatataman, op.cit., p. 817. Dezagregirani pristup je u još većoj prednosti ako uključuje, ne samo dezagregirano predviđanje komponenti bilansa uspeha, već i dezagregiranje na kratkoročnoj (kvartalnoj) osnovi i dezagregiranje po poslovnim segmentima, što je u fazi izvršenja praćeno kvartalnim finansijskim izveštavanjem i izveštavanjem o ostvarenjima po segmentima, što je u skladu sa MSFI.

Prikaz 1.2. Konceptualni model efekata dezagregiranog predviđanja na kredibilitet predviđanja



analitičara opravdano se obrazlaže time što ona uključuju šira ekonomska predviđanja, kompanijska obelodanjivanja tekućih poslovnih okolnosti, procene konkurentskog okruženja kompanija, analizu njihovih finansijskih izveštaja i vremensku prednost u korišćenju objavljenih godišnjih ili/i kvartalnih izveštaja o performansama. Zato se njihova predviđanja racia "cena akcije/zarada po akciji", kao bitnog informacionog inputa za formiranje tržišnih cena HOV, smatraju relevantnijim.<sup>12</sup>

Ukratko o dilemi oko uloge finansijskih izveštaja, rezultata njihove analize i na njima zasnovanih predviđanja zarade i P/E racia u formiranju tržišnih cena akcija. U literaturi su prisutni stavovi po kojima tržišne cene akcija predvide računovodstveno iskazane kompanijske zarade, odnosno da su tržišne cene ažurnije informacije o zaradama zato što pravovremenije uključuju investitorska predviđanja zarada, kao i da su potpunije zato što su u njihovom formiranju prepoznati tranzitorni (međuperiodično prenosivi i vanredni) činioци tekuće iskazanih dobitaka, tako da su one utemeljene samo na konceptu permanentnih zarada. Drugim rečima, računovodstvu i njegovim izveštajima se prigovara vremenski zaostatak i greške po osnovu tranzitornih uticaja na računovodstvene dobitke. Međutim, u literaturi nailazimo i na

vrlo agrumentovana i snažna osporavanja takvih stavova. Među njima, po svom uticaju, posebno se ističu istraživanja J. Ou – S. Penman.<sup>13</sup> Na bazi svojih empiričkih istraživanja, vrlo opsežnih i po broju uključenih kompanija i po pokrivenosti višegodišnjeg vremenskog raspona, autori su došli do značajnih zaključaka o kojima finansijski analitičari moraju da vode računa. Po njihovom mišljenju, akružno računovodstvo, mereći periodične dobitke po mečing (matching) konceptu, odnosno sučeljavanjem periodima pripadajućih stvarnih (istorijskih) tokova vrednosti (prihoda i rashoda), pruža, istina, podatke o kompanijskim zaradama sa vremenskim zaostatkom u pogledu njihovog informacionog reflektovanja u tržišnim cenama HOV, ali i produkuje široku lepezu računovodstvenih podataka u bilansu, računuu dobitka i gubitka, izveštaju o tokovima gotovine, izveštaju o promenama na kapitalu i napomenama uz finansijske izveštaje. Njihovom primarnom ili racio analizom može se oformiti uticajan informacioni set računovodstvenih varijabli za pouzdano predviđanje zarada. Uz to finansijski izveštaji ipak sadrže izvesne informacije koje su jednovremene (bez vremenskog zaostatka) sa tržišnim cenama i pružaju mogućnost razdvajanja i zasebne analize permanentnih i tranzitornih komponenti zarade (dobitka). I na taj način, njihovim empi-

12 Detaljnije o tome pogledati kod G. White, A. Sondhi, D. Fried, *The Analysis and Use of Financial Statements*, Third Edition, John Wiley and Sons, Inc., 2003, p. 720-724, kao i u tamo navedenim izvorima.

13 Pogledati, na primer, J. Ou, S. Penman, *Accounting Measurement, Price-Earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices*, *Journal of Accounting Research*, Vol. 27 Supplement 1989, kao i tamo navedenu literaturu.

ričkim istraživanjem provereno, radikalno se ublažavaju ako ne i u potpunosti otklanjaju, navedeni prigovori prediktivnoj vrednosti računovodstvenog dobitka, odnosno apsolutizovanje predvodničke (predskazne) moći tržišnih cena za računovodstvenu zaradu. Nisu to odvojeni tokovi osim u delu u kome su tržišne cene pod uticajem nestandardnih, recimo političkih, psiholoških i sličnih činilaca, ili menadžerskog upravljanja dobitima koje zamagljuje realnu sliku zarađivačke moći kompanije. A tu smo opet kod pitanja kvaliteta dobitka, u vezi s čijim opadanjem, pored menadžmenta, ne retko nisu nevinu ni računovodstvo, računovođe i ovlašćeni revizori.

8. *Računovodstvena je nadležnost i odgovornost merenja i iskazivanja relevantnih, pouzdanih, uporedivih i oprezno odmerenih periodičnih dobitaka* (ili gubitaka) u svrhu obezbeđenja informacionih podloga za ocenu i predviđanje dobitnih performansi kompanije na kratak i dugi rok. Nesumljivo izuzetno važan i složen zadatak, što smo prethodno već i utvrdili. Prethodno smo nagovestili, a sada moramo naglasiti da se radi o vrlo složenom računovodstvenom zadatku. Njegovo ispunjenje zahteva veliko razumevanje, uvažavanje i podršku menadžmenta jer je istinito i pošteno finansijsko izveštavanje, kao i celokupni računovodstveni informacioni sistem koji iza toga stoji, nadležnost, odgovornost i nezaobilazni informacioni resurs pre svega menadžmenta. Ovo poslednje (nezaobilazni informacioni resurs) odnosi se i na eksterne informacione korisnike čije je ponašanje značajnim delom pod uticajem tih informacija, na jednoj strani, i kreatori opšte poslovno-finansijske klime u zemlji i šire na drugoj strani, za koju je, otuda, odgovoran i menadžment svake i svih kompanija.

S ciljem maksimalizacije vrednosti svojih informacija računovodstvo se opredelilo za transakcioni model obračuna i iskazivanja dobitka, odnosno računovodstveno prikupljanje i iskazivanje periodičnih prihoda, rashoda i njihovih neto ishoda kao prirasta vlasničkog kapitala. Proširena implikacija tog koncepta jeste akrealna osnova (karakter računovodstva, odnosno akrealno računovodstvo kako se to uobičajeno kaže za savremeni računovodstveni sistem. Čini nam se da nećemo, barem ne previše, "zatvarati uši" dragog nam čitaoca, ako to prevedemo kao sakupljačko računovodstvo ili računovodstvo međuperiodičnog razgra-

ničavanja ulazno-izlaznih vrednosti u sistem. Vrlo složen proces! Naime, jeste veoma važno, ali i vrlo jednostavno reći da se, za razliku od računovodstva zasnovanog prevashodno na novčanim tokovima (budžetsko računovodstvo, na primer), saglasno akrealnoj osnovi korporativnog računovodstva "... efekti transakcija i drugih događaja ... priznaju (u poslovne knjige uključuju – prim. autora) onda kada se dogode (a ne onda kada se gotovina ili gotovinski ekvivalent prime ili isplate) i oni se beleže u računovodstvenoj evidenciji i saopštavaju u finansijskim izveštajima za periode na koje se odnose. Finansijski izveštaji pripremljeni na akrealnoj osnovi informišu korisnike ne samo o prošlim transakcijama koje uključuju isplatu i naplatu gotovine, već takođe i o obavezama isplata gotovine u budućnosti i o sredstvima koja predstavljaju gotovinu koja će biti primljena u budućnosti."<sup>14</sup> Međutim, na putu realizacije te bazične i jednostavno izražene ideje stoje brojni i teški izazovi za računovodstvo i menadžment. Fokusirana na teren računovodstvenog transakcionog koncepta dobitka, odnosno bilansa uspeha, ova bazična pretpostavka znači ili implicira tzv. mečing (matching) koncept, odnosno zahtev sučeljavanja periodičnih prihoda sa njima uslovljenim rashodima kao i rashodima po osnovu izgubljenih vrednosti (umanjenje vrednosti imovine i povećanje vrednosti obaveza bez efekta) u toku perioda. Prema tome, na putu obračuna i iskazivanja realnog periodičnog dobitka (ili gubitka) stoje serije stvarnih i periodičnih razgraničenja, odnosno mnoštvo vrednosnih tokova između bilansa i računa dobitka i gubitka (bilansa uspeha), čiji tretman presudno tangira tekuća (kratkoročna) dobitna ostvarenja (bilans uspeha) i strategijske dobitne potencijale (bilans stanja). Zato je uspešna realizacija mečing koncepta od ogromnog značaja za kvalitet dobitka.

Uspeh realizacije mečing koncepta je, naravno ne odskora, ali u poslednje vreme naročito, u žiži interesovanja računovodstvene teorije, literature, regulative i prakse. U odsustvu prostornih mogućnosti da se u ovom napisu tim pitanjem šire bavimo, ukratko ćemo se osvr-

14 IASB, Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements, International Accounting Standards Board, London 2001, par. 22. Ovaj dokument imamo na raspolaganju i u formi prevoda na srpski jezik. Pogledati izdanje Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja (IFRS), Savez računovođa i revizora Srbije, Beograd, 2007, Prva knjiga, str. 31-56.



nuti na publikovane rezultate jednog, reklo bi se veoma reprezentativnog, istraživanja.<sup>15</sup> Autori su, polazeći i od rezultata drugih istraživanja, u svoje empiričko ispitivanje efekata problema primene mečing koncepta po informacioni kvalitet dobitka uključili uzorak od 1.000 najvećih firmi u SAD i period analize od 1867. do 2005. godine. Ne odričući, već naprotiv ističući dobitak kao najvažniju računovodstvenu varijablu za ocenu uspeha kompanije i menadžmenta i za vrednovanje HOV (prvo zbog njegovog odnosa prema cilju kreiranja vrednosti firme, drugo zbog činjenice da investitori zapravo kupuju buduće zarade), autori naglašavaju prediktivnu vrednost računovodstvenog dobitka kao glavni kriterijum njegovog informacionog kvaliteta. Kao determinante tog kvaliteta tretiraju nestabilnost, postojanost (otpornost na opozitne uglavnom egzogene uticaje) i auto korelaciju (reverzibilnost promena) periodičnih dobitaka. ovde je važno i dovoljno pomenuti barem njihove glavne, najopštije nalaze. Prvo, tokom perioda analize na posmatranom uzorku došlo je do porasta nestabilnosti, pada postojanosti (otpornosti) i povećanja negativne autokorekcije (reverzibilnosti promena) periodičnih dobitaka. Drugo, te negativnosti u pogledu kvaliteta dobitka su manje izražene na višeperiodičnoj osnovi, što, u kontekstu zahteva dugoročne prediktivne (predvidne) vrednosti informacija o dobitku, može da podupre računovodstvenu politiku ujednačavanja periodičnih dobitaka (dodali bismo: korišćenjem legitimnih bilansnih poluga). Treće, pomenute pojave u računovodstvenim dobitcima su samo sekundarno uslovljene promenama u realnoj ekonomiji, a primarno sa strane propusta u primeni mečing koncepta. Četvrto, iz poređenja akrualnog (na tokovima vrednosti zasnovanog) dobitka sa dobitkom računatom na bazi tokova gotovine proističe da se ovaj par uspeha kompanija vremenom sve više razilazio, odnosno da je korelacija između novčanih prihoda (priliva) i rashoda (odliva) po izveštajnim periodima znatno veća nego korelacija između akrualnih (vrednosno periodizovanih nezavisno od tokova gotovine) prihoda i rashoda ili, drukčije rečeno, da su se varijacije odnosa "periodu dodeljeni prihodi/ukupno mogući prihodi", kao i odnosa "periodu dodeljeni ras-

hodi/ukupni potencijalni rashodi" povećale tokom perioda analize, što jeste podsticalo uvođenje i razvoj izveštaja o promeni (kretanju) sredstava i obaveza, do današnjeg izveštaja o tokovima gotovine, ali nikako kao zamene, već samo kao dopune bilansa uspeha. Peto, uz osvedočeni rast nestabilnosti i pad postojanosti i autokorelacije (reverzibilnosti) promena objavljenih periodičnih dobitaka, a pod naletom teorije efikasnosti tržišta kapitala kome se pripisivala moć uključivanja svih informacija i pre finansijskih izveštaja i onih iza i izvan brojki u tim izveštajima, bilo je došlo do pomalo dramatičnog nepoverenja u računovodstveno izveštavanje o dobitku, da bi se ipak završilo sa tzv. pozitivnom računovodstvenom teorijom koja je značila reafirmaciju prediktivne vrednosti računovodstvenih dobitaka,<sup>16</sup> što obavezuje i računovodstvo i menadžment na kvalitetniju primenu mečing koncepta. Šesto, pitanje primene mečing principa kao osnove računovodstvenog transakcionog koncepta dobitka, postaje sve snažnije s narastanjem troškova koji imaju karakter istovremenog rashoda s tekućim prihodom, već predstavljaju ulaganja za buduće prihode (troškovi istraživanja i razvoja, marketinga i sl.), kao i sa rastom ulaganja u otpisivu (amortizaciji podložnu) stalnu imovinu. Sedmo, novija okretanja kreatora standarda finansijskog izveštavanja konceptu tekućeg imovinskog bilansa, uplitanjem tržišnih vrednosti u njega, kao podlozi računanja periodičnog prirasta vlasničkog bogatstva (dobitka) na račun zastupljenosti (nikako potpunog napuštanja) mečing koncepta u obračunu periodičnih dobitaka, vrlo verovatno je nastavilo i produbljivalo negativni trend u pogledu navedenih kvalitativnih svojstava računovodstvenih dobitaka, što upućuje na ideju da je rešenje na strani pažljivog regulisanja i primene mečing koncepta u obračunu i iskazivanju periodičnih rezultata i što, po našem mišljenju, ne znači eliminaciju korisnih i proverljivih korekcija vrednosti u finansijskim izveštajima.<sup>17</sup> Dakle, teorijska, metodološka i regulatorna istraživanja u domenu mečing koncepta predstavljaju, prema autorima, put ka uvećanju nezamenjive pre-

15 I. Dichev, V. Tang, Matching and Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years, *The Accounting Review*, Vol. 83, No 6. 2008, p. 1425-1460.

16 O klasičnom, tržišno usmerenom i pozitivnom računovodstvenom pristupu (teorijama o) ulozi računovodstvenih informacija u predviđanju zarada za kompaniju i akcionare i formiranju tržišnih vrednosti HOV pogledati u 3. delu našeg napisa, Fenomenologija bilansa, u okviru ove publikacije, kao i u tamo navedenim izvorima.

17 O tome će biti više reči u 3. delu ovog našeg napisa.

diktivne upotrebljivosti računovodstvenog dobitka, bez čije se informacione podrške jednostavno ne može.

Prema tome, čini nam se da, u traganju za pravim mehanizmom računanja periodičnih dobitaka, pogled valja usmeriti ka središnjem računovodstvenom delu koji se odnosi na Račun stanja (bilans) i Račun uspeha (dobitka i gubitka) i njihovim međusobnim transakcijama. Pri tom, svako povećanje imovine ili smanjenje obaveza po osnovu prodatih ili za sopstvene potrebe aktiviranih učinaka ili/i po osnovu vanrednih događaja u bilansu, predstavlja prihod u Računu uspeha, kao i obrnuto u slučaju rashoda. Na Računu stanja je da u sebe, pored kompenzatornih transakcija između svojih pozicija, prihvata definitivne prilive vrednosti po osnovu tekućih prihoda i otpušta definitivne odlive vrednosti po osnovu tekućih rashoda, zadržavajući u sebi vrednosti čije bi zbirno ime moglo biti: dobitni potencijal za budućnost. Zato pri vrednovanju pozicija u krajnjem Računu stanja treba voditi računa da vrednosti u njemu očuvaju taj karakter, odnosno obezbede pravičnu podelu između preostalog i utrošenog dobitnog potencijala, uz ublažavanje famoznog načela računovodstvene opreznosti (prudencije).

## LATENTNE REZERVE I SKRIVENI GUBICI

Kao posledica nesavršene, suviše oprezne ili neoprezne i namerno pogrešne primene mečing koncepta (obračuna i sučeljavanja periodičnih prihoda i rashoda u cilju obračuna realnog periodičnog rezultata – dobitka ili gubitka), odnosno vrednovanja imovine i obaveza u bilansu koji služi računu dobitka i gubitka, pored vidljivih, nastaju i nevidljive razlike između iskazanog i realnog rezultata (dobitka ili gubitka). Ove poslednje predstavljaju latentne rezerve ili skrivene gubitke zavisno od karaktera odstupanja pojavnog od realnog rezultata.

### Kategorijalno razgraničenje latentnih rezervi

Latentne rezerve su deo ukupnih rezervi te tako i deo kapitala. Ponekad nailazimo na pojmovno mešanje rezervisanja sa rezervama. Zato nam se čini da nije nesvrhsilno da ih ovde ipak razgraničimo.

**Rezervisanja**, koja zbog njihovog trajnog prisustva u bilansima kompanija uobičajeno nazivamo dugoroč-

nim rezervisanjima, kod nas su relativno mlada poslovna i računovodstvena kategorija, za razliku od zemalja razvijenog računovodstva. Pa i tamo, a kamoli kod nas posebno u krugovima menadžmenta, poimanje, stvaranje i ukidanje dugoročnih rezervisanja nisu nesporna pitanja. Detaljnije razmatranje tih pitanja zahteva znatno više prostora od onog kojim u ovom napisu za časopis raspoložemo. Zato samo jedan kratak osvrt na njih u cilju otklanja njihovog potencijalnog mešanja sa rezervama, kao i lakšeg i boljeg razumevanja latentnih rezervi (pa i skrivenih gubitaka) kada ih budemo tokom izlaganja u ovom delu napisa konkretizovali za bilansnu poziciju dugoročnih rezervisanja, koja su tim pojavama vrlo podložna.<sup>18</sup>

Po jednoj veoma autoritativnoj definiciji "Rezervisanja predstavljaju pozicije pasive kojima se na teret rashoda perioda pripisuju takva umanjena (odlivi – prim. autora) vrednosti koja će biti uslovljena (praćena – prim. autora) budućim radnjama (isplata, pružanjem usluga, prenosom svojine nad stvarima i pravima) te stoga u pogledu njihovog nastanka i iznosa nisu okončana, ali su ipak dovoljno izvesna. Pri tom, ona ne služe za ispravku bilansnih vrednosti određenih imovinskih delova".<sup>19</sup> U ovoj definiciji sažeto je celo učenje o dugoročnim rezervisanjima po kome su ona uslovljena proteklom poslovanjem ili drugim događajima, s velikom verovatnoćom stvorenog odliva imovine iz kompanije po njihovom osnovu u budućnosti, na bilansni dan pouzdano procenjive vrednosti tih budućih odliva, služe za pokriće tih odliva vrednosti<sup>20</sup> u momentu njihovog nastanka kada se ukidaju odnosno prenose u bilans uspeha kao prihod i, naravno, ukidaju i vraćaju u bilans uspeha ako postane sasvim izvesno da je za nekim njihovim delom prestala potreba držanja u pasivi bilansa.

U prethodnom delu ovog napisa pomenuli smo mečing koncept (uzročno sučeljavanje periodičnih prihoda s pripadajućim rashodima) obračuna dobitka (ili gubitka) i bilansno-imovinski pristup u obračunu istog, s

18 U svrhu detaljnijeg izučavanja fenomena dugoročnih rezervisanja pogledati makar A. Coenenberg, Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse, 10. durchgesehene Auflage, Verlag Moderne Industrie, Landsberg am Lech, 1988, s. 221-244, J. Ranković, Teorija bilansa I, Šesto izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 1998, str. 399-407 i MRS 37 Rezervisanja, potencijalne obaveze i potencijalna imovina.

19 A. Coenenberg, op.cit., s. 223-224.

20 J. Ranković, op.cit., str. 399-407.

pogledom na njihove efekte po kvalitativna svojstva iskazanih dobitaka. U tom kontekstu čini nam se vrednim pomena podela rezervisanja na:

- rezervisanja po osnovu obaveza prema trećim licima, koje nisu pravno i po iznosu konačne, već su verovatne i na bilansni dan procenjive vrednosti, tako da ne mogu biti bilansirane kao prave (čiste) obaveze te ih zato treba, tereteći tekuće rashode, uključiti u dugoročna rezervisanja, s ciljem korektnog iskazivanja neto imovine kompanije u informacionom interesu pre svega poverilaca, što se smatra statičkim pristupom ciljevima bilansa, odnosno ideji bilansa kao računa imovine na bilansni dan. Primeri za tu vrstu rezervisanja su penzionara rezervisanja preko zakonskih doprinosa prenetih na fondove kao posebne entitete, poreska rezervisanja za razne posebne poreze firme nastale, ali po iznosu neutvrđene do dana bilansa, kao i za eventualne poreze na računovodstveni dobitak koji će, zbog nejednake periodizacije prihoda i rashoda u poslovnom i poreskom bilansu uspeha, kasnije dospeti, a prema propisima zemlje ne mogu se iskazivati kao posebna pozicija rezervi ili se ne primenjuje MRS 12 Porezi na dobitak, odnosno ne koriste odložene poreske obaveze i odložena poreska sredstva kao bilansne kategorije za prihvatanje razlika u porezu na računovodstveni dobitak u poslovnom bilansu uspeha i na oporezivi dobitak u poreskom bilansu, rezervisanja po osnovu izdatih garancija i rezervisanja za preteće gubitke iz odnosa s trećim licima, kao moguće zakonske obaveze, ali i rezervisanja za moguća dobrovoljna preuzimanja obaveza uslovljenih poslovnim politikom kompanije;
- rezervisanja za nastale troškove odnosno rashode neizvesnog dana njihove konačne pojave u budućnosti i neizvesnog, ali na dan bilansa pouzdano procenjivog iznosa, odnosno budućeg odliva vrednosti po njihovom osnovu, što je, može se reći, unutar kompanijsko proglašavanje obaveza izveštajnog perioda prema budućim periodima i u skladu je sa dinamičkim poimanjem bilansa po kome on služi potrebama opreznog odmeravanja uporedivih peri-

odičnih rezultata (bilansa uspeha), odnosno realističnoj primeni pomenutog mečing koncepta.<sup>21</sup>

U tom okviru kreću se i rešenja u MRS, čija je neposredna primena kod nas zakonska obaveza (osim za mala preduzeća i, naravno, preduzetnike). Jer, i prema MRS 37 Rezervisanja, potencijalne obaveze i potencijalna imovina, rezervisanja su obaveze izazvane prošlim događajima, neizvesnog roka objektivizacije ili neizvesnog iznosa (stav 10), čije se priznavanje, odnosno stavljanje na teret tekućih rashoda u bilansu uspeha, a u korist dugoročnih rezervisanja u pasivi bilansa stanja, uslovljava postojanjem sadašnje (na dan bilansa) zakonske ili izvedene (od kompanije jasno nagoveštene te po tom osnovu od trećeg lica očekivane) obaveze, verovatnoćom odliva ekonomskih resursa iz kompanije po tom osnovu i mogućnošću pouzdane procene iznosa obaveze (stav 14), za koje se na svaki bilansni dan zahteva njihova ponovna procena u cilju obezbeđenja realnosti pozicije dugoročnih rezervisanja, odnosno dodavanja novih i ukidanja nepotrebnih rezervisanja (stav 59), kao i korišćenje rezervisanja u toku perioda za pokriće onih odliva vrednosti za koje su prethodno formirana, što implicira njihov pojedinačni (namenski) obračun (stavovi 61 i 62). Sve to potvrđuje prethodno navedeni stav da dugoročna rezervisanja, s obzirom na dozu neizvesnosti kojom su obavijena, nisu prave (čiste) obaveze kompanije, ali ni promenljivi deo kapitala, tako da moraju biti iskazana kao posebna grupa u pasivi bilansa. Njima je, svakako, imanentan objektivno uslovljeni rizik procene, ali, nažalost neretko, baš zbog toga, i prostor finansijsko-izveštajnih zloupotreba u svrhe manipulisanja dobitnim performansama i ostvarenja sebičnih ciljeva jednih (najčešće menadžmenta) na račun drugih stejkholdera (po pravilu akcionara, ali i kreditora i drugih poverilaca).

**Rezerve** se razlikuju od rezervisanja po tome što pripadaju vlasničkom kapitalu kompanije, naravno njegovom promenljivom delu. Njihova osnovna podela je na:

- javne rezerve i
- latentne rezerve.

Zajedničko im je to što jačaju poziciju kapitala u odnosu na dugoročna rezervisanja, obaveze i pasivna vremenska razgraničenja. Javne rezerve to čine stvarno i pojavno, a latentne rezerve samo stvarno. Prema tome,

<sup>21</sup> A. Coenenbetg, op.cit., s. 221-224.

glavna razlika između njih je što su javne rezerve neposredno vidljive (iskazane) u bilansu, dok su latentne rezerve bilansu imanentne, ali u njemu nevidljive, već samo kroz dopunsku analizu pozadine bilansa dokučive.

**Javne rezerve** spadaju u promenljivi deo kapitala i mogu biti razvrstane na sledeći način (pogledati Prikaz 2.1 Sistematika javnih rezervi):

*Kapitalne rezerve* su efekti transakcija i vrednovanja u bilansu koji se po zakonu i MRS pripisuju kapitalu mimo bilansa uspeha.

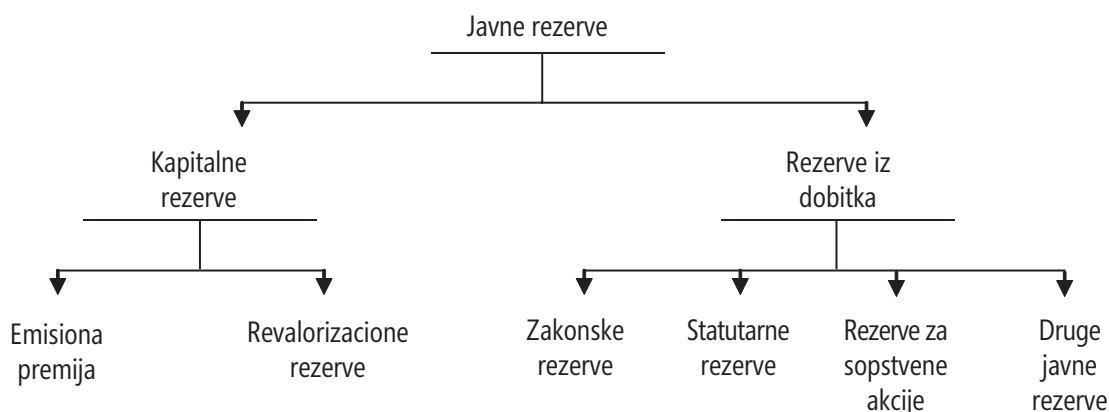
Emisiona premija predstavlja razliku između prodajne vrednosti prodatih sopstvenih akcija i njihove nominalne vrednosti. Pošto se eventualna negativna razlika na dan bilansa ima preneti na teret pozicije Neraspoređeni dobitak ranijih godina ili Gubitak ranijih godina, na poziciji Emisiona premija, u pasivi bilansa, treba da se nađe samo pozitivna razlika ostvarena po osnovu prodaje sopstvenih akcija po cenama iznad nominalne, umanjena, naravno, za razliku između viših nabavnih od prethodnih emisionih cena po osnovu otkupljenih sopstvenih akcija.

Revalorizacione rezerve se pojavljuju u bilansima kompanija koje za potrebe vrednovanja određenih grupa imovinskih delova koriste model revalorizacije, odnosno kompanija koje primenjuju koncept poštene (fer) vrednosti po MSFI/MRS pre svega na nematerijalnu imovinu (MRS 38, stavovi 75-87) i nekretnine, postrojenja i opremu (MRS 16, stavovi 31-42). Cilj je iskazivanje tekuće vrednosti odnosno imovine i vlasničkog kapitala na dan bilansa. Utičući na potonje periodične troškove amortizacije u bilansu uspeha, ovaj koncept je i od uticaja na obračun periodičnih dobitaka i s tim povezanog održa-

nja kapitala, što su nerazdvojni procesi kako smo to objasnili u prvom napisu u okviru ove naše publikacije. No o konceptu fer (poštene) vrednosti biće više govora u trećem delu ovog napisa. Napomenimo ovde još samo to da se na poziciji Revalorizacione rezerve mogu naći i pozitivne razlike između novoprocenjene poštene (zapravo tržišne) vrednosti onih HOV u portfelju čiji se revalorizacioni efekti pripisuju kapitalu mimo bilansa uspeha (MRS 39, stav 55). No i o tome u 3. delu ovog napisa.

*Rezerve iz dobitka* su, čini nam se, već po sebi prilično jasne. Pa ipak nekoliko napomena. Za njihovo formiranje i korišćenje kod nas je merodavan prevashodno Zakon o privrednim društvima ("Službeni glasnik RS", br. 125/2004). One se formiraju isključivo raspodelom neto dobitka posle poreza (čl. 215. Zakona), osim u postupku smanjenja osnovnog kapitala pretvaranjem u rezerve (čl. 262. Zakona). Zakon o privrednim društvima je prepustio materiju zakonskih rezervi drugim propisima (čl. 215. Zakona), kao, na primer, propisima NBS o bankama, društvima za osiguranje itd. Rezerve za sopstvene akcije su, u osnovi, takođe statutarne rezerve, ali smo ih, zbog njihovih specifičnosti odvojeno prikazali. One se tiču otkupa i kasnijeg tretmana otkupljenih sopstvenih akcija, ako ne budu otuđene u zakonskom roku. Tako, na primer, predviđeno je da otvoreno akcionarsko društvo može sticati sopstvene akcije i preko 10% svog osnovnog kapitala ukoliko raspolaže rezervama formiranim za tu namenu (čl. 221. Zakona), što važi i za otkup svojih izdatih prioritarnih akcija, varanata i konvertibilnih obveznica (čl. 227. Zakona), kao i da stečene ili otkupljene sopstvene akcije koje nije otuđilo u zakonskom roku (od jedne godine od dana sticanja

Prikaz 2.1. Sistematika javnih rezervi





akcija do iznosa od 10% osnovnog kapitala i od tri godine za stečene akcije preko 10% osnovnog kapitala – čl. 224. Zakona) može poništiti na teret rezervi formiranih u tu svrhu (čl. 235. Zakona). Opet zbog određenih specifičnosti posebno smo prikazali druge javne rezerve iako su i one statutarnog karaktera. Tako, na primer, u čl. 217. Zakona, predviđeno je da otvoreno akcionarsko društvo u obračun dovoljnih sredstava za isplatu dividendi uključuje “... i iznose povučene iz rezervi koje se mogu koristiti za te namene”, što znači da bi u strukturi rezervi trebalo obelodanjivati tome namenjene rezerve, u prilog čega govori i odredba istog člana Zakona po kojoj iznos dovoljnih sredstava za isplatu dividendi mora biti umanjen i za “... iznos koji se mora uneti u rezerve, u skladu sa posebnim zakonom, osnivačkim aktom ili statutom društva”, logički za druge namene od posebnih rezervi za povlačenje u dopušteni iznos za isplatu dividendi.

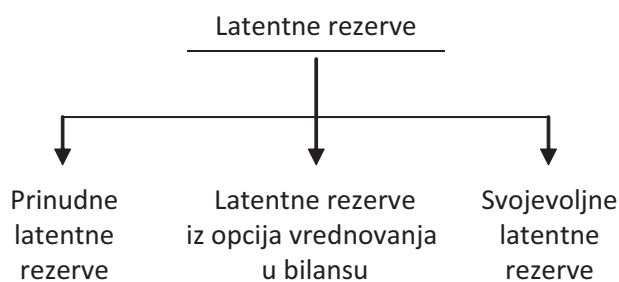
U našoj aktuelnoj šemi Bilansa stanja utvrđenoj Pravilnikom o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike (“Službeni glasnik RS”, br. 114/2006.) predviđena je posebna pozicija Revalorizacione rezerve, što je dobro pošto se radi o posebnoj vrsti kapitalnih rezervi. Međutim, na samo još jednoj poziciji Rezerve, pomešane su ne samo sve rezerve iz dobitka, već i Emisiona premija, koja spada u kapitalne rezerve, što nije dobro s obzirom na informacionu važnost ne samo ukupnog iznosa, već i strukture rezervi. Zato preporuka menadžmentu, ne samo da vodi politiku adekvatnih rezervi, već i da u Napomenama uz finansijske izveštaje obelodanjuje podatke o promenama stanja rezervi po detaljnijim vrstama rezervi od dve iz Bilansa stanja i Izveštaja o promenama na kapitalu, kao i da te informacije, on ili njegov analitičar, pokušava dokučiti iz Napomena uz finansijske izveštaje ili Izveštaja o poslovanju (direktorskog izveštaja) drugih kompanija. Jer, stanje, struktura i kretanje rezervi su od uticaja i na ocenu kvaliteta dobitka i na ocenu ukupnih poslovno-finansijskih performansi i finansijskog položaja kompanije.

**Latentne rezerve** su, videli smo, deo ukupnih rezervi i tako deo vlasničkog kapitala kompanije, po čemu se i razlikuju od rezervisanja, koja su prošlim događajima uslovljene obaveze neizvesnog roka pojave u budućnosti i iznosa ekonomskih resursa koji će tada morati biti upotre-

bljeni za njihovo izmirenje. Latentne rezerve su izraz pretičućih stvarnih vrednosti imovinskih delova preko njihovih iskazanih vrednosti u aktivni usvojenog i objavljenog bilansa (potcenjivanja imovine) i nižih stvarnih vrednosti dugoročnih rezervisanja, obaveza i pasivnih vremenskih razgraničenja u odnosu na njihove vrednosti iskazane u pasivi bilansa (precenjivanje čiste pasive). Drukčije rečeno, one su, naravno umanjene za verovatni porez na dobitak i eventualne bonuse iz dobitka i druge obavezne komponente raspodele dobitka, izraz pretičuće stvarne vrednosti kapitala kompanije od one objavljene u pasivi bilansa. Latentne rezerve, za razliku od javnih rezervi, nisu u bilansu vidljive. Međutim, za upućeni menadžment i analitičare finansijskih izveštaja one su dokučive, za šta je potrebno dobro poznavanje bilansa i primenjene bilansne politike, ali i zbivanja u okruženju (na tržištu), zavisno i od shvatanja ciljeva bilansa. S obzirom na njihovu dopustivost u razumnoj meri, iza toga treba da stoji osmišljena politika latentnih rezervi.

Latentne rezerve se uobičajeno sistematizuju na sledeći način (pogledati Prikaz 2.2 Sistematika latentnih rezervi):

**Prikaz 2.2. Sistematika latentnih rezervi<sup>22</sup>**



### Formiranje, ukidanje i značaj latentnih rezervi

**Razmatranja pitanja** formiranja (nastanka), ukidanja (oslobađanja) i značaja **latentnih rezervi** posebno u svrhu analize kvaliteta dobitka, ovom prilikom ćemo staviti u kontekst konvencionalnog mečing koncepta, odnosno troškovnog metoda vrednovanja i iskazivanja pozicija bilansa u funkciji obračuna uporedivih periodičnih rezultata. Gledano sa strane zahteva održanja kapitala, kao relevantnog aspekta posmatranja

<sup>22</sup> Pogledati, na primer, A. Coenenberg, op.cit., s. 178.

stvari s obzirom da obračun periodičnog rezultata predstavlja (svakako vrlo složen) proces razgraničenja ostvarenog prinosa na kapital od samog kapitala, u ovom delu naših izlaganja ostaćemo na terenu nominalnog kapitala. U nekim zemljama takav pristup je zakonska obaveza ne samo za potrebe poreskog već i poslovnog bilansa uspeha osim u slučaju potraživanja i obaveza sa valutnom klauzulom, a u drugim sa primenom MRS ili Nacionalnih računovodstvenih standarda, više ili manje bliskih sa MRS, troškovni metod je dopušteni metod vrednovanja u bilansu na primer za nematerijalna ulaganja i nekretnine, postrojenja u opremu, obavezujuće rešenje na primer za zalihe, poslovna potraživanja i obaveze i druga potraživanja i obaveze ozakonjene ili ugovorene nominale u izveštajnoj valuti, ali nedopušteno rešenje za potraživanja i obaveze s valutnom klauzulom i HOV (u portfelju, odnosno vlasništvu kompanije) koje su predmet trgovanja na aktivnom finansijskom tržištu. Dakle, kontekst vrednovanja po nabavnoj vrednosti (troškovnog metoda) prisutan je uvek i svuda samo u različitoj meri, što je važna činjenica za razmatranje latentnih rezervi. Njegova primena podrazumeva poštovanje načela opreznosti koje može usloviti korekciju nabavnih vrednosti (efektivnih troškovnih vrednosti) imovine i obaveza za verovatne gubitke po njihovom osnovu (umanjenja vrednosti pozicija imovine ili rasta vrednosti obaveza) a u cilju eliminisanja skrivenih gubitaka. No to ne umanjuje relevantnost troškovnog metoda vrednovanja (načela nabavne vrednosti) kao konteksta razmatranja latentnih rezervi. O konceptu fer (poštene) vrednosti i njegovom odnosu prema latentnim rezervama biće govora u trećem delu ovog napisa.

**1. Formiranje latentnih rezervi**, u jednom najnačelnijem kazivanju o tome, postiže se potcenjivanjem imovinskih delova u aktivi i precenjivanjem dugoročnih rezervisanja, obaveza i pasivnih vremenskih razgraničenja u pasivi bilansa. No to nije dovoljno reći s obzirom na specifičnosti pojedinih grupa pozicija u bilansu. Zato ćemo se, uglavnom ukratko, osvrnuti na karakteristične grupe pozicija, prevashodno u našim bilansima uz napomenu da je kod nas neposredna primena MSFI/MRS zakonska obaveza svih osim malih pravnih lica i preduzetnika.<sup>23</sup>

**Nematerijalna imovina** može se tumačiti veoma široko s obzirom da je reč nematerijalna antonim u odnosu na reč materijalna koja ima sasvim određeno značenje. Međutim, mi ćemo ovde našu pažnju usredsrediti na jedan uži bilansno relevantan koncept nematerijalne imovine koji uključuje koncesije, patente, licence i slična ugovorna prava kompanije, pouzdano procenjiva ulaganja u istraživanja i razvoj sa izvesnim budućim koristima za kompaniju, gudvil, druga nematerijalna ulaganja i nematerijalna ulaganja u pripremi, kojima je zajedničko i to da su nemonetarnog karaktera i namenjena trošenju ili korišćenju u svrhe stvaranja i prodaje učinaka (proizvoda i usluga) kompanije. Za jedno potpunije razumevanje latentnih rezervi po osnovu nematerijalne imovine značajna je, prevashodno na MRS 38 Nematerijalna imovina oslobođena, podela na:

- zasebno stečenu (nabavljenu) nematerijalnu imovinu;
- nematerijalnu imovinu stečenu putem poslovnih kombinovanja u kojima jedan entitet (pravno lice) stiče kontrolu nad drugim poslovnim entitetom;
- nematerijalnu imovinu stečenu uz državnu pomoć i
- interno stvorenu nematerijalnu imovinu, kao i podela nematerijalne imovine na:
  - nematerijalnu imovinu koja se amortizuje (sistematski otpisuje na teret troškova) prema procenjenom korisnom veku trajanja i odabranom metodu amortizacije i
  - nematerijalnu imovinu koja ne podleže takvom režimu amortizacije,

uz napomenu da sva ona mogu biti predmet vanrednog otpisivanja, odnosno priznavanja gubitka po osnovu umanjenja njihove vrednosti (svođenja vrednosti u poslovnim knjigama i bilansu na nižu nadoknadivu vrednost).

brojna za računovođe i primenjeno računovodstvo važna pitanja iz primene MRS, o čemu smo, za odabrane najvažnije Standarde, detaljno pisali u časopisu Informator, Cekos in, brojevi 10, 11, 12, 13, 14, 15, 17, 20, 21 i 23 iz 2004. godine i 3 i 7 iz 2005. godine, dakle u vreme prve primene MRS kod nas, a onda u brojevima 22/2005, 1 i 3 iz 2006. godine i 3 i 14 iz 2007. godine o promenama u odabranim najvažnijim Standardima. Standardi su "živa" materija, tako da su nakon toga usledile daljne promene. Ovde imamo u vidu njihovu verziju zaključno sa 01.01.2007. godine. Svakako, u skladu s ciljevima ovog napisa, samo na nivou najopštijih razmatranja, za koja ocenjujemo da odgovaraju menadžerskim potrebama.

23 U skladu sa temom cele ove publikacije i u ovom napisu nastojimo održati menadžerski pristup predmetu razmatranja. Zato će izostati

Usled posebne osetljivosti pitanja bilansiranja nematerijalne imovine, već zbog njene bespredmetnosti, i otuda brojnih mogućnosti formiranja latentnih rezervi (nažalost često i skrivenih gubitaka), za nailazeća izlaganja o toj imovini ne smemo obećati kratkoću.

**Zasebno nabavljena nematerijalna imovina** mahom se odnosi na kupljena prava (koncesije, patente, licence i slična prava) sa ugovorenom cenom i rokom korišćenja, što se uobičajeno, barem polazno, uzima kao njihov amortizacioni vek. Polazeći od toga, do formiranja latentnih rezervi po osnovu takvih nematerijalnih ulaganja može doći uglavnom:

- odustajanjem od mogućnosti uključivanja u nabavnu vrednost direktno pripisivih troškova dovođenja imovinskog dela u stanje eksploatacione pripravnosti i testiranja njegovog funkcionisanja (mogućnost iz stava 28 MRS 38 Nematerijalna imovina) ili/i odustajanjem od mogućnosti kapitalizacije troškova finansiranja uslovljenih pribavljanjem imovinskog dela (MRS 23 Troškovi pozajmljivanja), sve u fazi nabavke nematerijalne imovine do njenog dovođenja u stanje upotrebne sposobnosti;
- izborom degresione metode amortizacije za imovinu kojoj odgovara pravolinijsko otpisivanje, skraćanjem amortizacionog perioda u odnosu na ugovoreni ili realno mogući korisni vek trajanja, zadržavanjem troškovnog metoda vrednovanja uprkos rasta cena odnosno imovine ili/i opšte inflacije i preteranim umanjenjem vrednosti po osnovu naknadnih procena nadoknadive vrednosti, sve u toku eksploatacije odnosnih imovinskih delova, a s povodima datim u MRS 38 Nematerijalna imovina.

Opisane latentne rezerve u zasebno nabavljenoj nematerijalnoj imovini, zavisno od njihovog porekla, mogu biti svrstane u:

- kategoriju latentnih rezervi po osnovu procene i
- kategoriju svojevuljnih latentnih rezervi.

**Nematerijalna imovina stečena u okviru poslovnog kombinovanja kompanija** u kome jedna od njih stiče kontrolu nad drugom kompanijom, sudeći prema MRS 38 Nematerijalna imovina i MSFI 3 Poslovne kombinacije, uključuje:

- prepoznatljive delove nematerijalne imovine ste-

čene kompanije koji se mogu odvojeno iskazivati i pouzdano vrednovati, uključiv i nematerijalnu imovinu koja u bilansu stečene kompanije nije iskazana (na primer, istraživačko-razvojni projekt stečenog pravnog lica) naravno pod pretpostavkom da ispunjava uslove njene odvojene iskazivosti, utemeljenih očekivanja budućih koristi i pouzdanog vrednovanja na dan kombinacije (kako je to određeno u pomenutom MRS i MSFI);

- i eventualni gudvil proistekao iz kombinacije, odnosno sticanja kontrole od strane sticaoca nad stečenom kompanijom.

*Na ovom mestu smo pod zahtevom da razmotrimo formiranje latentnih rezervi po osnovu celine nematerijalnih ulaganja stečenih kombinovanjem kompanija, što, onda, nameće obavezu posmatranja i gudvila.* Kako se on uvek tiče celine stečenog entiteta i proističe iz odnosa nabavne vrednosti čiste imovine (kapitala) stečenog entiteta prema razlici između fer vrednosti njegovih prepoznatljivih (u odnosu na gudvil posebnih) imovinskih delova, na jednoj strani, i nastalih ili preuzetih, uključiv i potencijalnih obaveza, na drugoj strani, to već ovde, pored nematerijalne imovine, moramo pokriti i druge bilansne stavke. Naime, polazeći od zahteva da se poslovne kombinacije računovodstveno (bilansno) obuhvataju i iskazuju po metodu kupovine (MSFI 3, stav 14), kompanija sticalac najpre utvrđuje nabavnu vrednost čiste imovine (ekvitalia) stečenog entiteta, u koju uključuje data novčana ili druga sredstva, izdate svoje instrumente kapitala, nastale ili preuzete obaveze u zamenu za stečenu čistu imovinu stečenog entiteta, odnosno kontrolu nad stečenom kompanijom, i to sve vrednovano po fer vrednosti (najbolje po tržišnoj vrednosti ako je ima, a ako ne onda po pošteno procenjenoj vrednosti ekonomskih koristi sadržanih u pomenutim stavkama), kao i sve poslovnom kombinacijom neposredno uslovljene troškove (MSFI 3, stav 24, kao i stavovi 25 do 31 sa bližim odredbama o elementima nabavne vrednosti stečene čiste imovine, odnosno kapitala stečenog entiteta), uključiv i eventualno ugovorne korekcije nabavne vrednosti po osnovu određenih događaja pod uslovom da su te korekcije na dan sticanja verovatne i pouzdano procenjive (MSFI 3, stav 32, kao i stavovi 33 i 34 sa dodatnim objašnjenjima). Na taj način

utvrđenu nabavnu vrednost stečene čiste imovine preuzetog entiteta, kompanija sticalac raspoređuje na prepoznatljivu (zasebno iskazivu) imovinu, obaveze i potencijalne obaveze stečenog entiteta ako zadovoljavaju Standardom utvrđene kriterijume uključivanja u bilans, i to vrednujući ih po njihovim fer vrednostima (MSFI 3, stavovi 36 i 37).<sup>24</sup> *Ako nabavna vrednost stečene čiste imovine (kapitala) prevaziđe neto fer vrednost prepoznatih bilansnih stavki, odnosno razliku između fer vrednosti imovinskih stavki stečenog entiteta, na jednoj strani, i fer vrednosti obaveza i potencijalnih obaveza, na drugoj strani, pojavljuje se gudvil, kao pozicija nematerijalne imovine, koja ne podleže režimu amortizacije, već se godišnje ili po potrebi i češće njegova vrednost testira i u poslovnim knjigama i bilansu umanjuje za eventualne gubitke inicijalne ili prethodne vrednosti.*

U operacijama poslovnog kombinovanja sa pojavom gudvila može doći do pojave latentnih rezervi na sledeći način:

- potcenjivanjem fer vrednosti datih stvari ili prava u zamenu za stečenu čistu imovinu stečenog entiteta, što je zapravo potcenjivanje nabavne vrednosti čiste imovine, odnosno ekvitalia (kapitala) stečenog entiteta;
- odustajanjem od pripisivanja nabavnoj vrednosti čiste imovine stečenog entiteta delova ili svih operacijom kombinovanja neposredno uslovljenih (direktnih) troškova;
- potcenjenom čistom imovinom uslovljenim potcenjivanjem celine stečene imovine i gudvila, kao i nejednakom podelom nabavne vrednosti čiste imovine između prepoznatljive imovine (u okviru nje i nematerijalne imovine) i gudvila pri proceni fer vrednosti prepoznatljive imovine i nejednakim raspoređivanjem nabavne vrednosti čiste imovine stečenog entiteta na pojedine pozicije prepoznatljive imovine, što je sve skupa od uticaja na visinu

<sup>24</sup> Sve to jednako vredi i za prepoznatljive (u odnosu na gudvil odvojeno dostupne i iskazive) delove nematerijalne imovine, uključiv čak i istraživačko-razvojne projekte stečenog entiteta, naravno pod uslovom da zadovoljava kriterijume posedovanja stvarne kontrole od strane izveštajnog entiteta nad tom imovinom, izvesnosti budućih ekonomskih koristi za entitet po osnovu te imovine i mogućnosti pouzdanog odmeravanja njene vrednosti na dan sticanja, kako je to regulisano u MRS 38 Nematerijalna imovina.

i buduću obračunsku sudbinu latentnih rezervi s obzirom da su različite grupe imovine pod različitim obračunskim režimima. Naime, za formiranje i održavanje latentnih rezervi nije svejedno u kojoj su meri za koju imovinsku grupu vezane. Jer, neke stavke imovine ne podležu amortizaciji (gudvil i zemljište), druge podležu amortizaciji po različitim metodama i stopama otpisivanja (građevine, postrojenja i oprema), treće se jednokratno troše (zalihe), a četvrte se u kraćem ili dužem roku naplaćuju (poslovna potraživanja, dati krediti i sl.) itd.;

- precenjivanjem obaveza stečenog poslovnog entiteta.

**Nematerijalna imovina stečena pomoću državnog davanja** uobičajeno sadrži razne vrste prava koja kompaniji ustupa država uz neku naknadu ili bez naknade, a koja su obično pod režimom amortizacije. Ona se uključuju u poslovne knjige i bilans po procenjenoj fer vrednosti, što je osnovni postupak, ili po nominalnoj vrednosti, kao alternativnom postupku (MRS 38 Nematerijalna ulaganja, stav 44, i MRS 20 Računovodstvo državnih davanja i obelodanjivanje državne pomoći, stav 23). Latentne rezerve po njihovom osnovu mogu biti inicijalno kreirane:

- potcenjivanjem fer vrednosti na taj način stečene imovine i državnog davanja ako kompanija odabere model fer vrednosti za bilansno priznavanje te imovine ili
- još više ako se za računovodstveno obuhvatanje takve nematerijalne imovine odabere model vrednovanja po nominalnoj vrednosti.

Pošto je ovo zgodna prilika, napomenimo da isto vredi i za materijalnu imovinu stečenu na isti način.

**Interno stvorena nematerijalna imovina** je posebno izazovno područje. Ovo zbog sve značajnijih ulaganja (troškova) u generisanje takve imovine i zbog delikatnosti pitanja ispunjenosti kriterijuma za priznavanje (kapitalizaciju, odnosno bilansno aktiviranje) takve imovine. Dominantno mesto u tome pripada aktivnostima i troškovima istraživanja i razvoja. U vezi s njima, usled različite izvesnosti i merljivosti eventualnih budućih efekata po osnovu aktivnosti i troškova istraživanja, na jednoj strani, i aktivnosti i troškova razvoja, na drugoj strani, kao i zbog odgovora strožijom oprežnošću (prudencijom)



bilansiranja u odnosu na pojave neopravdanog kapitalizovanja troškova od kojih se budući efekti ne mogu očekivati, MRS 38 Nematerijalna imovina nalaže:

- da se nematerijalna imovina koja proističe iz aktivnosti istraživanja ne može kapitalizovati (priznati kao stavka aktive u bilansu), već se troškovi nastali po tom osnovu imaju uključiti u rashode perioda njihovog nastanka (stav 54);
- dok se nematerijalna imovina koja proističe iz aktivnosti razvoja kapitalizuje, odnosno aktivira u bilansu stanja, istina pod uslovom da entitet može dokazati izvodljivost završetka takve imovine, svoju nameru da je završi, sposobnost njenog korišćenja ili prodaje, način na koji će ona proizvoditi buduće ekonomske koristi, raspoloživost resursa za njeno dovršenje i sposobnost pouzdanog utvrđivanja troškova pripisivih takvoj imovini, odnosno njene cene koštanja (stav 57).

Očigledno poenta je na računovodstvenom konzervativizmu (opreznosti bilansiranja), koji nam je, kao protuteža raznim neutemeljenim optimizmima drugih, prihvatljiv. No, ne osporavajući to računovodstveno načelo, s obzirom da se ovde bavimo pitanjem latentnih rezervi kao činioca kvaliteta iskazanih dobitaka, možemo konstatovati da aktivnosti razvoja obično polaze od rezultata istraživanja i da ih je često teško razgraničiti, te možemo postaviti pitanje da li troškovi istraživanja baš nikada ne zaslužuju da budu kapitalizovani (priznati) kao interno stvorena nematerijalna imovina. U vezi s tim navešćemo samo dva karakteristična primera iz samog MRS 38:

Aktivnosti istraživanja	Aktivnosti razvoja
Istraživanja alternativnih materijala, proizvoda, tehnoloških procesa sistema, uređaja i sl.	Projektovanje, izgradnja i testiranje odabranih novih ili poboljšanih materijala, proizvoda, procesa, sistema, uređaja i sl.

Mogućnost povezanosti prvih i drugih aktivnosti je evidentna, ali, po Standardu, troškovi prvih ne smeju, a drugi mogu biti kapitalizovani (priznati) kao interno stvorena nematerijalna imovina. Slično troškovima istraživanja, nedopustivo je kapitalizovanje troškova marketinga iako "... može biti dat snažan razlog za priznavanje mnogih primera troškova marketinga kao ulaganja u imovinu

pre nego kao tekućih operativnih rashoda."<sup>25</sup> No o tome više nekom drugom prilikom, odnosno kada dođe na red razmatranje šireg konteksta nevidljive aktive. Napomenimo samo usput da, ako već finansijsko računovodstvo sa eksternim finansijskim izveštavanjem ne može da zadovolji jednu takvu potrebu, menadžmentu stoji na raspolaganju upravljačko računovodstvo, koje, oslobođeno stega eksternih propisa, može upražnjavati jedan širi pogled na interno generisanu nematerijalnu imovinu i svojim informacijama o njoj, ne samo pomoći menadžment u upravljanju odnosnim troškovima i performansama, već i obogatiti obelodanjivanja o troškovima istraživanja i razvoja, marketinga i sličnih aktivnosti koje kreiraju vrednost za kupce i samu firmu.

Interno generisani gudvil, ma koliko bio stvarno prisutan, prema MRS 38, stav 48-50, ne može se aktivirati kao nematerijalna imovina "... zato što nije resurs koji se može identifikovati, koji entitet kontroliše i koji se može pouzdano odmeravati po nabavnoj vrednosti (ceni koštanja)." To je opet izraz računovodstvenog konzervativizma (opreznosti) u odmeravanju i iskazivanju imovine kompanije za potrebe eksternog finansijskog izveštavanja, jer preuzimanje kontrole nad entitetom od drugog entiteta u postupku poslovnog kombinovanja podvodi se pod računovodstveni metod kupovine, što odgovara načelu realizacije (kao sastavnog dela nadređenog načela opreznosti) i opravdava iskazivanje gudvila kao stavke nematerijalne imovine samo u okviru operacije kombinovanja.

Interno stvorena nematerijalna imovina iz aktivnosti razvoja, koja ispunjava navedene kriterijume priznavanja, unosi se inicijalno u poslovne knjige i bilans po nabavnoj vrednosti, odnosno ceni koštanja koja uključuje sve neposredno pripisive troškove neophodne za stvaranje odnosnog imovinskog dela i njegovo dovođenje u stanje pripravnosti za eksploataciju (MRS 38, stavovi 24, 65 i 66).

Do pojave latentnih rezervi po osnovu interno generisane nematerijalne imovine dolazi:

- zabranom kapitalizovanja i onih troškova istraživanja, marketinga i sličnih aktivnosti koji doprinose budućim ekonomskim koristima za kompaniju;
- zabranom aktiviranja postojećeg gudvila pre nje-

25 R. Wilson, "Accounting for Marketing Assets", European Journal of Marketing 20, 1, 2001, p. 69.

gove realizacije putem čina poslovnog kombinovanja u kome kontrola nad entitetom prelazi u ruke drugog entiteta sticaoca;

- izostavljanjem nekih ili potcenjivanjem drugih ili svih neposredno pripisivih troškova koji se uključuju u cenu koštanja pri početnom aktiviranju (prižnavanju) takve imovine.

Nivo tako kreiranih latentnih rezervi tokom nailazećih perioda zavisi od izbora metoda i brzine amortizacije i primenjenog modela procene odnosno nematerijalne imovine (model nabavne vrednosti ili model revalorizacije) u toku perioda eksploatacije.

**Nekretnine, postrojenja i oprema** mogu biti pribavljeni:

- kupovinom uz obavezu promptnog ili oročenog plaćanja gotovinom,
- razmenom za druga nemonetarna sredstva,
- izgradnjom ili proizvodnjom u sopstvenoj režiji i
- sticanjem u okviru poslovnog kombinovanja entiteta.

Mogućnosti početnog kreiranja latentnih rezervi su uslovljene načinom pribavljanja, što nas obavezuje da ih makar ukratko, predstavimo. Pri tom sticanje u okviru poslovnog kombinovanja entiteta možemo zaobići zato što je ono moralo biti obuhvaćeno prilikom razmatranja gudvila kao stavka nematerijalnih ulaganja, stečenog u operacijama kombinovanja.

*Nekretnine, postrojenja i oprema pribavljeni kupovinom* uključuju se u poslovne knjige po nabavnoj vrednosti koju čine fakturna vrednost uvećana za carine, poreze i slične obavezne izdatke, zatim troškovi samog entiteta neposredno uslovljeni dovođenjem nabavljenog sredstava u stanje funkcionalne pripravnosti, onda početno procenjeni troškovi demontaže ili rušenja sredstava, njegovog uklanjanja i uređivanja terena posle njega (sve to po MRS 16, stav 16), kao i neto troškovi pozajmljivanja neposredno uslovljeni finansiranjem nabavke tog sredstva (MRS 23 Troškovi pozajmljivanja, stavovi 10-28), s tim što valja pomenuti i promene knjigovodstvene vrednosti tokom eksploatacije za troškove zamene određenih delova ili rekonstrukcije sredstava (MRS 16, stav 13) i za troškove redovnih detaljnih kontrola kao uslova nastavka korišćenja sredstava (MRS 16, stav 14). Ako ostavimo po

strani stavljanje kupljenog sredstva na teret troškova umesto uključivanja u imovinu kao primitivni način kreiranja latentnih rezervi, onda se mogućnost nastanka latentnih rezervi u fazi nabavke svodi na izostavljanje ili potcenjivanje nekih ili svih navedenih troškova (osim fiktivne vrednosti, carina, poreza i sličnih obaveznih davanja) početno ili naknadno uključivih u knjigovodstvenu vrednost sredstava.

*Nekretnine, postrojenja i oprema pribavljeni razmenom za druga nemonetarna sredstva* mogu u sebi poneti početne latentne rezerve ako se u poslovne knjige ne uključe po fer (tržišnoj) vrednosti zato što čin pribavljanja nema trgovinsku suštinu ili se fer vrednosti ni primljenog ni datog sredstva ne može pouzdano proceniti, već po knjigovodstvenoj vrednosti sredstava datog u razmenu (MRS 16, stav 24), ako je to sredstvo već bremenito latentnim rezervama.

*Nekretnine, postrojenja i oprema pribavljeni proizvodnjom ili izgradnjom u sopstvenoj režiji* potiču iz operacije aktiviranja učinaka (proizvoda i usluga) samog izveštajnog entiteta, što tangira i bilans uspeha u kome se imaju iskazati i prihodi po tom osnovu sa nultim dobitkom. U tom slučaju i imovinski deo i prihod po tom osnovu unose se po troškovima proizvodnje (MRS 16, stav 22), koji uključuju nabavnu vrednost utrošenog materijala (dodali bismo i eventualnih stranih usluga) i troškove konverzije (prerade), obadvoje u normalnim iznosima, tj. bez neobičajeno visokih trošenja, kao i određeni neproizvodni troškovi uslovljeni učinkom o kome se radi (MRS 2 Zalihe, stavovi 10-16), uz mogućnost kapitalizovanja i direktnih neto troškova pozajmljivanja za finansiranje proizvodnje ili izgradnje tog učinka (MRS 23, stavovi 10-28). Ako opet zanemarimo menadžersko-računovodstvenu mogućnost odustajanja od aktiviranja interno generisanih nekretnina, postrojenja i opreme, što bi se moglo nazvati brutalnom bilansnom politikom, onda latentne rezerve u takvoj imovini mogu biti početno kreirane donošenjem eventualnih latentnih rezervi prethodno vezanih za materijal i odustajanjem od ukalkulisavanja ili potcenjivanjem nekih od navedenih troškova.

*Tokom eksploatacije latentne rezerve u nekretninama, postrojenjima i opremi* mogu biti dodatno uvećane izborom metoda otpisivanja (recimo, degresivnog umesto

sredstvu prikladnog pravolinijskog otpisivanja), izborom kraćeg od odgovarajućeg otpisnog veka, rashodovanjem umesto aktiviranja troškova zamene posebnih delova, rekonstrukcija i redovnih kontrola, kao uslova funkcionalne sposobnosti sredstava tokom otpisnog veka. U istom smeru deluju i dobici od držanja ovih kao i svih nemonetarnih sredstava u uslovima rasta cena, odnosno inflacije. No, ne zaboravimo da, s druge strane, obračunom periodičnih amortizacija dolazi do umanjenja ostatka latentnih rezervi, o čemu će kasnije, u okviru izlaganja o razrešenju (oslobađanju) latentnih rezervi biti nešto više reči.

**Zalihe** su samo na prvi pogled jednostavna, a u stvarnosti dosta složena i vrlo važna grupa pozicija imovine. O tome svedoči sadržina ove imovinske grupe koja pokriva:

- zalihe materijala (uključiv i rezervne delove, alat i inventar sa jednokratnim otpisivanjem, odnosno uključivanjem u troškove u momentu ugradnje ili davanja u upotrebu),
- zalihe nedovršene proizvodnje,
- zalihe gotovih proizvoda,
- zalihe robe,
- stalna sredstva namenjena prodaji (s poreklom iz nabavke radi prodaje ili iz prethodne eksploatacije u preduzeću) i
- dati avansi za nabavku zaliha i usluga.

Sve važne stavke činilaca poslovnog procesa. Zato i jeste čudno što je u našem aktuelnom obrascu bilansa stanja propisano iskazivanje samo zbirne stavke zaliha, a njihovo raščlanjeno iskazivanje pomereno u Napomene uz finansijske izveštaje. To, istina, ne protivureći MRS 1 Prezentacija finansijskih izveštaja, kada on u stavu 68, određujući minimum objavljivanja u obrascu bilansa stanja, navodi samo zbirnu stavku zaliha. Međutim isti Standard, u stavu 69, dopušta iskazivanje dopunskih (raščlanjenih) stavki "... kada je takvo prikazivanje relevantno za razumevanje finansijske pozicije entiteta." Da smo tu ponudu iskoristili samo bismo našu šemu bilansa stanja uskladili sa obadve moguće šeme bilansa iz IV direktive Saveta EU, date u članu 9, stav D.I Zalihe i članu 10, stav D.I Zalihe, po kojima se bilansna grupa Zalihe iskazuje raščlanjeno po pozicijama Osnovni i potrošni materijal, Nedovršena proizvodnja, Gotovi proizvodi i trgovačka roba i Plaćeni

avansi. Ovakvo ili slično raščlanjeno iskazivanje zaliha u samom bilansu po pravilu je relevantno za ocenu finansijske pozicije entiteta. Prepuštanjem tih podataka samo Napomenama uz finansijske izveštaje stvorena je mogućnost da, u uslovima finansijsko-izveštajne nekulture kao raširene pojave kod nas, posebno u odnosu na Napomene uz finansijske izveštaje, takvi podaci izostanu i tako hendikepiraju korisnike finansijskih izveštaja u svakom pogledu pa i u pogledu mogućnosti da se dokuče latentne rezerve kao važan činilac analize kvaliteta dobitka. Zato se, u cilju nešto potpunijeg predstavljanja latentnih rezervi po osnovu zaliha i mogućnosti njihovog otkrivanja od strane korisnika finansijskih izveštaja, moramo poslužiti razuđenom sistematikom zaliha s početka ovog pasusa, uz moguća sažimanja po srodnosti procesa iz kojih one i njihove nabavne vrednosti/cene koštanja potiču, ali i uz obavezu dubljeg raščlanjavanja tamo gde se potreba za tim pojavi.

*Nabavljene zalihe* sadrže materijal (uključiv i rezervne delove, alat i inventar sa jednokratnim knjigovodstveno-bilansnim trošenjem), trgovačku robu i stalna sredstva nabavljena u cilju prodaje (nematerijalna ulaganja, nekretnine, postrojenja i oprema i biološka sredstva, nabavljena radi prodaje). Za njihovo vrednovanje i iskazivanje u bilansu važi opšte pravilo procene po nabavnoj vrednosti ili neto ostvarivoj vrednosti ako je ova niža. Nabavnu vrednost čine fakturna vrednost dobavljača (ili viša carinska vrednost u slučaju uvoza), carine, porezi i druge bespovratne dažbine povezane s nabavkom, kao i drugi zavisni troškovi nabavke (troškovi, utovara, transporta, pretovara i istovara i drugi manipulativni troškovi do dovođenja nabavljenih zaliha na mesto i u stanje raspoloživosti za potrošnju ili prodaju), uključiv i cenu koštanja (ukoliko ne prevazilazi tržišnu vrednost) sopstvenih učinaka entiteta utrošenih u procesu nabavke (vlastiti utovar, transport, pretovar i istovar). U skladu sa MRS 23 Troškovi pozajmljivanja, stavovi 10-18, dopušteno je da, pod tamo utvrđenim uslovima, i kroz nabavnu vrednost određenih zaliha mogu biti kapitalizovani neto troškovi pozajmljivanja (finansiranja) koji su direktno pripisivi (uslovljeni) identifikovanim stečnim (nabavljenim) sredstvima. Sve navedene komponente nabavne vrednosti predstavljaju knjigovodstvenu vrednost nabavljenih zaliha od momenta njihovog početnog priznavanja. Ako zanemarimo grube bilansne propu-

ste ili prekršaje (recimo zapostavljanje činjenice postojanja sredstava), onda latentne rezerve po osnovu Nabavljenih zaliha mogu biti kreirane:

- stavljanjem fakturiranih zavisnih troškova nabavke na teret tekućih troškova kompanije umesto njihovog uključivanja u kalkulaciju nabavne vrednosti kupljenih zaliha;
- potcenjivanjem ili izostavljanjem troškova sopstvenih učinaka utrošenih u procesu nabavke zaliha;
- potcenjivanjem količinske komponente zaliha na bilansni dan u slučajevima kada se količina zaliha mora utvrđivati procenom umesto inventarisanjem (brojanjem, merenjem i sl.);
- izostavljanjem ili potcenjivanjem neto troškova pozajmljivanja neposredno pripisivih određenim zalihama pri formiranju njihove inicijalne nabavne vrednosti;
- precenjivanjem eventualnih umanjena vrednosti zaliha s gubitkom svoje inicijalne ili prethodne vrednosti;
- kao i (u nadi da ne pravimo principijelnu grešku) primenom precenjenog zvaničnog kursa domaće valute u slučaju zaliha iz uvoza;
- pojavom tzv. dobitaka od držanja nabavljenih zaliha u uslovima rasta cena, koji su u osnovi inflatornog porekla.

Bilo bi dobro da sve to bude obelodanjeno u Napomenama uz finansijske izveštaje.

**Nedovršena proizvodnja**, kao bilansna pozicija, može se odnositi na proizvodnju u konvencionalnim industrijama, proizvodnju po ugovorima o izgradnji, učinke uslužnih delatnosti i poljoprivrednu proizvodnju. Bilo bi interesantno, ali i prostorno zahtevno pojedinačno ih razmotriti u kontekstu priče o kreiranju latentnih rezervi. Zato ćemo pokušati da u toj priči prepoznamo zajednički imenitelj za navedene vrste nedovršene proizvodnje, uz dodatak samo najneophodnijih specifičnosti. U načelu, za svaku od navedenih vrsta nedovršene proizvodnje primenjuje se pravilo vrednovanja po proizvodnoj ceni koštanja ili neto ostvarivoj vrednosti (prodajna vrednost umanjena za neophodne troškove dovršavanja i troškove prodaje) kada je ova niža i ako je pouzdano utvrđiva. U tu svrhu, u cenu koštanja se računavaju troškovi

direktnog materijala i tzv. troškovi konverzije, koji uključuju druge direktne troškove proizvodnje i opšte troškove proizvodnje, odnosno troškove funkcija nabavke, tehničkog upravljanja, pomoćnih proizvodnih delatnosti (alatnica, održavanje, energana u najširem smislu reči i slične pomoćne organizacione jedinice) i osnovne proizvodne delatnosti, pri čemu se zalihama pripisivi opšti fiksni troškovi odmeravaju srazmerno iskorišćenom delu uobičajenog proizvodnog kapaciteta. Tu su još i pripisivi drugi troškovi (na primer troškovi upravno-administrativnih aktivnosti u samom proizvodnom procesu, kao i neto troškovi finansiranja neposredno pripisivi odgovarajućim delovima nedovršene proizvodnje prema MRS 23 Troškovi pozajmljivanja), dok se u cenu koštanja nedovršene proizvodnje ne mogu uključiti nepotrebni troškovi navedenih funkcija, kao ni troškovi opšteg upravljanja i administracije kompanije i troškovi prodaje. Specifično za zalihe nedovršenih ugovora o izgradnji u cenu koštanja se uključuju procenjeni troškovi po osnovu garancije i direktno pripisivi troškovi izvesnog pribavljanja (dobijanja) ugovora o izgradnji, s tim što se sve prodaje, na primer, viškova materijala, postrojenja i opreme po realizaciji ugovora i sl. sporedni prihodi mogu uključiti kao smanjenje cene koštanja ugovora. Sve navedene komponente troškova čine vrednosnu osnovu početnog priznavanja zaliha nedovršene proizvodnje i od tog momenta predstavljaju njihovu knjigovodstvenu vrednost.

**Gotovi proizvodi** se vrednuju na isti način kao i nedovršena proizvodnja s tom razlikom što je verovatnija primena neto ostvarive vrednosti (prodajna vrednost umanjena samo za troškove prodaje) jer je pouzdanije procenjiva i što se poljoprivredni proizvodi ubrani od bioloških sredstava vrednuju po fer vrednosti na dan ubiranja (najbolje po ceni sa aktivne produktne berze na taj dan, a ako ne onda po ceni poslednje tržišne transakcije ili sadašnjoj vrednosti očekivanih neto tokova gotovine, što je složen metod) umanjenoj za procenjene troškove prodaje bez troškova prevoza i drugih troškova dopreme do tržišta (MRS 41 Poljoprivreda, stavovi 10-25).

Osnovi nastanka *latentnih rezervi na pozicijama nedovršene proizvodnje i gotovih proizvoda su uglavnom zajednički* i odnose se na:



- prenete latentne rezerve prethodno stvorene vrednovanjem zaliha materijala;
- izostavljanje ili potcenjivanje interno alociranih troškova funkcija nabavke, tehničkog upravljanja i pomoćnih delatnosti na glavnu proizvodnu delatnost;
- potcenjivanje kvota opštih fiksnih troškova proizvodnje i drugih opštih fiksnih troškova pripisivih zalihama na osnovu previsoko postavljenog uobičajenog kapaciteta proizvodnje;
- potcenjivanje troškova izvesnog pribavljanja (dobi- janja) posla i precenjivanje troškova popravki, rada i sl. po osnovu garancije (jedini slučaj precenjiva- nja troškova zaliha koji predstavlja latentnu rezervu jer se radi o kalkulativnoj stavci sličnoj dugoroč- nim rezervisanjima, koja će se, ako izostane ili se pojavi u manjem iznosu od predviđenog, objekti- virati u budućnosti kao dobitak) u slučaju zaliha po osnovu ugovora o izgradnji;
- precenjivanje očekivanih troškova dovršetka i pro- daje kod zaliha nedovršene proizvodnje i samo troš- kova prodaje ili, specifično za poljoprivrednu proi- zvodnju, dela troškova prodaje kod zaliha gotovih proizvoda, a za model procene tih zaliha po neto ostvarivoj vrednosti ili po neto fer vrednosti u nji- hovom vrednovanju i iskazivanju u bilansu;
- pojavu tzv. dobitaka po osnovu držanja zaliha u uslovima rasta cena, koji su u osnovi inflatornog porekla;
- precenjivanje eventualnih umanjenja knjigovod- stvene vrednosti ovih zaliha nakon njihovog počet- nog priznavanja.

Poštena obelodanjivanja modela vrednovanja i postu- paka utvrđivanja vrednosti zaliha nedovršene proizvo- dne i gotovih proizvoda predstavljaju bitne pretpostavke za dokučivanje njihovim bilansiranjem stvorenih latentnih rezervi i korišćenje ovih u oceni kvaliteta dobitka.

**Poslovna potraživanja** uključuju potraživanja po osnovu prodaje, potraživanja iz specifičnih poslova i druga potraživanja. Ona predstavljaju izvadak iz finansijskih sred- stava sa računovodstvenim tretmanom pre svega u famo- znim MSFI Finansijski instrumenti: Obelodanjivanje, MRS 32 Finansijski instrumenti: prezentacija i MRS 39 Finan-

sijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje. Ovde smo ih izdvojili prevashodno zbog toga što su zastupljena kod svih finansijsko-izveštajnih subjekata. Osim toga, na ostale finansijske instrumente s karakterom imovinskih (aktiv- nih) pozicija pa i onih pasivnih (osim poslovnih obaveza), s obzirom na širinu problematike njihovog računovod- stvenog obuhvatanja i prezentacije u finansijskim izvešta- jima, moći ćemo se u ovom napisu samo ukratko osvrnuti u kontekstu priče o konceptu fer vrednosti, odnosno u 3. delu ovog napisa. Do kreiranja latentnih rezervi na pozi- cijama potraživanja po osnovu prodaje i potraživanja iz specifičnih poslova dolazi izbegavanjem nastanka potra- živanja, odnosno poslovno-političkom merom odlaganja prihoda potkraj perioda (mera pre dana bilansa), ili pre- cenjivanjem otpisa i ispravke vrednosti pojedinih potraži- vanja uključenih u bilans (mera posle dana bilansa). Ove mere obično koriste dobitne organizacije. U njihovoj osnovi stoje motivi poreskih ušteda, zaštite dobitka od pretera- nih dividendnih apetita (zavisno od stratifikacije i sklo- nosti akcionara) i zaštite od mogućih gubitaka potraži- vanja nakon usvajanja bilansa. U bilansima kod nas rela- tivno je česta pojava čak i vrlo visokih latentnih rezervi po osnovu pomenute dve pozicije poslovnih potraživanja. Nalazili smo ih i na drugim potraživanjima. U svakom slu- čaju korisnici finansijskih izveštaja moraju pokloniti punu pažnju ovim latentnim rezervama kada se bave analizom kvaliteta dobitka. Jedna takođe važna napomena u vezi s tim. I neotpisana ili neispravljena poslovna potraživanja mogu biti bremenita latentnim rezervama ako su devi- zna, odnosno pod valutnom klauzulom, a inovalute na koje ona glase potcenjene u odnosu na dinar. Slično je i sa kratkoročnim finansijskim plasmanima, gotovinskim ekvivalentima i gotovinom deviznog karaktera, odnosno sa valutnom klauzulom.

**Dugoročna rezervisanja** smo prethodno, u tački 2.1., kategorijalno odredili, odnosno opisali ciljeve i način formiranja i korišćenja te važne pasivne bilansne pozicije takoreći za svaki finansijsko-izveštajni entitet, jer je teško zamisliti firmu na bilansni dan bez troškova i rizika uslov- ljenih prošlim poslovanjem s izvesnim i dovoljno pouz- dano procenjivim budućim odlivima vrednosti po tom osnovu. Pošto je njihov iznos na bilansni dan pa ni do dana usvajanja bilansa nepoznat, ona su predmet pro-

cene. Pri tome, u skladu s nadređenim načelom računovodstvene opreznosti bolje ih je preceniti nego potceniti, što vodi ka razumnim, odnosno prihvatljivim latentnim rezervama. U tom smislu one treba da budu uvažavane od strane svih korisnika finansijskih izveštaja. Međutim, kod firmi redukovane svesti o značaju istinitog i poštenog finansijskog izveštavanja, pre svega za same njih i njihov menadžment, a onda i za finansijsko-izveštajni i svaki drugi kredibilitet menadžmenta pred brojnim eksternim stakeholderima, neretko nailazimo na neregularna prećenivanja pozicije dugoročnih rezervisanja i rashoda izveštajnog perioda po tom osnovu. Do njih korisnik finansijskih izveštaja može dopreti pažljivim čitanjem dela obelodanjivanja u Napomenama uz finansijske izveštaje, na koja, sigurno ne slučajno, obavezuju stavovi 84 i 85 MRS 37 Rezervisanja, potencijalne obaveze i potencijalna imovina. Ako korisnik finansijskih izveštaja tim napomenama ne raspolaže, onda do barem globalne impresije o latentnim rezervama i njihovoj realnosti može doći njihovom komparativnom analizom na osnovu podataka iz bilansa stanja i bilansa uspeha, a po obrascu:

Elementi <sup>□</sup>	Prethodni periodi		Tekući period
	1.	2.	
1. Dugoročna rezervisanja na početku perioda			
2. Troškovi rezervisanja			
3. Svega (1+2)			
4. Dugoročna rezervisanja na kraju perioda			
5. Iskorišćena i stornirana rezervisanja u toku perioda (3-4)			
6. Stopa učešća troškova rezervisanja u poslovnom prihodu			
7. Odnos stanja dugoročnih rezervisanja prema imovini			

Jedna ovakva analiza i ocena realnosti dugoročnih rezervisanja dakle i latentnih rezervi (isto tako i eventualnih skrivenih gubitaka) sadržanih u toj bilansnoj poziciji, biće utoliko delotvornija ukoliko joj analitičar doda sličnu analizu neposredno uporedivog ili kruga uporedivih entiteta ili i procene poslovnih očekivanja uključiv i rizike u relevantnom širem okruženju. Izraženije oscilacije vrednosti u prethodnom obrascu same za sebe, a pogotovo ako ih ne podržavaju rezultati komparativne analize

sa neposrednim, bližim i širim okruženjem, upućuju na nedoslednost politike rezervisanja i latentnih rezervi u njima, što onda mora biti na odgovarajući način vrednovano u analizi kvaliteta iskazanih dobitaka.

**Kratkoročne poslovne obaveze**, kao osnov nastanka latentnih rezervi u okviru koncepta nabavne vrednosti, treba da budu posebno pomenute pre svega zbog njihove zastupljenosti kod svih finansijsko-izveštajnih entiteta. Dugoročne i kratkoročne finansijske obaveze ćemo ovde izostaviti zato što i samo njihovo pominjanje, u zemlji sa obaveznom primenom MRS, skreće pažnju na koncept fer vrednosti, predviđen za razmatranje u 3. delu ovog napisa.

Kratkoročne poslovne obaveze predstavljaju dosta širok skup obaveza koji uključuje obaveze za primljene avanse, kaucije i izvršene nabavke (zvanični zbirni naziv im je obaveze i poslovanja), obaveze iz specifičnih poslova, obaveze po osnovu zarada i naknada zarada, druge obaveze i obaveze za poreze, doprinose i druge dažbine, s tim da je svaka od ovih grupa složena, što isključuje mogućnost analitičkog, odnosno čini svrsishodnim sintetički pristup latentnim rezervama po osnovu ovih pozicija. Ovaj skup obaveza vrednuje se i iskazuje u bilansu, po pravilu, po dokumentovanim nabavnim (nominalnim) vrednostima, s pripisom ugovorenih kamata ako su uslovi pripisivanja ispunjeni i s kursiranjem (kod nas uobičajeno navije) ako su obaveze deviznog karaktera, odnosno s valutnom klauzulom. Polazeći od toga, latentne rezerve po osnovu kratkoročnih poslovnih obaveza mogu biti kreirane grubim bilansnim postupcima unosa nepostojećih obaveza, zaračunavanjem nepredviđenih kamata i reklasifikovanjem običnih u obaveze s valutnom klauzulom. Nešto inteligentniji, ali po namerama niukoliko čistiji vid kreiranja latentnih rezervi po osnovu kratkoročnih poslovnih obaveza je proizvod smišljene apriorne realokacije dobitaka između povezanih pravnih lica putem precenjenih međusobnih faktura za proizvode i usluge i “naduvanih” međusobnih kamata, što čak ostaje van eliminacionog domašaja konsolidovanih finansijskih izveštaja ako poverilac ne bude uključen u krug konsolidovanja.

Za razliku od poslovnih potraživanja, precenjeni kurs dinara u odnosu na inovalute dovodi do pojave skrivenih gubitaka, a ne latentnih rezervi, po osnovu poslov-

nih obaveza s valutnom klauzulom, ukoliko to nije kompenzovano latentnim rezervama na pozicijama imovine finansirane iz takvih obaveza.

**2. Ukidanje (oslobađanje) latentnih rezervi** zavisi od vrsta bilansnih pozicija za koje su vezane, odnosno od poslovno-finansijske i obračunske sudbine tih pozicija. Iako smo prethodno dva-tri puta već isticali, ne možemo da se odupremo utisku o potrebi podsećanja na ovom mestu da smo još uvek na terenu sistema finansijskog izveštavanja zasnovanog prevashodno na načelima nabavne vrednosti i računovodstvene opreznosti, rasprostranjenog u zemljama koje ne primenjuju ili selektivno primenjuju MRS i delom dopuštenog (za nematerijalnu imovinu, nekretnine, postrojenja i opremu), a delom i obaveznog (za zalihe, poslovna potraživanja i poslovne obaveze) u zemljama koje su prihvatile neposrednu primenu MRS (što je i naš slučaj). Saglasno tome još smo i na terenu tzv. mečing koncepta, odnosno što je moguće boljeg uzročno-posledičnog sučeljavanja ostvarenih periodičnih prihoda sa pripadajućim istorijskim troškovima, odnosno rashodima kao definitivnim odlivima vrednosti iz kompanije u okviru njenog poslovnog procesa, s ciljem obračuna i iskazivanja uporedivih transakcionih periodičnih rezultata (dobitaka ili gubitaka). Zato smo na ovom mestu u obavezi da ukidanje (oslobađanje) latentnih rezervi razmotrimo u kontekstu tako postavljenih stanja i tokova vrednosti sadržanih u finansijskim izveštajima, dakle bez uplitanja revalorizacije.

Držeći se mehanizma finansijskog računovodstva i finansijskog izveštavanja sa takvim vrednosnim okvirom, oslobađanje (ukidanje) latentnih rezervi može biti ukratko opisano na sledeći način:

- latentne rezerve formirane na pozicijama stalne imovine koja ne podleže amortizovanju, kao što je, na primer, zemljište, ostaju trajno vezane za te pozicije;
- gudvil, kao pozicija nematerijalne stalne imovine koja može da proistekne jedino u okviru operacija kombinovanja kompanija, odnosno sticanja kontrole jednog nad drugim finansijsko-izveštajnim entitetom, takođe ne podleže obračunu amortizacije, ali je pod obavezom periodičnog testiranja eventualnog njegovog obezvređivanja koje bi moralo biti

priznato kao umanjenje njegove vrednosti na teret rashoda perioda, tako da se može reći da latentne rezerve, sadržane u inicijalnoj vrednosti gudvila, ostaju trajno vezane za tu poziciju ukoliko ih potonje poslovne performanse ne ponište;

- latentne rezerve po osnovu nematerijalne imovine, nekretnina, postrojenja i opreme pod režimom sistematskog otpisivanja, odnosno obračuna amortizacije, oslobađaju se kroz periodične amortizacione kvote, i to utoliko sporije što je otpisni vek duži i obrnuto, i uvek u većim iznosima s odmicanjem životnog (otpisnog) veka usled tzv. dobitaka od držanja nemonetarne imovine u uslovima rasta cena odnosno inflacije, kao i, zbog istog razloga, u manjim iznosima u početnim godinama i većim iznosima u kasnijim godinama kod sredstava sa degresivnim otpisivanjem u odnosu na sredstva pod režimom pravolinijske (proporcionalne) metode amortizacije, s tim što svemu tome treba dodati da oslobađanje latentnih rezervi može biti ubrzano naknadnim skraćanjem otpisanog veka sredstava i obrnuto, kao i da one mogu biti poništene (potrošene) s pojavom razloga za umanjenje knjigovodstvene vrednosti usled obezvređenja sredstava, što su legitimni finansijsko-izveštajni postupci i pri načelu nabavne vrednosti i mečing konceptu s obzirom na nadređenu poziciju načela računovodstvene opreznosti (prudencije);
- latentne rezerve po osnovu zaliha, kako one kreirane činom početnog priznavanja (uključivanja u poslovne knjige), tako i tzv. dobiti od držanja zaliha u uslovima rasta cena, oslobađaju se privođenjem zaliha njihovoj nameni, tj. trošenjem ili prodajom, i to u meri zavisnoj od primenjene metode obračuna kretanja zaliha, odnosno najbrže po FIFO metodi, sporije po metodi prosečne cene i najstarije po LIFO metodi (ova poslednja, po našem mišljenju nažalost, nije dopuštena prema MRS i našem Zakonu o porezu na dobit preduzeća), osim ako na pojedinim zalihama ne dođe do prethodnog poništenja tih rezervi po osnovu primene pravila niže vrednosti, odnosno procene po tržišnim cenama koje

su pale ispod nabavnih cena/cena koštanja odnosno vrsta zaliha;

- latentne rezerve po osnovu dugoročnih rezervisanja oslobađaju se činom objektiviranja troškova i rizika po nižim iznosima od rezervisanja koje je prethodno za njih predviđeno i storniranjem rezervisanja za koja je prestala potreba zadržavanja u bilansu;
- latentne rezerve kreirane na pozicijama poslovnih potraživanja i poslovnih obaveza oslobađaju se činom njihovog izmirenja ukoliko drugim poslovno-finansijskim događajima, koji tom činu pretihode, ne budu ranije poništene.

**3. Značaj latentnih rezervi** mogao je biti uočen tokom svih naših dosadašnjih izlaganja o njima, što nam značajno olakšava ovaj završni osvrt na njih. Dva su bitna aspekta uloge latentnih rezervi. To su materijalni značaj i informacione posledice.

U materijalnom pogledu, budući da su pohranjene u bilansu stanja, koji s razlogom nazvasmo bilansom neutrošene snage odnosno dobitnih potencijala, latentne rezerve čine stvarnu imovinsko-finansijsku poziciju kompanije jačom, otpornijom i bezbednijom od one iskazane. Njima se može upravljati, što menadžmentu i računovođama pruža mogućnost ostvarivanja odabrane politike iskazivanja dobiti, recimo međuperiodičnog ujednačavanja dobitaka ako je takva politika utvrđena, i to podizanjem njihovog nivoa u bilansu na račun tekućih dobitaka u dobitno prosperitetnim periodima i otpuštanjem iz bilansa u dobitke perioda dobitne stagnacije kompanije. Naravno da pri tom imamo u vidu razumnu politiku latentnih rezervi, a ne brutalne manipulacije njima u svrhe lažnog finansijskog izveštavanja, na šta smo kod nas neretko nailazili.

U informacionom pogledu latentne rezerve, iako s nusproizvodom informacione asimetrije između kreatora i korisnika finansijskih izveštaja, i to utoliko više ukoliko su obelodanjivanja informacija u napomenama uz finansijske izveštaje oskudnija, ipak mogu poslati dobre informacione signale obaveštenim korisnicima, pre svega u vezi sa kvalitetom dobitka kao ključnog pokazatelja performansi i zavisno promenljive od nivoa latentnih rezervi u bilansu. Naime, pod ostalim jednakim pretpostavkama,

iskazani dobitci za protekle i tekući period su utoliko kvalitetniji ukoliko su praćeni višim nivoom latentnih rezervi u bilansu i obrnuto, što se jednako odnosi i na najavljene buduće dobitne performanse. Zato prepoznavanje i odmeravanje realnih latentnih rezervi sadržanih u bilansu i jeste toliko važna funkcija finansijskih analitičara u fazi analize kvaliteta dobitka.

### Skriveni gubici

Skriveni gubici nastaju precenjivanjem pozicija imovine u aktivi i potcenjivanjem pozicija dugoročnih rezervisanja, obaveza i pasivnih vremenskih razgraničenja u pasivi bilansa. Njihovim kreiranjem dolazi do precenjivanja dobitka ili potcenjivanja gubitka u tekućem periodu ili i u nizu perioda, a uvek na račun budućih perioda. Oni su prava bilansna pošast. Jer, stvarajući lažnu sliku visokog rentabiliteta kompanije, oni motivišu investitore, kreditore i druge eksterne stejkholdere kompanije na pogrešne odluke i istovremeno formalno opravdavaju sebične odluke obaveštenih, tj. kreatora lažnih finansijskih izveštaja. A kad dođe do njihovog objektiviranja to neretko nanosi i smrtni udarac kompaniji i ogromne štete stejkholderima osim onim koji su, koristeći informacionu asimetriju, na vreme izvukli svoje koristi, što su zapravo menadžeri i uski krug s njima povezanih drugih stejkholdera. Upravo skriveni gubici stoje u osnovi finansijsko-izveštajnih skandala s veoma teškim ili manje teškim posledicama, o kojima je u ovoj publikaciji bilo reči.

Skriveni gubici su po ciljevima, osnovima i načinu kreiranja, načinu objektiviranja i posledicama pre i nakon objektiviranja, zapravo sušta suprotnost u odnosu na latentne rezerve, koje smo prethodno dosta detaljno opisali. Zato nema potrebe za detaljnijom pričom o skrivenim gubicima uprkos njihove izazovnosti. Dovoljno je samo ukazati na krajnje visok malignitet bilansa bremenitog skrivenim (u bilansu nevidljivim) gubicima i upozoriti korisnike finansijskih izveštaja, a posebno finansijske analitičare kao medijatore u tom poslu, na potrebu naročito pažljivog istraživanja eventualnih takvih gubitaka i njihovog uključivanja u analizu i ocenu kvaliteta dobitka iskazanog u bilansima uspeha kompanije.

Za izbegavanje kontaminiranja bilansa tako opasnom pojavom kao što su skriveni gubici dovoljno je pridržavati



se elementarnog načela finansijsko-izveštajne opreznosti po kome je, u odsustvu apsolutno tačne mere dobitka ili gubitka usled stalnog prisustva neizvesnosti, prihvatljivo odmeravanje dobitka naniže ili gubitka naviše, a obrnuto nedopustivo. Jer, eventualne latentne rezerve mogu u budućnosti proizvesti samo pozitivne efekte, a skriveni gubici samo poslovno-finansijske i šire ekonomske nedaće. Pa ipak skrivene gubitke često kreiraju. Naročito je loše ako u tome učestvuju regulatorna tela, kakav je slučaj kod nas sa famoznim Pravilnikom o izmenama i dopunama Pravilnika o kontnom okviru i sadržini računa u Kontnom okviru za privredna društva, zadruge, druga pravna lica i preduzetnike.<sup>26</sup> Njime je pravnim licima data mogućnost da, u finansijskim izveštajima za 2008. godinu, obračunate efekte ugovorene valutne klauzule za dinarska potraživanja i obaveze i efekte obračunatih kursnih razlika po osnovu potraživanja i obaveza u stranoj valuti, ne iskažu kao finansijske prihode, odnosno rashode u tekućem bilansu uspeha, već da ih putem pasivnih, odnosno aktivnih vremenskih razgraničenja odlože za buduće periode, u kojima će ih o danima dospeća s vremenskih razgraničenja skidati u korist odgovarajućih finansijskih prihoda, odnosno finansijskih rashoda. Brojni su razlozi zbog kojih se ova odluka može smatrati čudnom. Navešćemo samo neke, ostavljajući sasvim po strani od koga je ideja potekla, ko je takvu mogućnost obećao, ko je pružio podršku i sl., kao i moguće pitanje zašto?

Prvo, ova izmena i dopuna Pravilnika o kontnom okviru protivureći samom Zakonu o računovodstvu i reviziji,<sup>27</sup> na osnovu koga se Pravilnik i donosi. To se odnosi pre svega na član 2. Zakona u kome je nacionalizovana neposredna primena MRS/MSFI, zatim na član 15. Zakona, na koji se kao svoj osnov donošenja novi Pravilnik poziva i u čijem je stavu (2) utvrđena obaveza ministra finansija i guvernera NBS da propisuju "Kontni okvir i sadržinu računa u kontnom okviru, na način koji obezbeđuje punu primenu MRS/MSFI, kao i na član 21. Zakona, gde je utvrđena obaveza pravnih lica da priznavanje i procenu pozicija u finansijskim izveštajima, kao i njihovo sastavljanje i prikazivanje, vrše primenjujući pomenutu regulativu iz člana 2. Zakona, dakle sam Zakon i MRS/MSFI, kojima

je Zakon tu materiju prepustio i podredio i podzakonska akta, uključiv i pomenuti Pravilnik o kontnom okviru iz 2006. godine koji je s tim Standardima saglasan i koji, eto, sada neosnovano menjamo.

Drugo, Pravilnik o izmenama i dopunama Pravilnika o kontnom okviru protivureći MRS-u 21 Efekti promena deviznih kurseva, u čijem stavu 23 stoji da "**Na svaki datum bilansa stanja: (a) monetarne stavke u stranoj valuti se prevode korišćenjem zaključnog kursa**", tj. kursa na dan bilansa, a u stavu 28 odredba po kojoj "**Kursne razlike nastale po osnovu izmirenja monetarnih stavki ili kod prevođenja monetarnih stavki po kursovima različitim od onih po kojima je vršeno prevođenje kod početnog priznavanja tokom datog perioda ili u prethodnim finansijskim izveštajima priznaju se u dobitku ili gubitku perioda u kom su nastale...**", stavljajući tako tačku na jedno ispravno rešenje. Ako to nekome nije dovoljno dodajmo da, za razliku od reakcije IASB Amandmanima na MRS 39 Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje (iz oktobra 2008.) i Komisije EU svojom Regulacijom, (takođe iz oktobra 2008.) o prihvatanju tih Amandmana (o tome će biti govora u 3. delu ovog napisa), na izazove velike finansijske krize smatrajući je vanrednom situacijom, ni jedno od tih tela, pa čak ni nacionalna regulatorna tela u zemljama s većom depresijacijom domaćih valuta, nisu ništa preduzeli u vezi sa MRS 21 niti odustali od njegove primene ako su MRS već prihvatili za domaću primenu. Očigledno dešavanja sa kursovima nisu smatrana vanrednom situacijom.

Treće, i najvažnije, postavlja se pitanje svrsishodnosti, odnosno posledica jedne takve odluke, naravno pre svega u vezi sa odlaganjem negativnih efekata, pošto će, verovatno, mogućnost odlaganja pozitivnih efekata malo ko koristiti. Svakako da nije zanemarljiv ni apsurd uključivanja pozitivnih efekata u prihode kod poverioca bez odgovarajućih rashoda kod dužnika. Međutim, poenta je na pojavi skrivenih gubitaka na aktivnim vremenskim razgraničenjima, dakle u okviru obrtne imovine/sredstava, sa neposrednom posledicom u precenjenom dobitku ili potcenjenom gubitku za 2008. godinu. Prema Opšte prihvaćenim računovodstvenim načelima, Okviru za sastavljanje i prezentaciju finansijskih izveštaja, MRS/MSFI, direk-

26 "Službeni glasnik RS", br. 9/09.

27 "Službeni glasnik RS", br. 46/06.

tivama EU, ozbiljnim nacionalnim računovodstvenim standardima ili nacionalnim zakonskim regulativama pa i prema zdravoj poslovno-finansijskoj logici, kao imovinski deo, odnosno sredstvo može biti priznato i iskazano samo ono od čega se pouzdano očekuju budući prilivi vrednosti (u neto izrazu dobiti) i gotovine. Od pomenutih gubitaka sklonjenih na AVR to se nikako ne može očekivati. Oni, jednostavno, u narednim periodima mogu postati samo ono što već sada jesu, tj. rashodi, kako to, uostalom, i u samom pomenutom Pravilniku piše. Što se tiče stvarnog stanja i ocene finansijskog boniteta kompanija, tom merom Vlade RS neće se ništa promeniti. Jer, svaki analitičar će to tretirati skrivenim gubitkom te isključiti iz imovine, dodati iskazanim rashodima i smanjiti iskazane dobitke. No veštački dobiti kreirani takvom odlukom mogu proizvesti negativne finansijske efekte po kompanije kroz povećane poreske obaveze, naplatu nezasluženih bonusa i povlačenje nerealnih dividendi. Ne želimo da verujemo u tezu da se to i želelo, barem dok se tako nešto ne dogodi. Biće veoma interesantno kako će na sve to reagovati revizori i revizorske firme.

### Koncept fer vrednosti

Koncept fer vrednosti je relativno nova tekovina razvoja Međunarodnih računovodstvenih standarda. Prema obrazloženjima koja se uz ovaj koncept daju, u njegovoj osnovi stoji ideja približavanja finansijskih izveštaja ekonomskoj, što će reći tržišnoj realnosti, zatim svojevrsno okretanje ka bilansnom pristupu računanja periodičnih rezultata u zamenu ili, možda bolje rečeno, kao dopunu mečing koncepta sa središnjom ulogom bilansa uspeha, kao i na svemu tome zasnovana ponuda alternative za načelo nabavne vrednosti u vrednovanju značajnih delova bilansa, ali ne i za načelo opreznosti sankcionisano posebnim i vrlo zahtevnim MRS 36 Umanjenje prednosti. Pri tom, Međunarodni računovodstveni standardi, koji promovišu vrednovanje bilansne imovine i obaveza po fer vrednosti, uobičajeno definišu tu vrednost na sledeći način: "Fer vrednost je iznos za koji se neko sredstvo može razmeniti ili obaveza izmiriti između upoznatih, voljnih strana u okviru nezavisne transakcije" (videti, na primer, MRS 39 Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje, stav 9). Reč je, dakle, o tržišnoj vrednosti

koja se uzima kao gotova sa odgovarajućeg aktivnog tržišta ili utvrđuje procenom od strane kompetentnog procenitelja. Iako MRS nude vrednovanje po fer vrednosti za širi krug bilansnih pozicija, kao obavezu ili mogućnost zavisno od vrsta pozicija, verovatno je najbolje predstaviti i prokomentarisati koncept kroz jedan kratki osvrt na dve karakteristične grupe pozicija. To su nekretnine, postrojenja i oprema i finansijska sredstva i obaveze.

**Nekretnine, postrojenja i oprema** inicijalno se priznaju (unose u poslovne knjige) po nabavnoj vrednosti ili ceni koštanja zavisno od toga da li su pribavljena kupovinom ili izgradnjom/proizvodnjom u sopstvenoj režiji, kako smo to prethodno opisali u delu o kreiranju latentnih rezervi. Kasnije tokom njihovog otpisnog veka, prema odredbama MRS 16 Nekretnine, postrojenja i oprema, ta sredstva mogu ostati pod vrednovanjem po nabavnoj vrednosti, odnosno ceni koštanja, ili prevedena na model revalorizacije, odnosno bilansirana po fer vrednosti, naravno uvek uz odbitak prethodno akumulirane amortizacije (ispravke vrednosti) obračunate na bazi vrednosti po primenjenom modelu vrednovanja. Uloga fer vrednosti dodeljuje se tržišnoj vrednosti koja se utvrđuje procenom. U odsustvu mogućnosti pouzdane (dokazive) procene tržišne vrednosti, Standard nudi mogućnost procene fer vrednosti primenom dobitnog, odnosno cash-flow pristupa ili troškova zamene (reprodukcione vrednosti) po odbitku na toj osnovi obračunate ispravke vrednosti (kumulativne amortizacije) do dana bilansa. Pozitivni revalorizacioni efekat mimoilazi bilans uspeha i dodeljuje se kapitalu u vidu revalorizacione rezerve.

Koncept fer vrednosti za nekretnine, postrojenja i opremu je odgovor na latentne rezerve sadržane u ovim pozicijama, uključiv i one po osnovu tzv. dobitaka od držanja nemonetarnih sredstava u uslovima rasta cena, odnosno inflacije. U načelu to je pozitivan odgovor. Jer, setimo se da u konvencionalnom računovodstvu i finansijskim izveštajima zasnovanim na načelu nabavne vrednosti, ti dobitci, koji su inflatornog porekla, skupa sa ostalim latentnim rezervama u nekretninama, postrojenjima i opremi, štite vrednost kapitala uloženog u ta sredstva sve dok su vezani u bilansu stanja, ali se sa svakim obračunom amortizacije oslobađaju i prelivaju u iskazane dobitke čineći ih

nerrealnim, odnosno precenjenim.<sup>28</sup> Koncept fer (poštene) vrednosti to rešava pripisujući efekte revalorizacije ove imovine kapitalu, odnosno njegovoj poziciji revalorizacionih rezervi, mimo bilansa uspeha. No nevolje sa tim konceptom su, pre svega, u tome što je on složen, danguban i skup model revalorizacije, kako u njegovom čistom vidu vrednovanja po pouzdano procenjenim (dokazivim) tržišnim cenama, tako i u vidu dobitnog (cash-flow) pristupa proceni fer vrednosti. Nije mnogo bolje ni sa troškovima zamene pojedinačnih sredstava kao alternativom za te pristupe. Uz to model je teško proverljiv. Zato i ne čude sledeći rezultati jednog istraživanja na uzorku od 200 kompanija u EU čijim se hartijama od vrednosti javno trguje na tržištu kapitala:<sup>29</sup>

Model vrednovanja	Broj kompanija	% učešća
Troškovni model za sve nekretnine, postrojenja i opremu	191	95,5
Model revalorizacije za sve nekretnine, postrojenja i opremu	-	-
Model revalorizacije za sve nekretnine a troškovni model za sva postrojenja i opremu	5	2,5
Model revalorizacije za neke nekretnine, a troškovni model za druge nekretnine i sva postrojenja i opremu	3	1,5
Kompanije bez vlastitih nekretnina, postrojenja i opreme	1	0,5
S v e g a:	200	100

Identični rezultati su za biološka sredstva, nešto veća zastupljenost modela je kod investicionih nekretnina, dok nijedna kompanija ne primenjuje taj model na nematerijalna ulaganja. Međutim, još veće nevolje s konceptom poštene vrednosti nastaju kada se on nađe u rukama sklonih neistinitom i nepoštenom finansijskom izveštavanju, što nije retkost. Žao nam je što, iz već pominjanih razloga, ne možemo navoditi naše slučajeve u kojima su preko noći, ponekad do neverovatnih razmera, narastali iznosi i učešća kapitala, sigurno ne s dobrim namerama. Pri analizi racia zaduženosti i ocene finansijskog boniteta od strane

28 Za detaljnije obaveštenje o tim efektima i o mogućim i predloženim rešenjima problema pogledati N. Stevanović, Održanje realne supstance preduzeća u inflatornoj ekonomiji, drugo dopunjeno izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 1983, posebno str. 25-43 i 105-144, kada su u pitanju nekretnine, postrojenja i oprema. U tom, kao i u kasnijim radovima na tu temu, uvek smo se zalagali za revalorizaciju i pripisivanje njenih pozitivnih efekata kapitalu.

29 ICAEW, EU Implementation of IFRS and the Fair Value Directive, A Report for the European Commission, 2007, p. 119.

banaka, zbog njihove ozbiljnosti, takvi pokušaji srećom ne prolaze, što ne znači da na nekim drugim mestima to neće proći ako se tamo ne nađe znanjem i odgovornošću snabdevena osoba. No, nezavisno od toga, neodgovorno precenjivanje nekretnina, postrojenja i opreme primenom modela fer vrednosti, sa dodatnim efektom precenjene amortizacije, odnosno troškovnim pritiskom kroz taj kanal, može biti zloupotrebjeno u svrhe opravdavanja povećanja prodajnih cena od strane kompanija koje su u poziciji da njihovi troškovi kontrolišu cene, a ne obrnuto. Zbog svega toga možda nije neumesno reći da nije ni trebalo napuštati lakši, jeftiniji i proverljiviji model revalorizacije osnovnih sredstava (nekretnina, postrojenja i opreme) primenom nekog opšteg indeksa cena, uz dodatak revalorizacije amortizacije u slučaju nešto intenzivnije inflacije, za koji smo se odavno zalagali i koji je kod nas bio u primeni, što je odgovaralo zahtevu održavanja realne vrednosti, odnosno opšte kupovne moći kapitala, kako je to opisano i u samom Okviru za sastavljanje i prezentaciju finansijskih izveštaja (stav 108), iako su u slučaju neslaganja Okvira i rešenja u pojedinim MRS ova poslednja merodavna.

**Finansijska sredstva i obaveze**, prema odredbama MRS 39 Finansijski instrumenti: priznavanje i odmeravanje, stav 9, klasifikuju se kao:

- finansijska sredstva i obaveze koje se drže radi trgovanja,
- finansijska sredstva raspoloživa za prodaju,
- finansijska ulaganja koja se drže do dospeća i
- sredstva i obaveze kreirane od strane finansijsko-izveštajnog entiteta (pravnog lica), odnosno krediti i potraživanja.

Poslednje dve grupe su nam ovde manje interesantne. Jer, za njih se predviđa vrednovanje i iskazivanje u finansijskim izveštajima po tzv. amortizovanoj vrednosti, što praktično znači procenu po nabavnoj vrednosti, naravno uz uvažavanje gubitaka (umanjenja vrednosti sredstava i povećanja vrednosti obaveza) saglasno načelu opreznosti. O tom modelu vrednovanja bilo je dovoljno reći u 2. delu ovog napisa. Prema tome, ovde treba da se ukratko osvrnemo samo na prve dve grupe sredstava i obaveza, na koje se koncept fer vrednosti odnosi.

*Finansijska sredstva i obaveze koje se drže radi*

*trgovanja* vrednuju se i u bilansu iskazuju po njihovim fer vrednostima (MRS 39, stavovi 46 i 47), što su zapravo njihove tržišne vrednosti na dan bilansa. Pošto su od strane pravnog lica tako deklarirana, dobiti ili gubici, odnosno efekti rasta ili pada njihovih tržišnih vrednosti u odnosu na fer (tržišne) vrednosti pri početnom priznavanju ili na dan prethodnog bilansa, prolaze kroz tekući bilans uspeha, tj. priznaju se kao dobiti ili gubici perioda za koji se finansijski izveštaji sastavljaju (MRS 39, stav 55, tačka (a)). To je sasvim logičan postupak s obzirom da je profit imanentni cilj držanja takvih sredstava i obaveza. Dakle, periodičnu pripadnost dobitaka ili gubitaka po osnovu ovakvih sredstava i obaveza opredeljuje vreme njihovog držanja, a ne čin realizacije, što ne znači da dobitak ili gubitak neće biti priznat i pri svakom činu realizacije takvih sredstava i obaveza.

*Finansijska sredstva raspoloživa za prodaju* takođe se vrednuju i u bilansu iskazuju po njihovim fer, odnosno tržišnim vrednostima na dan bilansa (MRS 39, stav 46), s tim što se povećanja ili smanjenja tržišnih vrednosti, u odnosu na one korišćene prilikom početnog priznavanja sredstva ili one na dan prethodnog bilansa, ne uključuju u tekući bilans uspeha, već pripisuju kapitalu u vidu revalorizacionih rezervi, gde ostaju do njihove prodaje kada se uključuju u bilans uspeha, odnosno dobitke ili gubitke izveštajnog perioda (MRS 39, stav 55, tačka (b)). U ovom slučaju, dakle, za periodizaciju dobitaka i gubitaka mero-davno je načelo realizacije, a ne prosta činjenica držanja sredstava u posedu.

U periodima poleta na finansijskim tržištima dolazi do iskazivanja visokih dobitaka bez odlaganja u slučaju sredstava i obaveza koje se drže radi trgovanja i visokih revalorizacionih rezervi po osnovu držanja, ali delimično i tekućih dobitaka po osnovu realizacije sredstava raspoloživih za prodaju. U oba slučaja dolazi do širenja finansijskog optimizma, odnosno "pregrevanja" finansijskih tržišta usled potcenjivanja finansijskih rizika, što je uvek prethodilo negativnim obrtima na tim tržištima pa i aktuelnom slomu na finansijskim tržištima, koji je prouzrokovao i globalnu ekonomsku krizu. Glavni problem je na strani sredstava i obaveza koja se drže radi trgovanja. Precenjeni, odnosno dobrim delom inflacionisani dobiti u vreme tržišnog poleta rezultuju previsokim odlivima pro-

fitna kompanija koje se tim poslovima bave, ne samo putem uvećanih poreza na dobitke, već i optimistički odmerenih dividendi, kao i precenjenih bonusa, a na račun zadržanih (neraspoređenih) dobitaka. Usled propuštene prilike da se pametnije vodi politika raspodele dobitaka u tim periodima, takve kompanije postaju finansijski neotporne na negativne udare s finansijskih tržišta, što je naročito došlo do izražaja pri aktuelnom finansijskom slomu iz 2008. godine. Prihvatajući to kao vanrednu situaciju, Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) reagovao je Amandmanom na MRS 39, koji je onda prihvaćen u EU putem Regulacije Komisije (EC) No 1004/2008 (oba dokumenta objavljena u oktobru 2008.). Suština je u tome da je, za vrlo ograničeni krug finansijskih instrumenata i pod vrlo rigoroznim uslovima, dopuštena reklasifikacija sredstava van kategorije sredstava koja se vrednuju po fer vrednosti sa neposrednim uključivanjem efekata u bilans uspeha (tekuće dobitke ili gubitke). No to nije pomoglo kompanijama kod nas koje su takođe podlegle prethodnoj euforiji izričitog označavanja pribavljenih finansijskih instrumenata za instrumente po fer vrednosti kroz bilans uspeha i neumerene podele prethodno iskazanih dobitaka. Otuda minimalne mogućnosti legalne odbrane od novonastalih gubitaka pa čak, u ne malom broju slučajeva, i od pretnje gubitka cenzusa u vidu kapitala. Pouka iz ovog iskustva za buduće ponašanje: ne forsirati početno priznavanje stečenih finansijskih instrumenata za instrumente po fer vrednosti kroz bilans uspeha, ali i voditi umereniju politiku raspodele iskazanih dobitaka, odnosno težiti formiranju zadržanih (neraspoređenih) dobitaka s pogledom na moguće buduće rizike.

## ZAKLJUČAK

Ako je kreiranje vrednosti za vlasnike te tako i vrednosti kompanije kao celine vrhovni korporativni cilj, onda dobitku pripada uloga vodeće i objedinjujuće mere performansi sa snažnom ulogom u donošenju ekonomskih odluka od strane svih stejkholdera, zasnovanih prevashodno na proceni budućih prinosa za sebe kojih nema bez prinosa kompanije kao celine. U tom kontekstu presudna je prediktivna vrednost dobitka. Ona je određena kvalitetom iskazanih dobitaka. Otuda veoma veliki značaj analize i ocene kvaliteta dobitka. Brojni su eksterni



ekonomski, interni poslovno-finansijski i bilansno-politički (računovodstveni) činioci kvaliteta dobitka. Zato je analiza i ocena njegovog kvaliteta veoma zahtevan ekspertski posao. Kako se efekti brojnih drugih činilaca slivaju u dobitak posredstvom finansijskih izveštaja, a ovi raspoložu repertoarom tretmana efekata tih drugih činilaca, kao i, ne samo obaveznih, već i slobodnih bilansnih (računovodstvenih) politika, od visoke važnosti za kvalitet dobitka jesu primenjene računovodstvene (bilansne, finansijsko-izveštajne) politike.

Dva su opšta okvira u kojima računovodstvene politike deluju i u okviru čijih mogućih učinaka po kvalitet dobitka finansijski analitičar treba da se kreće. To su, uslovno rečeno, tradicionalno računovodstvo i računovodstvo fer vrednosti.

Tradicionalno računovodstvo, sa širokom rasprostranjenošću i danas, drži se načela nabavne vrednosti i nadređenog načela opreznosti u vrednovanju i iskazivanju pozicija u bilansu stanja i mečing koncepta (uzročno-posledičnog sučeljavanja periodičnih prihoda sa pripadajućim rashodima) za potrebe obračuna rezultata u bilansu uspeha. U tom okviru dve su grupe efekata primenjenih računovodstvenih politika od značaja za analizu i ocenu kvaliteta dobitka.

Latentne rezerve nastaju potcenjivanjem imovine i precenjivanjem obaveza u bilansu, sa efektom, po zakonitosti spojenih sudova, u vidu precenjenih rashoda, odnosno potcenjenog dobitka u bilansu uspeha. Njihovo postojanje je pozitivan činilac kvaliteta iskazanog dobitka, s tim što njihovo enormno kreiranje ima negativni uticaj na finansijsko-izveštajni kredibilitet menadžmenta kompanije o kojoj se radi. U svakom slučaju finansijski analitičar, kao važan informacioni medijator mora ih ne samo kvalitativno pojmiti i na njih narativno ukazati, već u najvećoj mogućoj meri kvantitativno odrediti i tako u analizu kvaliteta dobitka uključiti. Ako smo, pokazavši objektivno širok repertoar načina kreiranja i oslobađanja latentnih rezervi po svim karakterističnim bilansnim pozicijama, menadžerima i analitičarima makar malo pomogli u tako neophodnoj analizi kvaliteta dobitka, bićemo veoma zadovoljni.

Skriveni gubici su pojmovni i obračunski antipod latentnim rezervama. Zato je istraživanje njihovog kreira-

nja, objektiviranja i efekata po kvalitet dobitka identično onome koje smo detaljnije opisali za latentne rezerve, s tom razlikom što su vrednovanja i efekti sasvim suprotno značani. U činjenici da su oni veoma opasna bilansna pojava vidimo povećani izazov i razloge za naročitu pažnju analitičara u odnosu na moguće skrivene gubitke.

Računovodstvo fer vrednosti je iskorak MRS, koje smo zakonskim putem nacionalizovali za domaću upotrebu, ka obaveznom vrednovanju (revalorizovanju) i iskazivanju finansijskih instrumenata kojima se trguje na aktivnom tržištu po tržišnim vrednostima i opcionom vrednovanju na isti način, ili po vrednostima zamene ili po dobitnoj (cash flow) vrednosti u odsustvu tržišnih vrednosti za nematerijalnu imovinu, nekretnine, postrojenja i opremu. Međutim, moglo bi se reći da su očekivani rezultati često izostajali ili čak bili po nečemu i negativni pa se zato moralo intervenirati amandmanima na MRS u vezi sa finansijskim instrumentima, dok je za drugu navedenu imovinsku grupu veoma nizak stepen primene koncepta fer vrednosti.

## Literatura

1. Bernstein, L., *Financial Statements Analysis: Theory, Application and Interpretation*, Richard D. Irwin, Inc., Homewood, Illinois 1974.
2. Coenenberg, A. *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 10. durchgesehene Auflage, Verlag Moderne Industrie, Landsberg am Lech, 1988.
3. Conference Board, *Americans Slowly Regaining Trust in Companies and Markets*, Website, <http://www.irwerbreport.com/trends/030701.htm>, 2003.
4. Dichev, I., "Earnings Volatility and Earnings Predictability", *Journal of Accounting and Economics*, 47, 2009.
5. Dichev, I., Tang, V., "Matching and Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years", *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 6 2008.
6. Francis, J., Nanda, D., Olson, P., "Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol. 46 No. 1 March 2008.
7. Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S., "The Economic implications of Corporate Financial Reporting", *Journal of Accounting and Economics*, 40 (2005).
8. Hawkins, D., *Corporate Financial Reporting and Analysis*, Irwin/McGraw-Hill, New York 1998.
9. Hirst, D., Koonce, L., Venkataraman, "How Disaggregation Enhances the Credibility of Management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting Research*, Vol. 45, No. 4 September 2007.
10. IASB, *Framework for the Preparation and Presentation of*

- Financial Statements, International Accounting Standards Board, London, April 2001.*
11. ICAEW, *EU Implementation of IFRS and the Fair Value Directive*, 2007.
  12. Ketz, E., *Hidden Financial Risk: Understanding Off-Balance Sheet Accounting*, John Wiley and Sons, Inc., New Jersey 2003.
  13. Malinić, D. "Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi", referat za Miločerski ekonomski forum "Tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije", Savez ekonomista Srbije, Beograd 2008.
  14. Ou, J., Penman, S., "Accounting Measurement, Price-earnings Ratio, and the Information Content of Security Prices", *Journal of Accounting Research*, Vol. 27 Supplement 1989.
  15. Ranković, J., *Teorija bilansa I*, Šesto izdanje, Ekonomski fakultet Beograd, 1998.
  16. Savez računovođa i revizora Srbije, *Međunarodni računovodstveni standardi finansijskog izveštavanja*.
  17. White, G., Sondhi, A., Fried, D., *The Analysis and Use of Financial Statements, Third Edition*, John Wiley and Sons, Inc., 2003.
  18. Wilson, R., "Accounting for Marketing Assets", *European Journal of Marketing* 20, 1, 2001.

# SAVREMENI IZAZOVI INTEGRALNOG ISTRAŽIVANJA KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

**Dejan Malinić**

Ekonomski fakultet Beograd / Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije

## UVOD

Velike finansijske prevare s kraja prethodnog i početka ovog veka dramatično su aktuelizovale problem kvaliteta finansijskog izveštavanja. Činjenica da je najveći broj prevara bio praćen manipulacijama u finansijskim izveštajima bila je dovoljno alarmantna da finansijsko izveštavanje podigne visoko, moglo bi se reći najviše do sada u njegovoj istoriji, na lestvici prioriteta stvaranja zdrave i uspešne nacionalne ekonomije. Praksa kreativnog računovodstvenog izveštavanja, koja u sebi ne sadrži nikakvu pozitivnu konotaciju, nadvila se kao opasna pretnja, ne samo reno-meu računovodstvene profesije, već i mnogo više od toga, kao pretnja funkcionisanju finansijskih tržišta, čitavom finansijskom sistemu i privredama u celini.

Napori usmereni u pravcu prevazilaženja nastalih problema, generalno posmatrano, kreću se u nekoliko pravaca. Zakonodavstvo i profesionalna regulativa nastoje da razviju što kvalitetnije zakonske i profesionalne okvire koji će ograničavati kreativno ponašanje menadžera, računovođa i revizora. Regulatorna tela, u nastojanju da zaštite učesnike na finansijskim tržištima, traže veću mogućnost uticaja na proces finansijskog izveštavanja svih učesnika na tržištu. Istovremeno pooštavaju svoju nadzornu funkciju u cilju povećanja sigurnosti investitora i jačanja poverenja između najšire investicione javnosti, regulatornih tela, koja nastoje da kontrolišu i štite procese od manipulativnog ponašanja, i funkcionisanja finansijskih tržišta. Konačno, investitori, koji neizbežno postaju žrtva manipulacija, naročito oni manji i nedovoljno informisani,

nemajući privilegiju da čekaju da budu potpuno zaštićeni od svih rizika kojima su izloženi, nastoje da prepoznaju bilansne rizike koji mogu ozbiljno podsticati rizik negativne selekcije i rizik zloupotrebe, povećavajući informacionu asimetriju i agencijske troškove.

Informaciona opremljenost finansijskih izveštaja, dominantna usmerenost prema eksternim korisnicima, njihov javni karakter i proizilazeća važna uloga u ublažavanju informacione asimetrije učinila ih je važnim faktorom stabilnosti finansijskih tržišta. Naravno, finansijski izveštaji mogu ostvariti ovakvu svoju ulogu samo ako je reč o istinitim i poštenim izveštajima, što, kako praksa pokazuje, nije uvek lako ostvarivo. Kompleksnost poslovno-finansijskog života preduzeća, nemogućnost razvijanja savršenih računovodstvenih pravila za svaku konkretnu situaciju i postojanje računovodstvenih opcija u cilju elegantnog rešavanja problema izveštavanja u isto vreme otvaraju značajan manevarski prostor za kreiranje finansijskih izveštaja koji mogu značajnije odstupati od ekonomske stvarnosti.

Nivo mogućih informacionih rizika je daleko od zamerljivog. On je, negde manje negde više, prisutan u svim zemljama razvijene računovodstvene tradicije i izveštajne kulture. Naravno, ovi rizici su još izraženiji u zemljama u tranziciji. Međutim, nedovoljna razvijenost finansijskih tržišta, nesposobnost sagledavanja značaja finansijskih izveštaja za njihovo funkcionisanje, praćena nesposobnošću sagledavanja posrednih i neposrednih veza između

negativne računovodstvene prakse i pojedinačnih procesa na finansijskom tržištu, i nedostatak institucija koje bi neprofesionalnu računovodstvenu praksu obelodanile i sankcionisale, čine ovakvu praksu nedovoljno javno vidljivom što prikriva veličinu problema.

Prisustvo informacionih rizika i moguće posledice „kreativnog“ finansijskog izveštavanja primoravaju finansijske analitičare da se ozbiljnije bave analizom kvaliteta finansijskih izveštaja. Jedan integralni pristup nadilazi standardnu analizu informacija koje su iskazane u finansijskim izveštajima. Pri tome, polazište u istraživanjima kvaliteta je prepoznavanje poslovnih situacija koje pogoduju manipulacijama, odnosno koje povećavaju rizik od njihovog nastanka. Na ovo se nadovezuje analiza kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja koja će, između ostalog, odrediti obim istraživanja pojedinačnih finansijskih izveštaja. Konačno, analiza kvaliteta pojedinačnih finansijskih izveštaja ide korak dalje u odnosu na neku standardnu finansijsku analizu usmerenu na otkrivanje poslovno-finansijskih rizika i pored nje, ili bolje rečeno pre nje, zahteva analizu nekih nestandardnih upozoravajućih signala koji bi bili u funkciji otkrivanja kako mogućeg postojanja kreativnog finansijskog izveštavanja, tako i u funkciji ranih nagoveštaja poslovno-finansijskih rizika.

## NEPHODNOST PROCENE KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Sistem finansijskog izveštavanja predstavlja jedini potpuni kvantitativni sistem koji obuhvata sve poslovne transakcije koje se dešavaju unutar preduzeća, kao i transakcije sa pojedincima, preduzećima i institucijama u okruženju. Već iz same definicije jasno proizilazi da je on veoma važan nosilac vrednih informacija koje mogu da budu od značaja za veliki broj eksternih korisnika, kao što su akcionari, kreditori, poslovni partneri, konkurentska preduzeća, poreski organi, različite agencije, ali i za one koji se nalaze u preduzeću, menadžment, zaposlene i sindikate. Dovoljno je pomenuti informacije o dobitku, zaradi po akciji, novčanim tokovima, kapitalu, obavezama, imovini, koje se neposredno nalaze u finansijskim izveštajima, ili o različitim stopama prinosa, likvidnosti, efikasnosti upravljanja, stepenu zaduženosti, leveridžu i sl., koje se posredno iz njih dobijaju. Finansijski izveštaji su,

takođe, najbolje ishodište za projekcije budućih ostvarenja, za procene likvidnosti, buduće profitabilnosti, izloženosti preduzeća kratkoročnim i dugoročnim finansijskim rizicima, kvaliteta upravljanja performansama i sl.

Prvenstveno zbog značaja informacija koje se u njima nalaze i dominantno eksterne usmerenosti, finansijski izveštaji su dobili javni karakter, što ih je učinilo dostupnim svim korisnicima. Upravo njihova dostupnost najširem krugu korisnika je afirmisala njihovu važnu ulogu u ublažavanju informacione asimetrije, kao fenomenu koji odražava nejednaku informacionu poziciju, bilo između samih investitora, bilo između njih i menadžmenta preduzeća. Stavljajući sve korisnike, naročito eksterne, barem u ovom informacionom spektru, potencijalno u isti informacioni položaj, finansijsko izveštavanje deluje preventivno na rešavanje problema informacione asimetrije.<sup>1</sup>

Imajući u vidu obim i značaj informacija koji nudi, kao i mogući uticaj ovih informacija na kvalitet donošenja odluka, naročito investitora, sasvim je razumljiv napor koji čine zakonodavstvo, regulatorna tela i računovodstvena profesija da obezbede kvalitetan sistem finansijskog izveštavanja, koji će biti u funkciji istinitog i poštenog prikaza prinosa snage i finansijskog položaja preduzeća. Ovi napori su usmereni na razvijanje računovodstvenih principa i računovodstvenih standarda koji su u funkciji dostizanja potrebnog kvaliteta izveštavanja. Dodatna sigurnost korisnika nastoji se ostvariti nametanjem obavezne eksterne revizije, čiji je osnovni cilj da proceni da li su finansijski izveštaji sastavljeni u skladu sa relevantnim pravilima izveštavanja i da li, u skladu s tim, predstavljaju istinit i pošten prikaz finansijskog položaja i uspeha preduzeća. Pružajući na ovaj način uveravanja korisnicima informacija u pogledu kvaliteta finansijskih izveštaja, revizorske kuće i njihovi revizori preuzimaju veliku javnu odgovornost koja ih obavezuje na dužnu zakonsku i profesionalnu pažnju u obavljanju svojih aktivnosti. Na sve ovo nadovezuje se i etička dimenzija koja mora da prožima ponašanje menadžera, računovođa i revizora. Njena neophodnost proističe iz činjenice da, zbog kompleksno-

<sup>1</sup> Naravno, imamo u vidu da savršene informisanosti nema, čak ni na području finansijskog izveštavanja, uprkos činjenici da su finansijski izveštaji potencijalno svima dostupni. Problem je u tome što su mogućnosti interpretacije ovih izveštaja od strane različitih korisnika različite.



sti poslovnog života, nikada neće moći da budu razvijena toliko savršena pravila izveštavanja koja će pokrivati sve moguće situacije u praksi.

Neiscrpana različitost poslovnih situacija i poslovnih transakcija u praksi i nemogućnost postavljanja savršenih pravila za sve pojedinačne slučajeve, primorala je računovodstvo da reaguje postavljanjem računovodstvenih opcija, koje ostavljaju prilično širok manevarski prostor menadžmentu i računovođama da pronađu najbolji način za prikazivanje ostvarenja preduzeća. Računovodstvene opcije iznedrile su računovodstvene politike kao skup odabranih pravila, metoda i postupaka izabranih s ciljem razvijanja istinitih i poštenih finansijskih izveštaja. Međutim, nemogućnost razvijanja savršenih pravila i postojanje manevarskog prostora u procesu pravljenja računovodstvenih izbora, istovremeno ostavljaju prostor nesavesnim menadžerima i računovođama da kreiraju finansijske izveštaje koji mogu, u manjoj ili većoj meri, odstupati od ekonomske stvarnosti. Dodamo li ovome i mogućnost prekoračenja profesionalnih i zakonskih ograničenja, što nije nepoznato ponašanje u praksi, onda dolazimo do zaključka da „kreativno ponašanje“ menadžera i računovođa postoji kao realna opasnost koja pretili kvalitetu finansijskih izveštaja, a preko toga ugrožava i interese svih korisnika informacija iz finansijskih izveštaja.

Kreativno finansijsko izveštavanje podrazumeva namerno, unapred smišljeno manipulisanje informacijama u finansijskim izveštajima u cilju stvaranja pogrešne predstave o finansijskom položaju i uspehu preduzeća, sračunato na obmanjivanje pojedinih interesnih grupa, prvenstveno investitora. Kreativna računovodstvena praksa uvek podrazumeva neprofesionalnu i neetičku, a ne retko i protivzakonitu primenu računovodstvenih pravila koja udaljavaju prikazane performanse od realnih ostvarenja. Preduzeća koriste različita kreativna rešenja u finansijskim izveštajima da bi stabilizovala dobitke kada oni osciliraju ili da bi prikazala brži rast ostvarenja nego što on realno jeste. Svakako, preduzeća izbegavaju da prikažu značajniju volatilnost dobitaka kao seriju uspona i padova, budući da ovakva kretanja ostavljaju nepovoljan utisak u investicionoj javnosti o sposobnosti menadžmenta da ostvarenja drži stabilnim. Na žalost, uprkos brojnim ozbiljnim ograničenjima o kojima smo govorili (zakonska i profes-

ionalna regulativa, nezavisna eksterna revizija, često obavezna interna revizija, proklamovana etička pravila ponašanja) kreativna računovodstvena praksa opstaje kao realna opasnost. Povećani informacioni rizici povećavaju ukupne poslovne rizike za investitore.

Brojni finansijski skandali, naročito od 2000. godine, dramatično su potvrdili veličinu opasnosti po osnovu informacionih rizika. Veliki gubici investitora, ugrožavanje funkcionisanja finansijskih tržišta, ozbiljno poljuljan kredibilitet računovodstvene profesije, ne male posledice po efikasnost nacionalnih ekonomija i sl. bili su dovoljno ubedljivi razlozi da se problem izveštavanja podigne visoko na lestvici prioriteta stvaranja efikasne privrede. Pored svih nevolja koje su doneli, iz finansijskih skandala se prilično toga i naučilo. Regulatori su konačno postali svesni neophodnosti brzog reagovanja na ovom području. To je rezultiralo podizanjem regulative na viši nivo i ozbiljnijem pristupu nadzornoj funkciji koju takva tela obavljaju. Profesija, idući u susret zahtevima prakse, preispituje koncepte vrednovanja i podiže standarde u redovnoj i naknadnoj kontinuiranoj edukaciji. Konačno, investitori spoznaju neophodnost kvalitetne analize finansijskih izveštaja, prepoznajući u njoj vredan instrument u procesu otkrivanja mogućih razlika između tržišnih, knjigovodstvenih i realnih (intrističnih) vrednosti akcija.

Uočene slabosti sistema finansijskog izveštavanja, s jedne, i nesporna važnost informacija kreiranih kroz ovaj sistem, s druge strane, nameću pred korisnike tih informacija najmanje dve vrste izazova. Prvo, finansijski analitičari su jednostavno prinuđeni da ponovo procenjuju kvalitet finansijskih izveštaja i nakon njihove revizije, kako bi prepoznali rizike po osnovu mogućeg kreativnog finansijskog izveštavanja. To podrazumeva i identifikovanje karakterističnih poslovnih situacija koje pogoduju manipulacijama, ali i nekih indikatora koji mogu da otkriju, ili barem da nagoveste, postojanje kreativne računovodstvene prakse. Drugo, čak i ako opasnosti od kreativnog izveštavanja ne bi postojale, zbog važnosti pravovremenog prepoznavanja poslovno-finansijskih rizika, postoji potreba za razvijanjem ranih upozoravajućih signala koji bi pomogli investitorima da na vreme prepoznaju moguće opasnosti, ali i menadžerima da na vreme preduzmu potrebne korake kako bi moguće rizike predupredili.

U oba prethodna slučaja mogu se koristiti standardni pokazatelji koji u procesu uobičajene finansijske analize stoje na raspolaganju. Međutim, čini nam se da stvarne potrebe korisnika nadilaze mogućnosti standardnih pokazatelja. Stvarne potrebe traže rane upozoravajuće signale koji nisu zamena standardnoj finansijskoj analizi, već predstavljaju njenu nadogradnju.

## SITUACIJE KOJE POGODUJU MANIPULACIJAMA

Detektovanje bilansnih rizika predstavlja veoma kompleksan posao. Verujemo da je najveći broj finansijskih izveštaja sastavljen u skladu sa zahtevima istinitog i fer izveštavanja, kao što je izvesno da postoje i oni koji u informacionom smislu nose ozbiljne rizike, prvenstveno za investitore. Problem prepoznavanja rizika je otežan usled činjenice da je veoma teško razviti set indikatora koji će biti potpuno pouzdan u svakoj situaciji. Različite karakteristike preduzeća, različita bilansna struktura, veliki broj računovodstvenih opcija čiji i nenameran izbor utiče na predstavljanje finansijskog položaja preduzeća, kao i različiti stepen odgovornosti i etičnosti menadžera i računovođa značajno usložavaju problem procene kvaliteta finansijskog izveštavanja. Otuda je teško govoriti samo o jednom pravom pristupu istraživanju kvaliteta izveštavanja, dovoljnosti samo analize finansijskih izveštaja i vrednosti samo jednog ili nekog manjeg broja indikatora koji će vredeti u svim uslovima i za sva preduzeća. Umesto toga, pre možemo govoriti o setu indikatora koji ukazuju ili samo nagoveštavaju bilansne rizike i koji podstiču na povećanju opreznost svih onih koji svoje odluke zasnivaju na informacijama sadržanim u finansijskim izveštajima.

Povećani stepen obazrivosti, uzrokovan velikim finansijskim prevarama, koje su u značajnom broju slučajeva bile praćene kreativnim finansijskim izveštavanjem, upućuje na potrebu da se problem postavljanja upozoravajućih signala posmatra nešto šire i ne vezuje samo za finansijske izveštaje. U tom smislu čini nam se veoma korisnim prepoznavanje onih poslovnih situacija koje pogoduju manipulacijama, odnosno koje povećavaju rizik od nedozvoljenih postupanja u finansijskim izveštajima. Nije nebitno ni okruženje finansijskog izveštavanja, u smislu postojanja kvalitetnog ili nekvalitetnog institucionalnog okvira

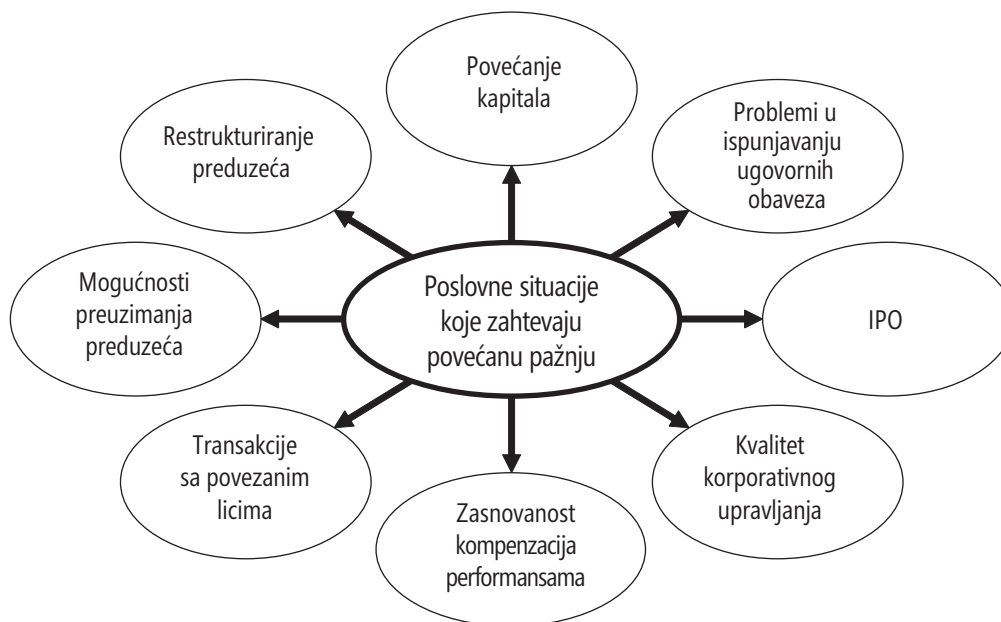
(institucije, regulativa, nadzorna i savetodavna tela, kvalitet revizije), kao važnog preduslova za stvaranje istinitih i fer izveštaja. Sa ovim saznanjima, sa uobičajenim ili povećanim stepenom opreznosti, prilazi se analizi finansijskih izveštaja i identifikovanju upozoravajućih signala koji bi trebalo da budu u funkciji smanjenja rizika u procesu odlučivanja.

Za svakog investitora, ili njegovog finansijskog savetnika, od izuzetnog značaja je identifikovanje poslovnih situacija gde je verovatnoća pojava manipulacija u finansijskim izveštajima veća. To neće olakšati analizu izloženosti rizicima. Naprotiv, učiniće je još zahtevnijom, ali će povećana pažnja i širi krug, sada i netipičnih, pokazatelja sigurnosti voditi uspešnijem otkrivanju mogućih rizika, što bi odlučivanje trebalo da učini sigurnijim i, samim tim, interese investitora bolje zaštićenim. Poslovne situacije koje mogu da budu praćene povećanim rizikom od manipulacija predstavljene su na slici 1.

**Pribavljanje potrebnog kapitala** predstavlja veoma ozbiljan test nivoa poverenja između preduzeća i investitora. Pri tome, mislimo i na privlačenje vlasničkog kapitala u vidu emisije običnih i preferencijalnih akcija, emisiju dužničkih hartija od vrednosti, ali i na pribavljanje novih i ponovno pregovaranje o postojećim kreditima. Ovome bismo pridodali i procese konverzije duga u kapital, koji ne utiču na visinu ukupnih izvora, ali menjaju njihovu strukturu, povećavajući sopstveni kapital na račun duga. Izvesno je da od mogućnosti privlačenja potrebnog kapitala zavisi poslovna sposobnost preduzeća i da eventualno neuspešna emisija hartija od vrednosti može ugrožavati funkcionisanje preduzeća i otvarati veoma delikatna pitanja vezana za perspektive preduzeća i sposobnost menadžmenta da ispuni očekivanja investitora. Dobre performanse su dobra osnova za privlačenje dodatnog kapitala.

Pokazivanje atraktivnosti emitovanih hartija od vrednosti može stimulisati menadžment da (često uz podršku revizora) prikaže povoljniji položaj preduzeća nego što on stvarno jeste. Ukoliko je emisiona cena iznad realne vrednosti emitovanih hartija, to bi onda moglo da znači da će postojeći investitori biti u povoljnijem položaju u odnosu na nove investitore. Važi i obrnuto. U slučaju emisije cene koja je niža od realne vrednosti gubiće postojeće akcio-

Slika 1 Poslovne situacije koje pogoduju manipulacijama



nari koji ne učestvuju u novoj emisiji. Slični motivi mogu postojati i prilikom pribavljanja novih kredita ili pregovaranja o postojećim, kada kreditori zahtevaju procenu sposobnosti preduzeća da servisira preuzete obaveze.

Posebnu pažnju zaslužuju situacije plaćanja hartija od vrednosti stvarima i pravima, budući da pogrešnom (često namernom) procenom (najčešće precenjivanjem) ovih imovinskih delova mogu biti oštećeni interesi postojećih investitora koji ne učestvuju u novoj emisiji, kao i interesi investitora koji hartije plaćaju gotovinom. Konačno, treba biti oprezan u situacijama kada u preduzeću postoji uticajan kreditor, koji, u saradnji sa menadžmentom, može uticati na stvaranje latentnih rezervi, potcenjivanje vrednosti kapitala i preteranu zaduženost, da bi konverzijom kredita u kapital stekao prava i na takve rezerve, iako na njih realno nema prava.

**Problemi u ispunjavanju obaveza iz ugovora sa kreditorima** se nadovezuju na prethodne. Naime, u praksi kreditori, da bi što bolje zaštitili svoje interese, često nameću dodatne obaveze i ograničenja preduzeću. Primeri takvih ograničenja su održavanje propisanih odnosa između pojedinih delova bilansa, npr, između obrtne imovine i kratkoročnih obaveza 2:1, između kapitala i duga 60:40% i sl, zabrana plaćanja dividendi ako su rezerve ispod 10% osnovnog kapitala i dr. U slučaju neispunjenja ovih obaveza kreditori mogu tražiti dodatne garancije, povolj-

nije kamatne stope i stvarati probleme menadžmentu. To znači da mogu postojati motivi za „ulepšavanje“ finansijskih izveštaja zarad privlačenja dodatnog kapitala, ali da takvi motivi mogu opstajati i nakon završetka tog procesa, kako bi se obezbedila realizacija preuzetih ugovornih obaveza. Ako sve ovo nije moguće obezbediti na realnim osnovama, ideje o upražnjavanju kreativne računovodstvene prakse dobijaju na značaju.

**Inicijalna javna ponuda (Initial Public Offering – IPO)**, koja podrazumeva otvaranje preduzeća prvom javnom emisijom akcija, predstavlja veliki izazov za menadžment, postojeće vlasnike i nove investitore. Ovaj proces, kojem preduzeća pribegavaju često da bi pribavila potrebni dodatni kapital i podigla efikasnost korporativnog upravljanja, otvara niz ozbiljnih pitanja, kao što su: kreiranje prospekta pomoću koga se predstavlja atraktivnost ponuđenih hartija od vrednosti, postavljanje cene za akcije u prvoj javnoj emisiji, utvrđivanje tzv. spread-a, kao razlike u ceni po kojoj pokrovitelj emisije kupuje akcije od preduzeća i cene po kojoj on iste akcije prodaje investitorima, potcenjenost akcija u javnoj ponudi zarad stimulisanja prodaje, visina troškova emisije u koje treba uključiti i razliku u ceni za pokrovitelja i sl.

U kontekstu razmatranih problema u ovom radu za nas je najvažnije pitanje kvaliteta finansijskog izveštavanja, koje možemo posmatrati pre i posle odvijanja ovog

procesa. Ovaj problem ima daleko veći značaj za odvijanje procesa inicijalne javne ponude, nego što se to na prvi pogled može zaključiti. Ovo dobrim delom zbog toga što će informacije o ostvarenjima preduzeća biti jedan od veoma važnih parametara u procesu otkrivanja cena. Osciliranje cena u javnoj ponudi u odnosu na realnu vrednost, značiće koristi za jedne i gubitke za druge učesnike u procesu realizacije javne ponude. Ukoliko su cene u javnoj ponudi potcenjene, to praktično znači da će u ovom procesu profitirati novi investitori, koji će plaćati manje za hartije koje realno vrede više, i to na račun postojećih vlasnika. Obrnuto, ukoliko su cene iznad realnih gubiće novi, a dobijaće postojeći investitori. Budući da je analiza finansijskih izveštaja u funkciji prepoznavanja prave (intristične) vrednosti, nije svejedno da li su izveštaji pripremljeni više konzervativno ili oni odražavaju nerealni optimizam.

Brojna istraživanja, koja su u osnovi imala nameru da povežu kvalitet dobitka i inicijalnu javnu ponudu, često upućuju na različite zaključke. Najveći broj ovih istraživanja prati kretanje različitih indikatora ostvarenja pre i posle inicijalne javne ponude. Ako imamo u vidu da otvaranje preduzeća povećava njegov stepen odgovornosti i da ona postaju predmet ozbiljne pažnje regulatornih tela, temeljnog proučavanja od strane investicione javnosti, predmet kontrole od strane internih i eksternih revizora, povećanog interesovanja rejting agencija, finansijskih analitičara, štampe i javnosti u celini, onda je sasvim logično da proces otvaranja preduzeća podrazumeva viši kvalitet finansijskog izveštavanja. U tom smislu, prihvatljiva su generalna razmišljanja da je logično očekivati da u godinama koje prethode inicijalnoj javnoj ponudi dolazi do čišćenja bilansa od mogućih postojećih balasta koji opterećuju finansijske izveštaje. Dodajmo ovome da tržište kažnjava za eventualna precenjivanja dobitka i kapitala u trenutku objektivizacije skrivenih gubitaka i to tako što cene akcija mogu značajno padati, troškovi kapitala rasti, kao i troškovi gubljenja reputacije. Uglavnom na liniji ovih argumenata R. Ball i L. Shivakumar<sup>2</sup>, analizirajući procese inicijalne javne ponude u UK, dolaze do zaključka da u proseku preduzeća koja ulaze u proces inicijalne javne ponude imaju više konzervativne izveštaje nego obrnuto.

Ipak, u vezi sa prethodnim argumentima, treba dodati još nekoliko važnih činjenica. Prvo, interes za dostizanjem odgovarajućeg kvaliteta pre inicijalne javne ponude nije isti u svim preduzećima. S tim u vezi, takav interes ne mora postojati u situacijama ako se inicijalna javna ponuda odvija kao sekundarna, kada osnivači i dotadašnji ulagači praktično naplaćuju svoju zaradu prodajom postojećih akcija, pri čemu nema realnih novčanih priliva u preduzeće. Eventualno postojanje skrivenih gubitaka za njih znači dobijanje više novca za nešto što vredi manje. Za sve one koji se povlače iz preduzeća neće biti od značaja kasnija objektivizacija tih gubitaka. Oni su zainteresovani da ponuda uspe po, za njih, atraktivnim cenama. Drugo, postoji razlika u odnosu prema kvalitetu izveštavanja u zavisnosti od toga da li se radi o inicijalnoj javnoj ponudi zatvorenih akcionarskih društava ili o inicijalnoj javnoj ponudi javnih preduzeća u kojima je država jedini ili dominantni vlasnik. Verovatnije je da će se u prvom slučaju, naročito ako se inicijalna javna ponuda odvija kao primarna, kada je ona organizovana u cilju prikupljanja dodatne gotovine za kompaniju, veća pažnja biti posvećena kvalitetu izveštavanja, nego u drugom slučaju. Treće, sama mogućnost postojanja namere da se performanse potcene ili precene, da bi se ostvarile neke koristi po osnovu potcenjenih akcija ili da bi postojeći vlasnici ostvarili koristi po osnovu precenjivanja akcija, upućuje na povećanu opreznost u analizi finansijskih izveštaja i pre i posle inicijalne javne ponude. Konačno, posmatranje prosečnog preduzeća omogućava dolaženje do nekih opštijih zaključaka, koji su svakako vredni. Međutim, to što su možda u proseku, naročito u računovodstveno uređenim zemljama, preduzeća ponašaju tako da imaju više konzervativne izveštaje, malo znači za izvođenje zaključaka o kvalitetu izveštaja pojedinačnih preduzeća. Naravno, i dalje polazimo od toga da je najveći broj izveštaja istinit i pošten prikaz finansijskog položaja i uspeha preduzeća, ali da je cilj da prepoznamo ona preduzeća kod kojih bilansni rizici postoje. Uostalom šta znači pojedinačnom investitoru ako pogrešno uloži novac u preduzeće koje je opterećeno velikim skrivenim gubicima, ako plati previsoku cenu i ako uz to još preduzeće bankrotira, što preko 90% drugih preduzeća ima kvalitetne izveštaje iz kojih

2 O ovome više videti: Ball, R., Shivakumar, L., Earnings quality at initial public offerings, *Journal of Accounting & Economics*, 2008. p. 324-349.



se mogu izvući pouzdani zaključci o pratećim rizicima. Verovatno, ništa.

Veoma su interesatna istraživanja koja su vršili S. Teoh, T. Wong i G. Rao koji su analizirali kretanja pojedinačnih indikatora u godini koja prethodi inicijalnoj javnoj ponudi i šest godina nakon ovog procesa. Iz njihovih istraživanja izdvajamo kretanje odnosa između neto dobitka i prihoda od prodaje (stopa dobitka), kao i kretanje odnosa između sumnjivih potraživanja i bruto vrednosti potraživanja. Zanimljivo je da prvi pokazatelj je viši u godini koja prethodi inicijalnoj javnoj ponudi dok se u godinama posle uglavnom smanjuje. Obrnuta je situacija sa drugim pokazateljem (videti tabelu 1).<sup>3</sup>

**Tabela 1 Pokazatelji kvaliteta izveštavanja pre i posle IPO**

Indikatori, %	Godina IPO	Godine posle IPO					
		1	2	3	4	5	6
Neto dobitak / Prihodi od prodaje	4,6	2,8	2,1	1,6	1,3	1,3	1,8
Sumnjiva potraživanja / Bruto iznos potraživanja	2,91	3,32	3,46	3,62	3,81	3,77	3,85

Iz prethodnog bi se mogao izvesti zaključak da postoje preduzeća koja manipulišu ostvarenjima u godinama koje prethode inicijalnoj javnoj ponudi. Ostavljajući u ovom trenutku po strani različite rezultate empirijskih studija, kao i dublje pronicanje u motive jednog ili drugog načina ponašanja, na ovom mestu dovoljno je konstatovati da inicijalna javna ponuda u procesu mogućnosti prepoznavanja nekih bilansnih rizika zahteva primerenu pažnju analitičara. Dakle, proces sam po sebi ne znači da manipulacije obavezno postoje ili da su rizici veći od šansi. On samo zahteva povećanu opreznost i prepoznavanje ranih upozoravajućih signala koji upućuju na postojanje povećanih rizika.

**Kvalitet korporativnog upravljanja** se eksplicitno dovodi u vezu sa kvalitetom finansijskog izveštavanja, naročito nakon velikih finansijskih prevara posle 2000. godine. Gotovo da je danas opšteprihvaćeno da je loše korporativno upravljanje uvek praćeno propustima u procesu finansijskog izveštavanja. Otuda i ogromni naponi zakonodavaca i regulatornih tela na implementiranju novih pra-

vila koja će omogućiti podizanje kvaliteta korporativnog upravljanja, a preko toga i kvaliteta finansijskog izveštavanja. U središte procene kvaliteta korporativnog upravljanja stavljaju se karakteristike kao što su: nezavisnost borda direktora, nezavisnost komiteta za reviziju, veličina borda direktora i prisustvo ili odsustvo dualne uloge direktora, kada se on pojavljuje i u ulozi direktora i u ulozi predsednika borda direktora.<sup>4</sup>

Pomenuta istraživanja pokazuju da je lošiji kvalitet korporativnog upravljanja prisutan u situacijama kada bord direktora nije sastavljen od nezavisnih članova, odnosno kada direktori kontrolišu bord umesto obrnuto, direktor preduzeća je u isto vreme i predsednik borda, komi-

tet za reviziju nije sastavljen od nezavisnih članova i kada odbori direktora imaju veći broj članova, budući da je tada komunikacija otežana i proces odlučivanja usporeniji. Ovome treba dodati da prisustvo institucionalnih investi-

tora ograničava svojevoljno ponašanje menadžmenta i povećava kvalitet korporativnog upravljanja. Generalno, niži kvalitet korporativnog upravljanja povećava verovatnoću pojave računovodstvenih prevara. To, naravno, ne znači da između kvaliteta korporativnog upravljanja i kvaliteta finansijskih izveštaja stoji znak jednakosti. Indikovani nizak kvalitet korporativnog upravljanja zahteva povećanu opreznost.

**Vezivanje kompenzacija za performanse** predstavlja tradicionalnu praksu mnogih kompanija. Ovakav pristup je sasvim razumljiv, budući da je logično očekivati da intenzitet motivacije zavisi od kretanja ostvarenja preduzeća i mogućnosti merenja doprinosa menadžera tim ostvarenjima. Što uspešnije povežemo aktivnosti menadžera i njihov stvarni doprinos uspehu preduzeća sa sistemom nagrađivanja, to ćemo više približiti interese menadžera interesima vlasnika, budući da će menadžeri participirati u podsticajima samo kada se u isto vreme povećava bogatstvo akcionara. Intenzitet motivacije bi tada bio visok,

<sup>3</sup> Više videti: Teoh, S., Wong, T., Rao, G., Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic? prema: Penman, H. S., Financial Statement Analysis Security Valuation, McGraw Hill / Irwin, New York, 2001. p. 602-606.

<sup>4</sup> Više videti: Byard, D., Li, Y., Weintrop, J., Corporate governance and the quality of financial analysts' information, Journal of Accounting and Public Policy, 2006. p. 609-625.

agencijski troškovi po tom osnovu bi bili značajno manji, dok bi interesi vlasnika bili bolje zaštićeni.

Međutim, upravo vezivanje kompenzacija za performanse može podsticati menadžment na ponašanje koje udaljava finansijske izveštaje od ekonomske realnosti. Činjenica je da mnoge kompanije nude vredne kompenzacione pakete za ostvarenja koja će voditi maksimiranju interesa vlasnika. Ukoliko se ta ostvarenja neposredno iskazuju u finansijskim izveštajima (dobitak, cash flow, zarada po akciji, stopa prinosa i sl.) ili iskazana ostvarenja u finansijskim izveštajima utiču na kriterijume koji su osnova za participiranje u dugoročnim podsticajima (dodata tržišna vrednost, dodata ekonomska vrednost, ukupni prinos akcionara), onda to otvara značajan prostor za „prilagođavanja“ finansijskih izveštaja potrebama nagrađivanja menadžmenta. S tim u vezi, Al Ehrbar ističe da možemo biti sigurni da nijedan menadžer neće završiti poslovnu godinu sa 79% ostvarenja planiranog dobitka, ako pravo na bonus počinje da teče sa 80% ostvarenja od plana.<sup>5</sup> Dobro je poznato da su finansijski izveštaji kompanija koje su učestvovala u velikim finansijskim prevarama, kao što su, primera radi, Enron, Global Crossing i WorldCom u USA, Holzman i Kirch u Nemačkoj i Marconi i Railtrack u UK, bili opterećeni skrivenim gubicima, pogrešnim prikazivanjem zaduženosti, nerealno visokim dobitcima i precenjenim kapitalom. Precenjena ostvarenja bila su osnov i za kompenzacije. Primera radi, u Enronu u 2000. godini osnovna plata je bila 51% iznad proseka grane, bonusi su nadilazili prosek grane za 383%, dok su opcije na akcije, procenjene u trenutku dodele na 86,5 miliona dolara, bile veće u odnosu na druge kompanije u grani za 484%.<sup>6</sup>

Manifestovanje manipulacija u finansijskim izveštajima zarad ostvarenja koristi na području kompenzacija može imati različite forme. U uslovima kada podsticajni planovi donose bonuse samo ako se dobitak nalazi u određenim granicama (na primer, između 80 i 150% od plana), menadžment može biti zainteresovan za premetanje dobitka između perioda i to tako što će u dobrim poslovnim godinama stvarati latentne rezerve i čuvati dobitak za

loše poslovne godine kada će zahvaljujući razlaganju tih latentnih rezervi ostvariti bonuse iako tekuća ostvarenja nisu na nivou koji to obezbeđuje. Još ozbiljniji problem postoji kada su menadžerima ponuđeni vredni kompenzacioni paketi koji u sebi sadrže opcije na akcije, koje su utoliko atraktivnije koliko je veća razlika između kupovne cene u trenutku izvršenja opcije i prodajne cene predmetnih akcija. Nije isključena mogućnost da će menadžment tempirati iskazivanje najpovoljnijih finansijskih ostvarenja na način da ona doprinesu maksimalnom povećanju cena akcija baš u vreme izvršavanja opcija.<sup>7</sup> Konačno, najdrastičnije zloupotrebe nastaju onda kada menadžment lažno prikazuje performanse preduzeća (fiktivni prihodi, kapitalizacija rashoda od kojih se ne očekuju buduće koristi, skrivanje zaduženosti i sl.) da bi ostvario predviđene kompenzacije. Pomenimo samo na ovom mestu da neka istraživanja ukazuju da veće učešće kompenzacija u vidu akcija (uključujući opcije na akcije i druge vidove dodele akcija) u ukupnim kompenzacijama za pet najviše plaćenih direktora povećava verovatnoću od računovodstvenih prevara za oko 68%.<sup>8</sup>

**Transakcije sa povezanim licima** uvek moraju da budu praćene sa nekom dozom opreznosti. Ovo prvenstveno zbog toga što povezanost između preduzeća, bilo učešćima u kapitalu, bilo drugim mogućnostima uticaja na poslovanje, otvara veliki manevarski prostor za kreativno prikazivanje finansijskog položaja i uspeha nekog od povezanih preduzeća. U ovom slučaju prostor za kreacije je širi zbog toga što premetanje dobitaka između perioda u okviru preduzeća biva dodatno opterećeno premetanjem dobitaka između preduzeća. Potcenjivanje rezultata moguće je učiniti prodajom po nerealno niskim cenama, vršenjem međusobnih usluga i njihovim vrednovanjem ispod tržišnih cena i sl. Međusobno pozajmljivanje sredstava uticaće na sliku zaduženosti preduzeća, ali preko viših ili nižih kamata i na rezultat. Premetanje dobitaka znači da u isto vreme jedno preduzeće iskazuje bolje per-

5 Ehrbar, A., EVA - The Real Key to Creating Wealth, John Wiley and Sons, Inc., New York, 1998. p. 101.

6 Mintz, M. S., Morris, E. R., Ethical Obligations and Decision Making in Accounting, McGraw Hill Inc., 2008. p. 243.

7 O kompenzacijama uopšte, kao i problemima kreativnog izveštavanja u cilju ostvarenja koristi za menadžment detaljnije pogledati: Malinić, dr D, Kompenzacione šeme za menadžere, Zbornik radova: Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti, Miločerski ekonomski forum, 2007. str. 63-95.

8 O ovim istraživanjima više pogledati: Grant, M. R, Visconti, M, The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals, Long Range Planning, 39, 2006. p. 364-365.

formanse nego što one stvarno jesu, dok drugo preduzeće može biti opterećeno skrivenim gubicima. Izostane li još i konsolidovanje izveštaja svih preduzeća koja čine krug konsolidovanja, onda je to razlog više za dodatnu opreznost. Uzajamna povezanost može rezultirati izvlačenjem dobitka iz jednog preduzeća u sa njim povezano preduzeće. Neposredne posledice su teško oštećenje interesa prvenstveno manjinskih akcionara čiji se dobitci prelivaju u ruke špekulanata.

**Mogućnost preuzimanja preduzeća**, bilo da je ona posledica procene da je postalo meta preuzimanja ili da postoji želja da preduzeće bude preuzeto, mogu potencijalno da budu razlog manipulacija u finansijskim izveštajima. Budući da se pozitivni efekti preuzimanja dele između sticaoca i akcionara targeta logični su napori obe strane da iz tog procesa izvuku što veće koristi. Pri tome, treba imati u vidu, da sticaoci kao poželjne karakteristike ciljne kompanije vide mogućnosti za brži rast dobitaka u budućnosti, nizak nivo finansijskog leveridža, nisku cenu u odnosu na zaradu po akciji, niži P/B racion (price to book ratio) i sl. Znajući to, ciljno društvo može kroz svoje finansijske izveštaje da ide u susret takvim zahtevima. Sticalac je u svojoj finansijskoj analizi usmeren na pronalaženje preduzeća koja imaju latentne rezerve koje tržište kroz cenu akcija nije prepoznalo. Podizanjem nivoa efikasnosti korporativnog upravljanja on će nastojati da materijalizuje koristi od preuzimanja. S druge strane, najveći rizik po sticaoca je postojanje skrivenih gubitaka u bilansima. Njihovo neprepoznavanje imaće za posledicu veće prinose akcionara koji su pristali na prodaju, dok će ukupne koristi sticaoca pri objektivizaciji gubitaka biti umanjene.

Motivi za kreativnim ponašanjem menadžmenta i računovođa ne prestaju ni nakon procesa preuzimanja. Naime, u praksi nisu retke situacije kada sticalac akcija ciljnog društva pokušava da namerno prikaže nižu zaradu u prvoj godini nakon sticanja, kako bi u narednim godinama prikazao nerealno visoki rast što bi trebalo da se odrazi i na cenu akcija. U tom kontekstu, često se pristupa visokim otpisima nematerijalne imovine, pre svega kapitalizovanih troškova razvoja, što direktno utiče na smanjenje dobitka tekućeg perioda. Tako je, na primer, kompanija America Online nakon preuzimanja kompanije NetChanel otpisala 20 miliona dolara kapitalizovanih troškova istraživanja i

razvoja. Prilikom preuzimanja Lotusa od IBM-a 57% ukupne kupovne cene od 3,24 milijarde dolara odnosilo se na angažovana sredstva u istraživačko-razvojnim aktivnostima. Otpisom ove imovine IBM je u četvrtom kvartalu iskazao gubitak od 538 miliona dolara, što je bio manji rezultat za 1,248 milijardi dolara u odnosu na isti kvartal prethodne godine.<sup>9</sup> Motivi za ovakva postupanja proizilaze iz verovanja da će tržište manje kažnjavati jednokratna otpisivanja i smanjenja dobitka po tom osnovu, nego što će nagrađivati za budući brži rast dobitka.

**Restrukturiranje preduzeća** je, ne retko, praćeno premetanjem dobitaka između perioda, što znači da kreativna računovodstvena praksa ni tada ne izostaje. Naime, kompanije često u procesu restrukturiranja pribegavaju tzv. „velikom spremanju“ i čišćenju bilansa. Međutim, tada se često ide i korak dalje. Preduzeća u tom procesu nastoje da potcene aktivu i precene obaveze, odnosno da povećaju rashode i smanje rezultat. Glavni motiv pri tome je da se, pokrivajući buduće rashode u tekućim periodima tekući dobitak odloži za naredne periode, iskažu iznenađujuće visoki dobitci u narednim periodima, što bi trebalo da ukaže na dobre perspektive preduzeća i da se preko toga povoljno odrazi na cenu akcija. Previsoki otpisi fiksne i tekuće imovine i preterana rezervisanja mogu da budu praktikovani u ovakvim situacijama. Otuda, ukoliko je to izvodljivo, troškove restrukturiranja treba posebno preispitati i verovatno jedan deo drugačije tretirati u analizi da bi se stekla realna predstava o ostvarenjima preduzeća.

Novim, na kraju ovog dela rada dva bitne stvari. Prvo, navođenje pojedinih poslovnih situacija ne znači da u nekim drugim repetitivnim situacijama nema kreativne računovodstvene prakse. Drugo, iz prethodnih izlaganja ne treba izvlačiti zaključak da su pomenuti procesi obavezno praćeni kreativnom računovodstvenom praksom. Akcenat je na tome da su tada bilansni rizici povećani, što upućuje na povećanu opreznost i potrebu razvijanja nekih ranih upozoravajućih signala kako bi se ti rizici uzeli u razmatranje.

<sup>9</sup> O ovim informacijama, kao i mogućim postupanjima sa ovim troškovima u procesu preuzimanja višepogledati: Gogan, P., Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings, prevod, Prometej, Novi Sad, 2004. str. 705-707.

## PRAVCI ISTRAŽIVANJA KVALITETA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Važnost informacija koje produkuje sistem finansijskog izveštavanja proizilazi iz njihovog nespornog značaja u procesima ublažavanja informacione asimetrije, podizanja transparentnosti procesa na tržištu kapitala, zaštiti interesa investitora i povećanja sigurnosti u procesu donošenja odluka. S druge strane, takođe se ne može sporiti ni činjenica da je proces finansijskog izveštavanja opterećen problemima različite vrste (kompleksnost poslovnih transakcija, neophodnost postojanja računovodstvenih opcija, neetičko ponašanje učesnika u procesu izveštavanja i sl.) i da se u praksi ne retko dešava da informacije u finansijskim izveštajima odstupaju od ekonomske realnosti. Još je dramatičnije saznanje da su veliki finansijski skandali u poslednjih desetak godina veoma često bili praćeni računovodstvenim prevarama koje su za cilj imale namerno izobličavanje stvarnog finansijskog položaja preduzeća i njegove zarađivačke sposobnosti. Pogrešne procene i na njima zasnovane pogrešne odluke investitora imale su za posledicu drastična oštećenja njihovih interesa, što se manifestovalo u izgubljenim očekivanim prinosima, velikim kapitalnim gubicima ili, čak, gubljenjem ukupnog iznosa uloženog kapitala.

Ovakva dešavanja u praksi upućuju na tri zaključka. Prvo, uprkos naporima zakonodavca, regulatornih tela i profesije da se putem primene, dominantno od strane profesije, nametnutih računovodstvenih principa i standarda, vršenja revizije od strane nezavisnih eksternih profesionalaca (revizora) i proklamovanja etičkih normi ponašanja relevantnih za računovođe, revizore i menadžere, kreativno finansijsko izveštavanje opstaje kao realna opasnost po kvalitet finansijskog izveštavanja. Druga dva zaključka čine prethodni problem još ozbiljnijim. Naime, tržište u svim velikim finansijskim skandalima nije na vreme prepoznalo i inkorporiralo u vrednost akcija prisutne rizike koji su pratili poslovanje takvih kompanija i koji su se vremenom ubrzano povećavali. Konačno, negativni rasplet događaja ukazuje da su se investitori oslanjali na tržišne informacije i na informacije iz finansijskih izveštaja, nekritički ih uzimajući kao korektan dokaz ekonomske realnosti. Da poslednja konstatacija nije tačna, onda oni (investitori) ne bi pretrpeli ogromne gubitke.

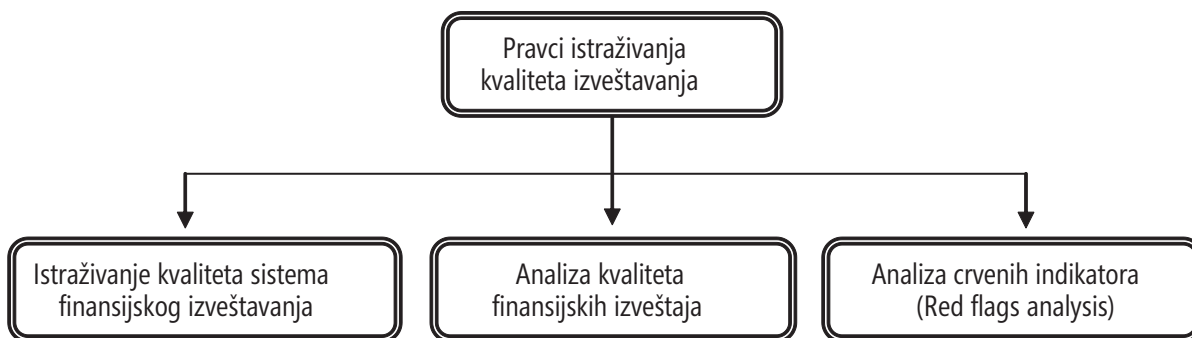
Procena kvaliteta finansijskog izveštavanja, odnosno finansijskih izveštaja kao nosilaca informacija od značaja za investitore i druge interesne grupe, nameće se sama po sebi. Pri tome, generalno bi se moglo reći da su finansijski izveštaji lošeg kvaliteta ako dovode u zabludu one koji odlučuju na osnovu tekuće iskazanih informacija i ako predstavljaju pogrešno ishodište za one koji stvaraju sopstvene projekcije na bazi već iskazanih informacija. Potencijalne žrtve nekvalitetnog izveštavanja su investitori u vlasničke hartije od vrednosti, investitori u dužničke hartije od vrednosti, finansijske institucije koje se pojavljuju u ulozi davaoca kreditnih izvora finansiranja, regulatorna tela, poslovni partneri, zaposleni, rejting agencije i dr.

Sve prethodno navedeno upućuje da su korisnici informacija prinuđeni da dodatno procenjuju kvalitet finansijskih izveštaja, čak i onda kada postoji pozitivno mišljenje revizora. Međutim, preispitivanje kvaliteta izveštavanja i prepoznavanje informacionih rizika nije jednostavno, budući da podrazumeva širok spektar računovodstvenih znanja, poznavanje specifičnosti privrednih oblasti, grupacija, grana i pojedinačnih preduzeća, identifikovanje poslovnih situacija koje pogoduju kreativnom izveštavanju i posedovanje visokih analitičkih sposobnosti, koje nadilaze zahteve standardne tradicionalne analize finansijskih izveštaja. Izvesno je da prepoznavanje problema u finansijskim izveštajima ne znači automatski i odustajanje, primera radi investitora, od ulaganja u preduzeće ili potencijalnog preuzimaoca od ciljnog društva, ili donošenja odluke o dezinvestiranju i preusmeravanju kapitala u druga preduzeća. Imperativ identifikovanja stvarne finansijske pozicije je sagledavanje svih rizika (ponekad i šansi) i u takvim uslovima donošenje kvalitetnih odluka. To pred finansijske analitičare stavlja nove izazove u pogledu kvantificiranja odstupanja dobitka, imovine, obaveza, kapitala, novčanih tokova i sl. od ekonomske realnosti, preuređenje postojećih izveštaja i ponovnu analizu tako preuređenih izveštaja.

Sveobuhvatna analiza kvaliteta finansijskih izveštaja podrazumeva usmeravanje istraživačkih napora u tri pravca: istraživanje kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja, s ciljem da se otkrije stepen izloženosti pojedinačnih preduzeća rizicima od posledica kreativnog finansijskog izveštavanja, istraživanje kvaliteta finansijskih izve-



Slika 2. Pravci istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja



štaja konkretnog preduzeća, s ciljem otkrivanja postojećih informacionih rizika, kao i identifikovanje tzv. crvenih indikatora (Red flags analysis) koji bi bili u funkciji merenja postojećih informacionih rizika, ali i u funkcijih ranih upozoravajućih signala. Mogući pravci istraživanja i njima pripadajuće aktivnosti koje u prepoznavanju informacionih rizika treba obaviti prikazani su na slici 2.

Nagovešteni pravci istraživanja otkrivaju potrebu jednog šireg pristupa analizi ostvarenja preduzeća na osnovu informacija u finansijskim izveštajima. Potencijalno visoki informacioni rizici i moguće velike štete od pogrešnih odluka zasnovanih na ovim informacijama opravdavaju ovakav pristup.

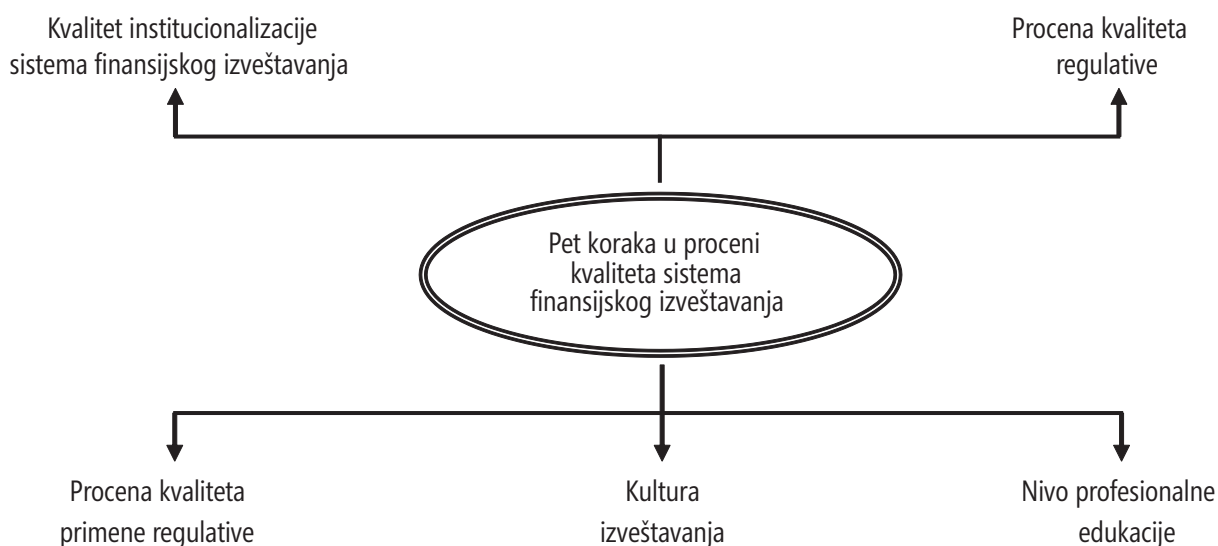
### Istraživanje kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja

Istraživanje kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja u značajnoj meri određuje, između ostalog, i kvali-

tet izveštavanja pojedinačnih privrednih subjekata. Moglo bi se reći da kvalitet sistema finansijskog izveštavanja opredeljuju elementi kao što su: kvalitet institucionalizacije sistema finansijskog izveštavanja, kvalitet regulative, kvalitet primene regulative, nivo profesionalne edukacije i kultura izveštavanja. Svi ovi elementi predstavljani su na slici 3.

**Institucionalizacija finansijskog izveštavanja** predstavlja ishodišnu pretpostavku izgradnje kvaliteta na ovom području. Mislimo pre svega na regulatorne institucije, koje imaju propisane nadležnosti i odgovornosti u procesu kreiranja regulative i kontrole njene primene, (država, Komisija za hartije od vrednosti, Centralna banka), profesionalne samoregulatorne institucije, što su različite profesionalne, dominantno računovodstvene, asocijacije, koje (negde sa manjim, negde sa većim ovlašćenjima u kreiranju regulative) predstavljaju veoma bitan oslonac regulatornim institucijama, naročito u procesu edukacije i pri-

Slika 3. Procena kvaliteta finansijskog izveštavanja



mene regulative, kao i institucije javnog nadzora i razvoja sistema finansijskog izveštavanja, koje bi trebalo da brinu o strategiji unapređenja sistema finansijskog izveštavanja, s jedne, i nadzora (uključiv i nadležnosti za sankcionisanje) nad radom revizora i preduzeća za reviziju, s druge strane, što podrazumeva njihovu potpunu nezavisnost od revizora i preduzeća za reviziju i njihovih asocijacija. Ukoliko prethodne institucije postoje, ukoliko su između njih jasno razgraničeni ovlašćenja i odgovornosti, ukoliko su sankcije za neetičko ponašanje računovođa, revizora i menadžera pravilno postavljanje i ukoliko ove institucije imaju visok kredibilitet u državi, profesiji i celokupnoj javnosti, onda postoje veći izgledi da i kvalitet izveštavanja bude na višem nivou. Naravno, važi i obrnuto.

**Kvalitet regulative**, takođe, determiniše kvalitet izveštavanja. U ovom slučaju mislimo i na zakonsku i na profesionalnu regulativu, koje treba da budu u funkciji obezbeđenja kvalitetne informacione osnove za odlučivanje i smanjenje rizika od prevara u procesu finansijskog izveštavanja. U ovom kontekstu o sistemu finansijskog izveštavanja govorimo kao o instrumentu zaštite investitora. Kvalitet zakonske regulative možemo ocenjivati uzimajući u obzir tri parametra: odnos zakonodavca prema ključnim pitanjima izveštavanja (opredeljenje za međunarodno priznatu profesionalnu regulativu ili za nacionalnu, obaveznost satavljanja i revidiranja izveštaja, način prezentiranja izveštaja, nivo obelodanjivanja, određivanje obveznika revizije i sl.), stabilnost regulative (što je slabost zemalja u tranziciji) i saglasnost između različitih zakona koji regulišu materiju finansijskog izveštavanja. Opredeljenje za nacionalnu umesto međunarodne regulative u uslovima nepostojanja potrebne tradicije i kvalitetnih ljudskih resursa (odlika manjih zemalja i zemalja u tranziciji), česte promene regulative koje otežavaju uporedivost izveštaja i na nacionalnom i na međunarodnom planu i povećavaju nesigurnost onih koji koriste finansijske izveštaje, kao i moguća različita rešenja istih problema u različitim zakonima, sigurno ostavljaju veći manevarski prostor za moguće manipulacije u finansijskim izveštajima, nalažući istovremeno veću opreznost korisnika informacija.

Procesi globalizacije svetskog tržišta, širenje uticaja multinacionalnih kompanija, činjenica da je u njima

zaštita trećih lica ograničena visinom uloženog kapitala i internacionalizacija tržišta kapitala, snažno upućuju na prezentovanje komparabilnih i razumljivih finansijskih izveštaja u svetskim okvirima. To je nešto što, dugoročno posmatrano, predstavlja neminovnost i za razvijene zemlje sa bogatom računovodstvenom tradicijom i za zemlje koje su u tranziciji i što upućuje na prihvatanje međunarodno priznate profesionalne regulative. To je put kojim je krenula, Srbija prihvatanjem Međunarodnih računovodstvenih standarda i Međunarodnih standarda revizije. Na taj način prevazilaze se značajni problemi vezani za kreiranje regulative, za njeno zvanično tumačenje i uporedivost finansijskog izveštavanja.

**Problem primene međunarodne regulative** je dug i mukotrpan posao. Ovo zbog toga što prihvatanje ove profesionalne regulative, kako neki misle, ne znači da su svi problemi rešeni. Iako su pravila ista za sve one koji takvu regulativu prihvataju, različita računovodstvena tradicija može imati za posledicu njihovu različitu interpretaciju i realno drugačije prikazivanje finansijskog položaja i prinosne snage preduzeća. Uz sve ovo, i međunarodna regulativa, prvenstveno kroz nuđenje računovodstvenih opcija ostavlja mogućnost uticaja na kvalitet izveštavanja. Ipak, mogli bismo reći da za strane investitore veći rizik nosi nacionalna regulativa, ako ni zbog čega drugog, onda zbog teškoća identifikovanja kritičnih indikatora koji mogu upućivati ne samo na moguće manipulacije u finansijskim izveštajima, veći na procenu rizika ulaganja kada su finansijski izveštaji korektno sastavljeni. Mogućnost drugačijeg vrednovanja, tretman gudvila, poreska odlaganja, neuobičajeno sistematizovanje pozicija su samo neki od mogućih problema.

Procena **kulture izveštavanja** predstavlja, takođe, predstavlja bitnu determinantu kvaliteta. Pri tome profesionalna kultura je prepoznatljiva na nacionalnom nivou (delom i zbog toga finansijski skandali su nejednako prisutni u različitim zemljama), ali i na nivou pojedinačnih preduzeća (kvalitet izveštavanja, kvalitet obelodanjivanja, dodatno obelodanjivanje). U svakom slučaju kultura izveštavanja isključuje svaku bilansnu prisilu, odnosno svako ponašanje koje vodi u konflikt ne samo sa zakonskom i profesionalnom regulativom, već i sa kodeksom profesionalne etike. Ovo je posebno važno za zemlje koje

se nalaze u procesu tranzicije, gde se preduzeća sa novom vlasničkom strukturom susreću sa brojnim izazovima na području izveštavanja. Između ostalog i zbog nedovoljne korporativne prosvetlosti, nerazumevanja javnog interesa u procesu finansijskog izveštavanja, naravno, neizostavno lukrativnih motiva vlasnika i menadžera i nekvalitetne eksterne revizije, u praksi vlada veliko šarenilo u smislu da se mogu prepoznati kompanije čiji su finansijski izveštaji odraz beskrupulozne prisile nad pravilima izveštavanja i gde je prepoznavanje rizika takvog izveštavanja od primarnog značaja za eksterne korisnike, ali i kompanije koje neguju jedan profesionalni odnos i koje se ističu višim stepenom profesionalne kulture u procesu izveštavanja.

Kvalitet sistema finansijskog izveštavanja određen je konačno i **kvalitetom obrazovanja računovođa i revizora**, kao i nivoom familijarnosti menadžmenta sa osnovnim računovodstvenim znanjima i etičkim normama. Naravno, kvalitetan redovni sistem obrazovanja koji omogućava sticanje širih računovodstvenih znanja treba da bude ishodište za bavljenje poslovima izveštavanja. On, dalje, mora da bude nadograđen obaveznim licenciranjem računovođa i revizora i kvalitetnom kontinuiranom profesionalnom edukacijom. Nepostojanje ovakvog sistema obrazovanja povećava rizike od nekvalitetnog izveštavanja. Odgovornost u ovom smislu leži na relevantnim državnim institucijama, ali u velikoj meri i na profesionalnim asocijacijama koje bi trebalo ozbiljno da brinu o

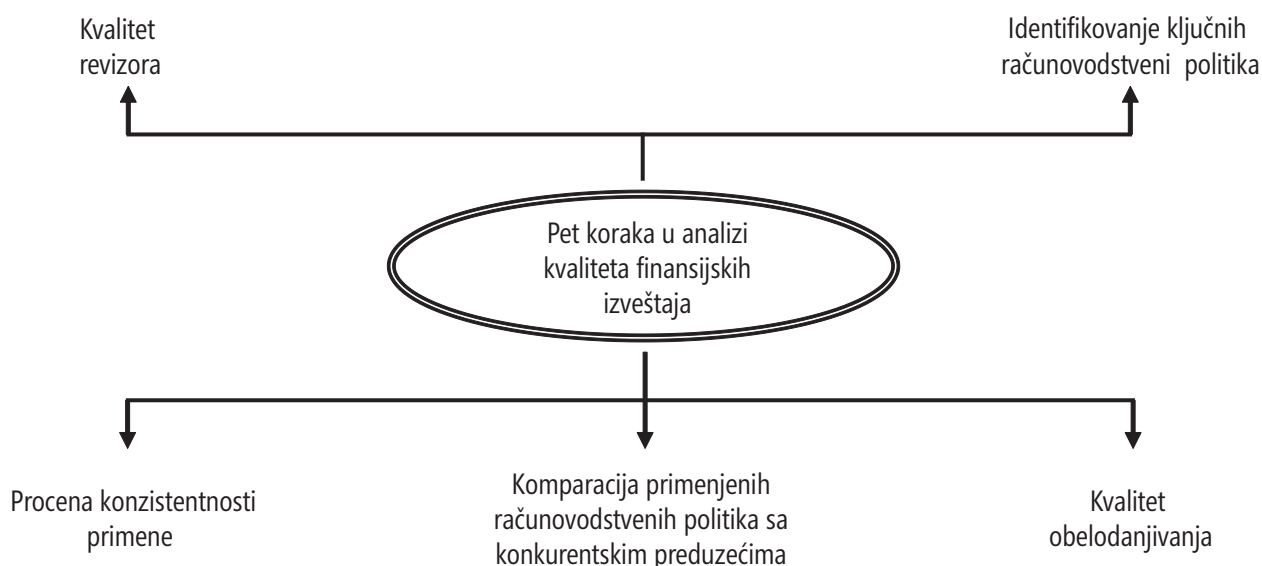
kvalitetu sistema finansijskog izveštavanja, a samim tim i o kvalitetu i ugledu profesije. Dugoročne opšte koristi od kvalitetnog rada na ovom području sasvim je izvesno nadilaze iznos mogućih ulaganja u stvaranje kvalitetnih računovođa i revizora.

### Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja

Generalno, dobrim delom, postojeći kvalitet sistema finansijskog izveštavanja predstavlja neku vrstu sistemskog rizika kojem su izloženi svi investitori. Izvesno je, pri tome, da veći rizici na području sistemskih rešenja procesa finansijskog izveštavanja ukazuju na povećanu opreznost korisnika informacija i potrebu kritičkog preispitivanja kvaliteta finansijskih izveštaja konkretnog preduzeća. Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja treba da bude usmerena obavezno na analizu kvaliteta revizora, proučavanje korišćenih računovodstvenih politika, procenu konzistentnosti i fleksibilnosti primene pojedinih računovodstvenih politika, komparaciju primenjenih računovodstvenih politika, kao i na obim i kvalitet obelodanjivanja. Tek nakon ovakve analize može uslediti korektna analiza finansijskog položaja i prinostne snage preduzeća. Koraci koje treba slediti u procesu analize kvaliteta finansijskih izveštaja predstavljeni su na slici 4.

**Kvalitet eksterne revizije** je bitna determinanta kvaliteta izveštavanja. Sama činjenica da nezavisni eksterni revizori procenjuju da li finansijski izveštaji, po svim materijalno značajnim pitanjima, istinito i objektivno prikazuju

Slika 4. Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja



rezultat, novčane tokove i finansijski položaj preduzeća u skladu sa zakonskom i profesionalnom regulativom govori o važnosti procene kvaliteta revizora u procesu vrednovanja kvaliteta finansijskog izveštavanja. Insistiranje na kompetentnosti, objektivnosti, poštenju i nezavisnosti je sračunato na pružanje veće sigurnosti svim korisnicima informacija. Pri tome, pozitivno mišljenje bi značilo da se investitori prilično bezbedno mogu osloniti na informacije iz finansijskih izveštaja. Prihvatljivo je i mišljenje sa rezervom kada revizor kvantificira odstupanja, dok uzdržavanje od mišljenja i negativno mišljenje upućuje na visoke rizike u korišćenju takvih informacija. Ako konačnu odgovornost za kvalitet izveštavanja nosi menadžment preduzeća, to nikako ne znači da su revizori lišeni odgovornosti prilikom davanja svog mišljenja. Oni imaju veoma veliku profesionalnu i moralnu odgovornost, ali, takođe, i odgovornost da postupaju u skladu sa zakonom. Sankcionisanje ponašanja koje izlazi iz okvira obaveze respektovanja javnog interesa je logično i potrebno, budući da svojim mišljenjem pružaju očekivana kompetentna uveravanja investora o stvarnom finansijskom položaju i prinosnoj snazi preduzeća.

Na žalost, u praksi nisu retke situacije fabrikovanja pozitivnih mišljenja mimo svih standarda. Još ozbiljnije su situacije aktivnog učestvovanja u manipulacijama u vidu davanja saveta klijentima kako da se ponašaju u određenim situacijama. Postojanje revizorskih kuća koje su uvek spremne da „fleksibilnije“ tumače propise predstavljaju ozbiljan problem kvaliteta finansijskih izveštaja. Problem je još složeniji ako imamo u vidu da su neprofesionalna ponašanja u praksi bila prisutna i u revizorskim kućama sa veoma visokim rejtingom. Arthur Anderson je dobar primer za to. Propast ove, nekada ugledne, revizorske kuće bila je, međutim, slaba uteha za investitore koji su pretrpeli velike gubitke. Otuda smo blizu uverenja da mišljenje kompromitovanog revizora ima utoliko vrednost što upućuje na veći stepen opreznosti nego da revizije uopšte nema.

Procena rejtinga (kvaliteta) revizora nije jednostavna i njoj podležu svi, uključujući i one najveće revizorske kuće. Stavljanjem u odnos broja izvršenih revizija tokom godine sa ukupnim brojem revizora ili, još rigoroznije, sa brojem ovlašćenih revizora, dobićemo vredan pokazatelj stepena

opterećenja revizora. Ponekad ćemo na ovaj način doći do zaključka da je broj urađenih revizija toliko veliki da kvalitet ne može da bude dobar. Ovome svakako treba dodati pokazatelje kao što su: broj revizija velikih preduzeća, broj revizija u preduzećima čijim se akcijama trguje na berzi, prisutnost manipulacija u preduzećima gde je preduzeće vršilo reviziju, savetovanje preduzeća preko povezanih lica u godinama vršenja revizora, zamena revizora koji nije imao iste stavove kao menadžment i sl.

**Analiza korišćenih računovodstvenih politika** predstavlja drugi pravac istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja. Računovodstvene politike, kao skup izabranih principa, metoda, pravila i prakse koji su usvojeni i primenjeni pri sastavljanju i prezentaciji finansijskih izveštaja, održavaju napore računovođa u procesu rešavanja brojnih kompleksnih problema bilansiranja. One nastaju zapravo kao posledica nemogućnosti razvijanja savršenih pravila obuhvatanja svih mogućih poslovnih transakcija i iz toga izvedenog prava računovodstvenih opcija kao i mogućnosti sopstvenog prosuđivanja ako konkretna transakcija nije predviđena standardima. Dakle, računovodstvene politike predstavljaju neizbežnu nužnost. Njihovo formalizovanje i obelodanjivanje je u funkciji istinitog i fer izveštavanja. Problem je, međutim, u tome što se primenom različitih računovodstvenih politika može uticati na finansijski položaj i zarađivačku sposobnost preduzeća.

Analiza računovodstvenih politika može otkriti strategiju finansijskog izveštavanja svakog konkretnog preduzeća. Izabrana strategija je odraz različitog percipiranja poslovnih događanja i različitih stavova prema riziku. Odnos prema principima realizacije i impariteta, načinu vrednovanja zaliha, politici otpisa, kapitalizaciji rashoda, fleksibilnosti cene koštanja, politici rezervisanja i sl. kvalifikuju izveštavanje pojedinačnog preduzeća kao manje ili više konzervativno, što naravno utiče na iskazana ostvarenja preduzeća. Problem je, naravno, u tom što je jedan optimistički pristup voditi iskazivanju precenjenog rezultata, što može dovesti do stvaranja skrivenih gubitaka, dok jedan konzervativniji pristup vodi opreznom odmeravanju rezultata, što je praćeno stvaranjem latentnih rezervi. Ukoliko tržište ne prepozna rizike od postojanja skrivenih (nevidljivih) gubitaka investitori se izlažu rizicima gubitka u tržišnoj kapitalizaciji, dok u drugom slučaju ako postoje



latentne rezerve, tržišna vrednost akcija može biti potcunjena. Valja još istaći da prepoznavanje ključnih računovodstvenih politika predstavlja usmeravanje pažnje na različite stvari u zavisnosti od delatnosti kojom se preduzeće bavi. Tako, na primer, u bankama pažnju treba usmeriti na upravljanje kreditnim rizikom, u maloprodajnim preduzećima na kretanje vrednosti zaliha, u farmaceutskoj industriji i industriji softvera na bilansiranje troškova istraživanja i razvoja i sl.

**Konzistentnost primene izabranih računovodstvenih politika** može biti dobar indikator kvaliteta izveštavanja. Konzistentnost primene računovodstvenih politika, naravno, ne znači da se jednom izabrane politike ne mogu menjati. Kada postoje ozbiljni razlozi, kada su promene u funkciji iskazivanja realizacije ili ostvarenja tada je to moguće uraditi, naravno uz jasno obelodanjivanje takvih promena i jasno isticanje efekata po ostvarenja koje one sa sobom donose. Međutim, brze, iznenadne i česte promene su signal za povećanu opreznost u procesu procene kvaliteta finansijskog izveštavanja. Za ovakve promene neophodno je čitati napomene koje prate finansijske izveštaje. „Napomene jesu pogodno mesto gde se mogu smestiti različite informacije, kako bi se ispunile obaveze obelodanjivanja, pri čemu se menadžment ponekad nada da prosečni čitalac finansijskih izveštaja napomene neće čitati. Izvesno je da napomene ne otkrivaju uvek ono što treba da znamo, ali ako ih ne pročitate onda se ne možemo ni nadati da ćemo biti potpuno informisani.“<sup>10</sup> Oskudne informacije u napomenama, takođe, upućuju na povećanu opreznost korisnika informacija.

**Poređenje računovodstvene prakse** preduzeća koje je predmet analize sa računovodstvenim praksama konkurentskih preduzeća može, takođe, biti od koristi u procesu procene kvaliteta izveštavanja. Ovakva poređenja mogu otkriti da li su izveštaji manje ili više konzervativni u odnosu na konkurentska preduzeća, da li se na isti način postupa sa bilansiranjem troškova razvoja, da li preduzeće formira dovoljno rezervi i rezervisanja, kakva je politika otpisa i sl. Razumevanje računovodstvenih politika je od fundamentalnog značaja za interpretaciju finansijskih izveštaja.

Imajući u vidu probleme koji se mogu javljati prilikom obuhvatanja pojedinih poslovnih transakcija i pripremanja finansijskih izveštaja koji su posledica nesigurne računске podloge, nemogućnosti apsolutne tačne alokacije prihoda i rashoda između perioda, neizvesnosti realizacije povećanih, a još uvek nerealizovanih dobitaka, dileme vezane za računovodstvene opcije i sl., visok kvalitet finansijsko-računovodstvenih informacija može se obezbediti **kvalitetnim redovnim (obaveznim) i dodatnim dobrovoljnim obelodanjivanjem.**

Suština obaveznog obelodanjivanja ogleda se u obezbeđivanju dodatnih informacija, koje treba da pomognu korisnicima u razumevanju događaja koj su uticali na finansijski položaj i uspešnost preduzeća. U okviru napomene kompanije treba da obelodane korišćene računovodstvene politike kako bi se mogli razumeti finansijski izveštaji (politika vrednovanja fiksne imovine, politika vrednovanja zaliha, politika kapitalizovanja rashoda, primenjene politike vezane za odložena poreska sredstva i obaveze, politika vrednovanja goodwill-a itd), neizvesne procene koje bi mogle da uslove značajne korekcije na imovini, obavezama i kapitalu preduzeća, kao i dodatne informacije koje se ne nalaze u drugim finansijskim izveštajima, a relevantne su za njihovo razumevanje.<sup>11</sup>

Pored obaveznog obelodanjivanja neke kompanije pristupaju i dodatnom dobrovoljnom obelodanjivanju informacija neposredno, saopštavanjem upravljačkih prognoza, detaljnijim analitičkim prezentacijama određenih problema u štampi, na internet sajtovima, ili putem publikovanja različitih promotivnih izveštaja, kao i putem informacionih posrednika, kao što su finansijski analitičari, industrijski eksperti i finansijska štampa.<sup>12</sup> Interes menadžmenta da dodatno obelodanjuje određene informacije vezuje se za konkretne situacije, kao što su: nova emisija vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti, potcunjene akcije preduzeća na tržištu kapitala, značajne promene u računovodstvenim politikama, potreba da se nago-

10 Reilly, K.F., Brown, C.K., Investment Analysis & Portfolio Management, Thomson, Mason, Ohio, 2003.p. 352-353

11 Više videti: MRS 1 Prezentacija finansijskih izveštaja u knjizi: Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja, Savez računovođa i revizora Srbije, 2007. str. 804-809.

12 Healy, M., Palepu, G.K., Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, Journal of Accounting and Economics 31, 2001., p. 406

veste dobre perspektive preduzeća, priprema investitora na moguće nepovoljne reakcije iz okruženja i sl.

Kvalitet obelodanjivanja možemo procenjivati sa stanovišta mogućnosti dobijanja odgovora na neka od sledećih pitanja: Da li su dobro objašnjene tekuće performanse preduzeća? Da li su dostupna planirana ostvarenja u narednim godinama? Da li eksterni korisnici mogu razumeti kritične faktore uspeha? Da li postoje informacije koje kvalitetno obelodanjuju uspešnost segmenata preduzeća? Da li se podjednako objavljuju i nepovoljne informacije?

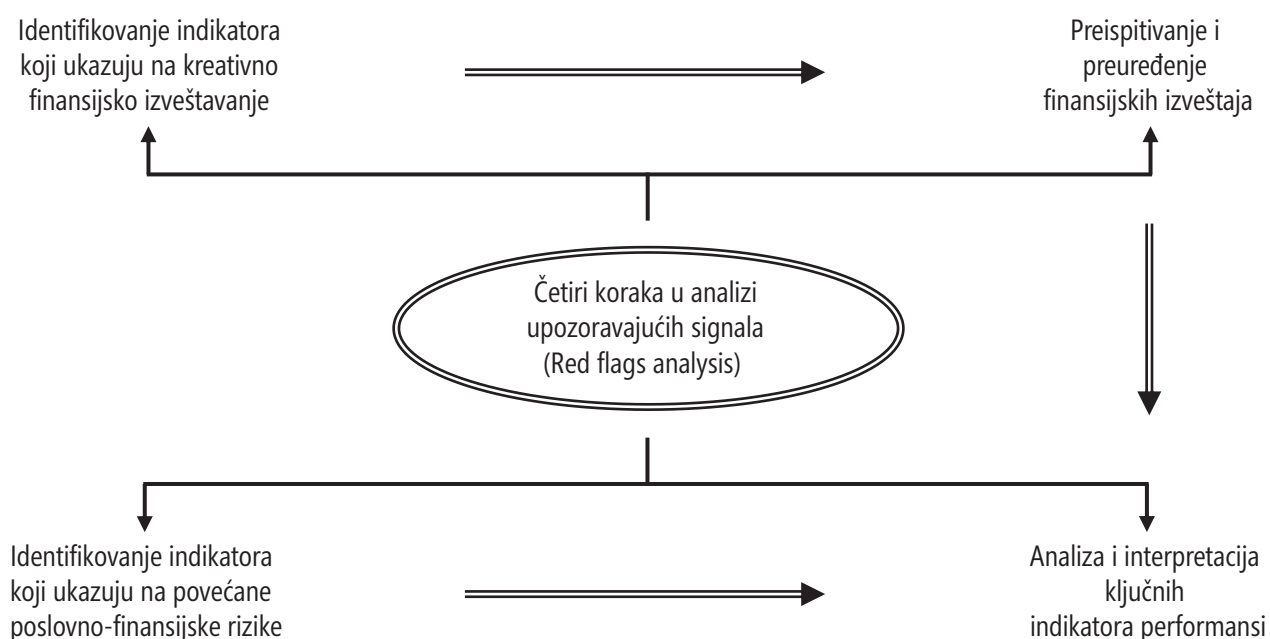
U uslovima izbegavanja obaveza obelodanjivanja iskazna moć finansijskih izveštaja je značajno smanjena, a samim tim, mogućnosti za manipulacije su povećane. Dodamo li, primera radi, ovome još i loš rejting revizora, onda već možemo govoriti o visokim informacionim rizicima i neophodnoj povećanoj opreznosti. Naravno, i dodatno obelodanjivanje informacija treba pažljivo procenjivati. Kredibilitnost ovakvih informacija može se procenjivati poređenjem objavljenih vesti i projektovanih rezultata sa stvarno nastalim rezultatima. Pogrešne upravljačke procene umanjuju kredibilitet dodatnog obelodanjivanja i negativno utiču na tržišnu vrednost preduzeća.

## Analiza crvenih indikatora (Red flags analysis)

Nekvalitetan sistem finansijskog izveštavanja, naravno, ne znači da sva preduzeća imaju nekvalitetne izveštaje. Takođe, ni oskudna obelodanjivanja ne moraju uvek da znače da iza takvog izveštavanja stoje svesno smišljene namere izobličavanja finansijskih izveštaja kako bi se korisnici informacija doveli u zabludu prilikom donošenja odluka. S druge strane, ako imamo u vidu da odluke, koje se, između ostalog, temelje i na informacijama iz finansijskih izveštaja, često podrazumevaju značajna ulaganja i prirodnu averziju investitora prema riziku, onda je razumljivo da svi korisnici nastoje da prepoznaju neke rane upozoravajuće signale, kako o kvalitetu izveštaja, tako i o kvalitetu finansijske strukture preduzeća i njegove zaradivačke sposobnosti. U te svrhe koristi se tzv. analiza crvenih indikatora koja je sračunata na pravovremeno upozorenje svih onih koji na bazi finansijsko-računovodstvenih informacija odlučuju. Mogući koraci u analizi upozoravajućih signala predstavljeni su na slici 5.

Analiza upozoravajućih signala generalno može ići u dva pravca. Prvo, ona podrazumeva identifikovanje indikatora koji mogu ukazivati na postojanje kreativnog finansijskog izveštavanja. „Paljenje“ upozoravajućih signala pretpostavlja preuređivanje postojećih izveštaja pre nego što

Slika 5. Analiza upozoravajućih signala



bi oni bili korišćeni za finansijsku analizu. Naravno, ovo nije ni malo lak posao. Naprotiv, radi se o veoma zahtevnim istraživačkim aktivnostima koje podrazumevaju sposobnost prepoznavanja upozoravajućih događaja, što zahteva iskustvo i široka finansijsko-računovodstvena znanja, identifikovanje kvalitetnih indikatora koji će omogućiti da se na vreme prepozna praksa kreativnog finansijskog izveštavanja i pronalaženje načina za kvantificiranje iskazanih odstupanja u odnosu na realna ostvarenja. Ovo poslednje je neophodan preduslov za preuređenje postojećih izveštaja i stvaranje korektnih informacione osnove za analizu.

Drugi pravac istraživanja zahteva prepoznavanje indikatora koji ukazuju na postojanje povećanih poslovno-finansijskih rizika. Naravno, korektna standardna finansijska analiza se u ovakvim situacijama podrazumeva. Međutim, ovde je pravi izazov ići korak dalje i napraviti napor da se identifikuju i nestandardni indikatori koji će imati ulogu ranih upozoravajućih signala koji treba da na vreme ukažu na moguće nadolazeće probleme. Problem je još komplikovaniji ako imamo u vidu da ne postoji univerzalna lista takvih indikatora jednako uspešno primenjiva u svim preduzećima i svim poslovnim situacijama.

### ZAKLJUČAK

Finansijsko izveštavanje doprinosi podizanju transparentnosti procesa na tržištu kapitala, zaštiti interesa investitora i povećanju sigurnosti u procesu donošenja odluka. Kao takvo, ono ima veoma važnu ulogu u procesima ublažavanja informacione asimetrije i održavanja stabilnosti finansijskog sistema. S druge strane, kompleksnost poslovnih transakcija, neophodnost postojanja računovodstvenih opcija, neetičko ponašanje učesnika u procesu izveštavanja i sl. imaju za posledicu da, ne retko, u praksi informacije u finansijskim izveštajima odstupaju od ekonomske realnosti. Moguće posledice takvog izveštavanja po preduzeće, investitore, finansijska tržišta i računovodstvenu profesiju nalažu veoma ozbiljno bavljenje ovim problemima i na institucionalnom nivou, u smislu obezbeđenja potrebnog kvaliteta, ali i na nivou pronalaženja načina za što pouzdaniju analizu kvaliteta pojedinačnih finansijskih izveštaja.

Uprkos naporima zakonodavca, regulatornih tela i

profesije da se obezbedi istinito i pošteno izveštavanje kreativnog finansijskog izveštavanja opstaje kao realna opasnost po kvalitet finansijskog izveštavanja. Činjenica je, pri tome, da tržište u svim velikim finansijskim prevarama nije na vreme prepoznalo i inkorporiralo u vrednost akcija prisutne rizike koji su pratili poslovanje takvih kompanija. To ukazuje na dve stvari. Prvo, između performansi preduzeća i njegove tržišne vrednosti postoji logična povezanost, u smislu da je realno očekivati da se dobra (naravno, isto važi i za loša) ostvarenja pretoče u njima odgovarajuće tržišne vrednosti. Uostalom dok je tržište verovalo dobrim ostvarenjima u finansijskim izveštajima i na tome utemeljenim očekivanjima, dotle su i tržišne vrednosti kompanija beležile rast. Drugo, problem nije u tome da li će tržište reagovati na dobre ili loše vesti koje donose finansijski izveštaji. Izvesno, efikasno tržište to podrazumeva. Problem nastaje onda kada tržište ne prepozna na vreme skrivene gubitke i latentne rezerve u finansijskim izveštajima i na pogrešnim informacijama gradi tržišne vrednosti preduzeća. Nevolje po investitore i druge interesne grupe najvećim delom nastaju u tom intervalu od nastanka stvarnih problema do njihovog identifikovanja. Očigledno, zastupnici teze da se investitori mogu bezbedno oslanjati samo na tržišne informacije ignorišu elementarnu povezanost između kvaliteta ostvarenja preduzeća i njegove tržišne vrednosti.

Iz prethodno rečenog proizilazi da su korisnici informacija prinuđeni da dodatno procenjuju kvalitet finansijskih izveštaja, nezavisno od postojanja zakonskih i profesionalnih ograničenja koja stoje na putu sprečavanja kreativnog izveštavanja i „garancija“ nezavisnih revizora u pogledu kvaliteta finansijskih izveštaja. Pri tome, treba imati u vidu da preispitivanje kvaliteta izveštavanja i prepoznavanje informacionih rizika podrazumeva širok spektar računovodstvenih znanja, poznavanje specifičnosti privrednih oblasti, grupacija, grana i pojedinačnih preduzeća, identifikovanje poslovnih situacija koje pogoduju kreativnom izveštavanju i posedovanje visokih analitičkih sposobnosti, koje nadilaze zahteve standardne tradicionalne analize finansijskih izveštaja.

Kompleksnost prepoznavanja bilansnih rizika zahteva da se problem identifikovanja upozoravajućih signala posmatra nešto šire i ne vezuje samo za finansijs-

ske izveštaje. U tom kontekstu, za finansijske analitičare je od velike koristi prepoznavanje poslovnih situacija kod kojih postoji povećani rizik od nedozvoljenih postupanja u finansijskim izveštajima. Povećanje kapitala, problemi u ispunjavanju ugovornih obaveza, inicijalna javna ponuda, kvalitet korporativnog upravljanja, zasnovanost kompenzacija na performansama, transakcije sa povezanim licima, mogućnosti preuzimanja preduzeća i restrukturiranje preduzeća predstavljaju neke od karakterističnih situacija koje prati povećani rizik od manipulacija. Naravno, to ne znači da sva preduzeća u svim ovim procesima namerno izobličavaju finansijski položaj i uspeh preduzeća. Takođe, to ne znači da i u nekim drugim situacijama rizik ne postoji. Izraženi interesi koji prate navedene procese povećavaju rizik.

Potpunija i efikasnija analiza kvaliteta finansijskih izveštaja podrazumeva procenu kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja (podrazumeva procene kvaliteta institucionalizacije sistema finansijskog izveštavanja, kvaliteta regulative, kvaliteta primene regulative, nivoa profesionalne edukacije i kulture izveštavanja), analizu kvaliteta finansijskih izveštaja (podrazumeva procenu kvaliteta revizora, identifikovanje ključnih računovodstvenih politika, procenu konzistentnosti primene računovodstvenih politika, poređenje primenjenih računovodstvenih politika sa konkurentskim preduzećima i procenu kvaliteta obelodanjivanja) i analizu upozoravajućih signala (red flags analysis) koja je sračunata na prepoznavanje rizika od kreativnog finansijskog izveštavanja i izloženosti preduzeća poslovno-finansijskim rizicima.

Konačno, valja na kraju napomenuti da prepoznavanje problema u finansijskim izveštajima ne znači automatski i odustajanje, primera radi investitora, od ulaganja u preduzeće ili potencijalnog preuzimaoca od ciljnog društva, ili donošenja odluke o dezinvestiranju i preusmeravanju kapitala u druga preduzeća. Imperativ identifikovanja stvarne finansijske pozicije je sagledavanje svih rizika (ponekad i šansi) i u takvim uslovima donošenje kvalitetnih odluka. To pred finansijske analitičare stavlja nove izazove u pogledu kvantificiranja skrivenih gubitaka i mogućih latentnih rezervi.

## Literatura

1. Ball, R., Shivakumar, L., *Earnings quality at initial public offerings*, *Journal of Accounting & Economics*, 2008.
2. Byard, D., Li, Y., Weintrop, J., *Corporate governance and the quality of financial analysts' information*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006.
3. Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer, A., *Worldwide Financial Reporting*, *Oxford Scholarship Online*, February, 2006.
4. Ehrbar, A., *EVA - The Real Key to Creating Wealth*, *John Wiley and Sons, Inc.*, New York, 1998.
5. Gogan, P., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, prevod, *Prometej*, Novi Sad, 2004.
6. Grant, M. R., Visconti, M., *The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals*, *Long Range Planning*, 39, 2006.
7. Healy, M., Palepu, G.K., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics* 31, 2001.
8. Iatridis, G., *Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock markets*, *International Review of Financial Analysis* 17, 2008.
9. Kane, J. E., *Continuing dangers of disinformation in corporate accounting reports*, *Review of Financial Economics* 13, 2004.
10. Low, M., Davey, H., Hooper, K., *Accounting scandals, ethical dilemmas and educational challenges*, *Critical Perspectives on Accounting* 19, 2008.
11. Malinic, dr D., *Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja*, *Zbornik radova: Uloga i zadaci finansijskog izveštavanja u procesu pridruživanja EU, XXXIX simpozijum »Računovodstvo i poslovne finansije u savremenim uslovima poslovanja«*, Zlatibor, 2008.
12. Malinic, dr D., *Kompenzacione šeme za menadžere*, *Zbornik radova: Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti*, *Miločerski ekonomski forum*, 2007.
13. *Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja*, *Savez računovođa i revizora Srbije*, 2007.
14. Mintz, M. S., Morris, E. R., *Ethical Obligations and Decision Making in Accounting*, *McGraw Hill Inc.*, 2008.
15. Mulford, W. C., Comiskey, E. E., *The Financial Numbers Game - Detecting Creative Accounting Practices*, *John Wiley & Sons, Inc*, New York, 2002.
16. Penman, H. S., *Financial Statement Analysis Security Valuation*, *McGraw Hill / Irvin*, New York, 2001.
17. Reilly, K.F., Brown, C.K., *Investment Analysis & Portfolio Management*, *Thomson*, Mason, Ohio, 2003.
18. Roy, S., Walter, I., *Governing the Modern Corporation - Capital Markets, Corporate Control, and Economic Performance*, *Oxford Scholarship Online*, September, 2006.
19. Shilit, H., *Financial Shenanigans*, *McGraw Hill*, New York, 2002.
20. Weston, F. J., Siu, J. A., Johnson, B. A., *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, *Prentice Hall*, New Jersey, 2001.



# PREPOZNAVANJE BILANSNIH RIZIKA

**Dejan Malinić**

Ekonomski fakultet Beograd / Komisija za hartije od vrednosti Republike Srbije

## UVOD

Danas je uglavnom postalo jasno u relevantnim akademskim krugovima, a dobrim delom i u poslovnoj praksi, koliko su ozbiljne opasnosti od postojanja kreativnog finansijskog izveštavanja za različite učesnike na finansijskom tržištu. Ako imamo u vidu često dramatične posledice prevarnog izveštavanja, čini nam se da se aktivnosti na neutralisanju ovog problema moraju odvijati u dva pravca. Prvo, više je nego očigledno da relevantne državne institucije i regulatorna tela moraju uzeti daleko veće učešće u procesu obezbeđenja potrebnog kvaliteta finansijskog izveštavanja. Takve aktivnosti trebalo bi da idu u pravcu kvalitetne institucionalizacije sistema finansijskog izveštavanja, podizanja kvaliteta regulative, podizanja nivoa odgovornosti svih učesnika u procesu finansijskog izveštavanja i postavljanja autoritativnih javnih nadzornih tela sa jasnim ovlašćenjima u stvaranju reda na ovom području. Razumljivo, veliku odgovornost na ovom području imaju profesionalne organizacije, nezavisna eksterna revizija, menadžeri i računovođe. Podizanje odgovornosti svih ovih učesnika trebalo bi da bude praćeno podizanjem kriterijumima za dobijanje profesionalnih licenci za obavljanje poslova računovodstva i revizije. Postojanje jasne državne strategije na ovom području se podrazumeva.

Prethodno navedene aktivnosti vode podizanju nivoa kvaliteta finansijskog izveštavanja i jednom opštem smanjenju informacionih rizika koji su posledica nekvalitetnog izveštavanja. Međutim, paralelno sa ovim procesom,

povećanje nivoa sigurnosti investitora i drugih interesnih grupa koje imaju svoje interese u finansijskim izveštajima podrazumeva osposobljavanje finansijskih analitičara za prepoznavanje ne samo informacionih rizika od kreativnog izveštavanja, već i za pravovremeno identifikovanje poslovno-finansijskih rizika kojima je preduzeće izloženo. Ovakve aktivnosti su, naravno, potrebnije u uslovima niskog kvaliteta finansijskog izveštavanja ali potreba za njima ne prestaje ni onda kada je kvalitet izveštavanja na značajno višem nivou. Ovo zbog toga što su rizici uvek pojedinačni i vezuju se za konkretna preduzeća. Uostalom, veliki finansijski skandali, koji su najčešće bili praćeni manipulacijama u finansijskim izveštajima, vezuju se za zemlje koje pripadaju onom krugu zemalja koje imaju (ili je barem tako izgledalo) visoko uređen sistem finansijskog izveštavanja. Investitorima koji kupe akcije preduzeća koja su opterećena skrivenim gubicima koje tržište nije prepoznalo malo će vredeti saznanje da je opšti nivo kvaliteta na visokom nivou.

S tim u vezi, prepoznavanje bilansnih rizika je u funkciji zaštite investitora od donošenja pogrešnih investicionih odluka. Reč je o izuzetno ozbiljnom poslu koji predstavlja veoma veliki izazov za finansijske analitičare. U ovom radu postavljeni su prilično ambiciozni ciljevi. Namera je da identifikujemo upozoravajuće signale koji mogu da nagoveste primenu prakse kreativnog finansijskog izveštavanja, kako bi se obelodanili informacioni rizici

kojima su prvenstveno izloženi eksterni korisnici informacija. Naravno, ovo nije dovoljno za obezbeđenje kvalitetne informacione podrške procesu odlučivanja investitora. Pored ovoga, vredno je imati razvijen sistem upozoravajućih signala o postojećim i perspektivnim poslovno-finansijskim rizicima kojima su investitori izloženi. Ambicioznost u ovom smislu sadržana je u nameri prepoznavanja nestandardnih signala, tzv. crvenih indikatora ili ranih upozoravajućih signala, koji najčešće izlaze iz okvira onoga što jedna standardna finansijska analiza može da ponudi. Rizici ovakvog pristupa su, takođe, ozbiljni. Oni se ogledaju u tome da razvijeni indikatori nemaju savršeno dejstvo u svim situacijama. Međutim, ukoliko se uspešno prepoznaju rizične situacije i njima pripoje karakteristični indikatori, realno je očekivati da će rizici biti manji, a upotrebna vrednost takvih upozoravajućih signala utoliko veća.

## INDIKATORI KREATIVNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Kreativno finansijsko izveštavanje možemo shvatiti kao namerno, unapred smišljeno, manipulisanje informacijama u finansijskim izveštajima u cilju sticanja pogrešne predstave o ostvarenjima preduzećima. Problem je još ozbiljniji ako imamo u vidu da je ovakvo izveštavanje najčešće sračunato na svesno obmanjivanje pojedinih interesnih grupa koje donose odluke, između ostalog, i na osnovu informacija koje se nalaze u finansijskim izveštajima. Motivi za takvo ponašanje mogu biti različiti: ostvarenje uticaja na kretanje cena akcija, popravljavanje mogućnosti pribavljanja eksternih izvora finansiranja, ostvarenje pojedinačnih koristi po osnovu bonusa, sticanje poreskih koristi i sl. „Kreativnost“ u procesu realizacije ovih ciljeva manifestuje se na različite načine: priznavanjem nerealizovanih prihoda, neopravdanom kapitalizacijom rashoda, potcenjivanjem obaveza, agresivnijim ili konzervativnijim vrednovanjem imovine itd. Posledice su izobličeni finansijski izveštaji koji su praćeni premetanjem dobitaka između perioda ili između preduzeća. Za nas je važno da konstatujemo da povećani informacioni rizici povećavaju ukupne poslovne rizike za investitore i da je to problem sa kojim se finansijski analitičari moraju baviti.

Kreativno finansijsko izveštavanje ozbiljno derogira upotrebnu vrednost finansijskih izveštaja, bilo u smislu

neposrednog korišćenja informacija koje se u njima nalaze (npr. o visini dobitka, vrednosti potraživanja, iznosa obaveza i sl.), bilo kao informacione osnove za jednu ozbiljnu analizu performansi preduzeća. Budući da ni najbolja analiza finansijskih izveštaja neće doneti mnogo koristi ako se zasniva na pogrešnim informacijama, logično je prvo preispitati kvalitet izveštavanja. S tim u vezi, dobro je raspolagati sa setom upozoravajućih indikatora čije kretanje može signalizirati prisustvo kreativizma u izveštavanju. U tabeli 1. sistematizovani su neki karakteristični upozoravajući događaji koji mogu upućivati na opasnost manipulacija u finansijskim izveštajima, način kvantitativnog izražavanja ovih događanja, kao i moguće implikacije ovih događaja po iskazana ostvarenja preduzeća.

Naravno, prezentirana lista upozoravajućih signala u slučaju pojedinačnih preduzeća može biti i šira i uža. U nekim preduzećima (trgovinskim, turističkim, konsultantskim kompanijama i sl.) problem kapitalizacije rashoda ne postoji. U preduzećima čija proizvodnja i prodaja imaju sezonski karakter problem last–minut transakcija se, možda, neće postavljati u oštrijem formi. Na neke od ovih pokazatelja analitičari uobičajeno obraćaju manje pažnje. Primeri za to su neočekivano visoki otpisi, odlaganje rashoda tekućeg perioda za narednu godinu i povećanje potraživanja. U boljim ostvarenjima od konkurencije po pravilu ćemo videti visoke prinose za vlasnike, bolju poziciju menadžmenta i bolju perspektivu za kompaniju, dok ćemo moguće opasnosti, uključujući i opasnost od kreativnog izveštavanja, svesno ili nesvesno, gurati u stranu. U nekim drugim preduzećima ili u nekoj pažljivoj analizi navedeni indikatori mogu biti uredni upozoravajući signali prisustva kreativnog finansijskog izveštavanja, a, samim tim, i rizika koje ono sa sobom donosi. U nastavku osvrnućemo se na neke od njih.

Takozvane **last–minut transakcije** ne predstavljaju retku praksu. Menadžment ovakvim transakcijama pristupa obično kada spozna da nije u stanju da realizuje planirana ostvarenja i ispuni očekivanja investitora. Budući da niža ostvarenja od planiranih mogu nepovoljno uticati na cene akcija, očekivane prinose u vidu dividendi, a otuda i na pozicije menadžmenta (bilo u vidu gubitka očekivanih bonusa, gubljenja postojećih poziciji ili mogućnosti za napredovanje), menadžeri relativno lako posežu

Tabela 1. Prepoznavanje indikatora kreativnog finansijskog izveštavanja

Upozoravajući događaji	Merenje	Implikacije „kreativizma“
Uvećani broj tzv. last-minut transakcija	Trend rasta prihoda, dobitka i cash flow-a po kvartalima	Veštačko uvećanje dobitka i kapitala po osnovu transakcija sa prijateljskim preduzećima i povezanim licima
Kapitalizacija rashoda	Poređenje procenta kapitalizacije rashoda sa konkuretskim preduzećima i prosekom u grani	Potcenjivanje ili precenjivanje imovine, odnosno precenjivanje ili potcenjivanje dobitaka
Neuobičajeno povećanje potraživanja	Rast potraživanja u odnosu na prihode	Preuranjeno priznavanje prihoda i priznavanje fiktivnih prihoda
Neuobičajeno povećanje zaliha	Rast zaliha u odnosu na troškove prodatih proizvoda	Iskazivanje povoljnijih rezultata u sadašnjosti na račun budućih ostvarenja preduzeća
Promene na kapitalu	Struktura načina plaćanja akcija iz nove emisije	Precenjivanje imovine i kapitala, skriveni gubici, manipulacije sa strukturom vlasništva
Neuobičajeno povećanje dobitka	Komparacija trendova rasta prihoda sa trendovima rasta dobitaka	Mogući skriveni gubici
Značajnija i trajnija odstupanja između dobitka i cash flow-a iz poslovanja	Analiza trendova kretanja dobitaka i cash flow-a iz poslovanja	Manipulacija sa dobitcima, po pravilu neopravdano precenjivanje dobitaka
Bolja ostvarenja od konkurentaskih preduzeća bez vidljivih razloga u poslovanju	Ključni indikatori uspeha, kao što su ROI, ROE i njihovi činioci (stope dobitka i parcijalni koeficijenti obrta)	Iskazivanje povoljnijih rezultata u sadašnjosti na račun budućih ostvarenja preduzeća
Značajnije odlaganje uobičajenih rashoda za narednu godinu	Troškovi održavanja / Prihodi, Troškovi marketinga / Prihodi ...	Kratkoročno povećanje profitabilnosti na račun budućih perioda
Neočekivano visoki otpisi imovine u IV kvartalu	Analiza kretanja visine otpisa u nizu perioda	Precenjivanje rashoda, potcenjivanje dobitka i stvaranje latentnih rezervi

za odlukama koje znače forsiranje prodaje, često po preterano niskim cenama i nelikvidnim kupcima, odlaganje nabavke, odlaganje investicionog održavanja i sl. Često se zarad stvaranja privida o ispunjenju željenih performansi pristupa poslovnim transakcijama sa povezanim preduzećima i prijateljskim preduzećima. Tada se otvaraju mogućnosti za fiktivnu realizaciju poslovno-političkih ciljeva, putem povećanja prihoda od prodaje koji neće biti praćeni stvarnim otpremanjem proizvoda, uvećanim fakturama za izvršene (ili i za neizvršene) usluge i sl.

U prvom slučaju, kada menadžment forsira prodaju, odlaže nabavku, odustaje od investicionog održavanja i sl. radi se o premetanju dobitka između različitih perioda u okviru preduzeća, dok se u drugom slučaju problem dodatno komplikuje još i premetanjem dobitka između povezanih i prijateljskih preduzeća, što je naročito atraktivno u situacijama kada se bilansni dani ne poklapaju. Ono što je zajedničko ovim aktivnostima je da one, po pravilu, vode veštačkom uvećanju dobitka i kapitala i da dovode do stvaranja skrivenih gubitaka.

Naravno, mogu postojati i situacije kada last-minut transakcije mogu biti rezultat velikih napora menadžmenta da podigne godišnja ostvarenja na viši nivo i pri tome nema namere za bilo kakvim poslovnim i računovodstvenim manipulativnim radnjama.

Dakle, last – minut transakcije same po sebi ne moraju biti manipulativne prirode, ali rizik da se to desi svakako postoji i upućuje na veću opreznost. Ovo naročito ako prihodi, dobitci i cash flow rastu brže u četvrtom u odnosu na prethodne kvartale, ako to povećanje nije uobičajena praksa u prethodnim godinama i ako za takva dešavanja ne postoje ubedljiva obelodanjivanja.

**Kapitalizacija rashoda** predstavlja područje na kome često dolazi do praktične primene tzv. agresivnog računovodstva. Pri tome, valja imati u vidu da agresivno računovodstvo predstavlja jedan od mogućih načina kreativnog finansijskog izveštavanja, koje nema za cilj razvijanje istinitih i poštenih finansijskih izveštaja, već obrnuto, preduzimanje aktivnosti kojima se stvara pogrešna predstava o performansima preduzeća.<sup>1</sup> Agresivna primena računovodstvenih principa ima za posledicu premetanje dobitaka i stvaranje skrivenih gubitaka, a u drugom slučaju potcenjivanje dobitka i stvaranje latentnih rezervi.

Karakteristični primeri rashoda čija je kapitalizacija moguća su troškovi razvoja, troškovi razvijanja softvera,

<sup>1</sup> O agresivnom računovodstvu više videti: Malinić, dr D., Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi, Zbornik radova: Tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije, Miločerski ekonomski forum 2008, str. 126-127.

troškovi promotivnih aktivnosti i troškovi kamata koji se odnose na finansiranje izgradnje kapaciteta. Već na prvi pogled se može zaključiti da je reč o troškovima koji su specifični po tome što se po osnovu njihovog nastanka mogu očekivati koristi u budućim periodima. Imperativ što preciznijeg povezivanja prihoda sa njima pripadajućim rashodima ostavlja mogućnost njihovog odlaganja u bilansu stanja i periodičnog uključivanja u buduće bilanse uspeha. Dakle, njihova kapitalizacija je dozvoljena. Problem nastaje u onom trenutku kada se zloupotrebljava fleksibilnost koju na ovom području ostavljaju računovodstveni principi i standardi, odnosno kada se kapitalizacija rashoda koristi ne za pravilno povezivanje prihoda i rashoda, već za unapred smišljeno oblikovanje performansi preduzeća. U tom smislu, kapitalizacija rashoda postaje izvor ponekad veoma ozbiljnih informacionih rizika.

Još drastičniji primer nepropisne kapitalizacije rashoda predstavlja kapitalizovanje troškova, koji predstavljaju tipične troškove perioda u kome su nastali, od kojih se ne očekuju nikakve koristi u budućnosti, i koji se kao takvi ne mogu odlagati u bilansu stanja. Efekti su isti kao i u prethodnom slučaju: uvećanje dobitka tekućeg perioda na račun dobitaka budućih perioda, formiranje skrivenih gubitaka i pogrešno predstavljanje ekonomske realnosti. Razlika ipak postoji što se, po pravilu, prilikom kapitalizacije dozvoljenih rashoda zloupotrebljava manevarski prostor koji na ovom području ostavljaju računovodstveni standardi, dok je u drugom slučaju reč o tzv. lažnom izveštavanju. Najčešće citirani primer za namerno kapitalizovanje troškova od kojih se ne očekuju koristi u budućnosti vezano je za kompaniju WorldCom koja je kapitalizujući poslovne troškove omogućila lažno povećanje neto dobitka pre poreza i cash flow-a iz poslovanja za oko 3,8 milijardi dolara. Još perfidniji pristup kapitalizaciji rashoda koji predstavljaju tipične poslovne rashode i koji se kao takvi nikada ne mogu proglasiti imovinom, već moraju biti sastavni deo obračuna tekućeg rezultata, primenila je kompanija Helath South. Ova kompanija je, između ostalih, kapitalizovala troškove sponzorstva hokejaškog tima u Pensilvaniji i troškove oglašavanja u štampi. Perfidnost se ogleda u tome što su kapitalizovani samo rashodi čiji je iznos u fakturama bio manji od 5.000 dolara. Namera je bila da se izbegavanjem većih iznosa ne privuče pažnja

revizora. Efekat transakcija bio je kapitalizacija ovakvih rashoda u iznosu preko jedne milijarde dolara, što je značilo knjiženje preko 200.000 transakcija na ovaj način kako bi se obezbedilo lažno povećanje dobitka.<sup>2</sup>

Da bi se stekla predstava o prihvatljivosti politike kapitalizacije rashoda, odnosno o njenim mogućim efektima na kvalitet izveštavanja, često je dovoljno uporediti kapitalizovanje rashoda (u ukupnom iznosu i po vrstama) sa konkurentskim preduzećima i presekom u grani. Već na bazi ove analize može se steći utisak o stepenu izloženosti riziku od kreativnog izveštavanja na ovom području. Tako, na primer, svojevremeno je Microsoft u period 1997-1999. godine vodio više nego konzervativnu politiku kapitalizacije razvoja softvera. Ova kompanija je u pomenutom periodu sve troškove razvoja prikazala kao rashode iako računovodstvena pravila nalažu kapitalizaciju troškova od kojih se očekuju koristi u budućnosti. Ovakva politika omogućila je kompaniji da iskaže rashode po ovom osnovu u iznosima od 1,8, 2,6 i 3 milijarde dolara (u 1997, 1998 i 1999. godini, respektivno), čime je iskazana profitabilnost bila značajno manja od realne. Naravno, ova praksa je odstupala od prakse drugih kompanija u grani, a bila je sračunata na veštačko smanjenje profitabilnosti kako bi se prikrili (ublažili) efekti monopolskog položaja na tržištu operativnih sistema za personalne računare.<sup>3</sup>

Detaljniju analizu u cilju detektovanja manipulacija na području kapitalizacije rashoda preporučuju Mulford i Comiskey.<sup>4</sup> Oni ukazuju na četiri moguća koraka:

- analiza politike kapitalizacije rashoda kompanije, što zapravo podrazumeva komparaciju politike kompanije sa politikom konkurentskih preduzeća, ali i analizu koja otkriva da li se konzervativizam povećava kako se povećavaju ovi rashodi,
- razmatranje sadržine troškova koji su predmet kapitalizacije, u cilju utvrđivanja da li je reč o troškovima od kojih se mogu očekivati buduće koristi i da li odvojeno posmatrani mogu imati određivu tržišnu vrednost,
- analizu politike kapitalizacije u nizu prethodnih

2 O ovim slučajevima više videti: Mulford, W.C., Comiskey, E.E., *The Financial Numbers Game - Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons, Inc, New York, 2002, p. 115-116

3 Isto, p. 7-8.

4 Isto, p. 214-220.



perioda, kako bi se utvrdilo da li je stepen agresivnosti konzistentat i

- kontrolu da li je politika kapitalizacije prikrivena, kako bi se sagledala mogućnosti izvlačenja korektnih zaključaka na osnovu kvalitetnog obelodanjanja, koje obično izostaje kada postoji namera prikazivanja performansi preduzeća koje odstupa od ekonomske realnosti.

**Prećenjivanje potraživanja.** Uobičajeno se u analizi realnosti finansijskih izveštaja veća pažnja posvećuje fiksnoj aktivi u odnosu na druge delove imovine. Veća rizičnost fiksne aktive, generalno govoreći, opravdava takav pristup. Problem tzv. nevidljive aktive, kapitalizacija rashoda, vrednovanje prava, problemi primene fer vrednosti na nekretnine, postrojenja, opremu i dugoročne finansijske plasmene, kao i moguće brzo zastarevanje su veoma ozbiljni problemi. Međutim, prostor za kreativni pristup u procesu izveštavanja postoji i na drugim delovima imovine koja može biti korišćena za pogrešno prikazivanje performansi preduzeća. Pri tome, naravno, pogrešno prikazivanje imovine, zbog prirodne povezanosti bilansa stanja i računa dobitka i gubitka imaće svoj odraz na visinu iskazanog rezultata i visinu kapitala preduzeća.

Kretanje vrednosti potraživanja je neposredno uslovljeno kretanjem prihoda od prodaje preduzeća i načinom vrednovanja potraživanja. Ono što je zajedničko gotovo svim manipulativnim prihodima je da oni nisu povezani sa stvarnim prilivima novca, već sa potraživanjima. Veštački uvećani prihodi uvećavaće iznos potraživanja, a preko toga kapital i dobitak preduzeća, stvarajući pogrešnu predstavu kako o zarađivačkoj sposobnosti preduzeća, tako i o njegovom finansijskom položaju. Prećenjivanje vrednosti potraživanja, koje nastaje kao posledica neadekvatnog (manipulativnog) iskazivanja prihoda, nastaje po tri osnova:

- preuranjenim priznavanjem prihoda, koje nastaje priznavanjem prihoda za usluge koje još uvek nisu izvršene ili kada proizvodi nisu otpremljeni kupcima,
- priznavanjem prihoda sumnjivog kvaliteta, koje nastaje prilikom prodaje proizvoda povezanim preduzećima (naročito sa odlikama tzv. last – minut transakcija) priznavanje prihoda po osnovu kom-

penzacija il prodajom kupcima koji imaju problema sa održanjem likvidnosti i

- priznavanjem lažnih ili fiktivnih prihoda, što nastaje u situacijama kada se proizvodi prodaju kupcima koji nisu preuzeli nikakvu obavezu plaćanja, priznavanjem priliva novca od zajmodavaca kao prihoda preduzeća i sl.

Naravno, prethodno opisane situacije nisu podjednako rizične. Neki od ovih događaja mogu po svojim efektima da budu benigni (npr. ako otprema proizvoda usledi ubrzo nakon priznavanja prihoda), dok su drugi (npr. fiktivni prihodi) potpuno neprihvatljivi i veoma opasni. Howard Schilit prikazuje rizičnost ovakvih aktivnosti na način kao što je to predstavljeno u prikazu 1.<sup>5</sup>

**Prikaz 1. Rizici po osnovu nepropisnog priznavanja prihoda**

Benigni	←—————→			Najbezobzirniji
1	2	3	4	5
<b>Preuranjeno priznavanje prihoda</b>		<b>Priznavanje sumnjivih prihoda</b>		<b>Priznavanje fiktivnih prihoda</b>

Očigledno prećenjivanje prihoda se direktno odražava na kretanje potraživanja čija vrednost biva uvećana. Na taj način bilans stanja biva opterećen skrivenim gubicima, a investitori izloženi rizicima objektivizacije ovih gubitaka u nekom od narednih obračunskih perioda.

Tesno povezan sa prethodnim je i problem vrednovanja potraživanja. Naime, potraživanja bi trebalo da budu vrednovana u bilansu po tzv. neto realizivoj vrednosti (net realizable value), koja treba da bude ekvivalent gotovini koja će biti primljena po osnovu naplate potraživanja. To dalje znači da nominalni iznos potraživanja u bilansu treba da bude umanjen za iznos koji, iz različitih razloga, ne može da bude naplaćen. Reč je o potrebi priznavanja gubitaka u trenutku njihovog nastanka, a ne u trenutku njihove realizacije.

Realno je očekivati da kompanije koje su spremne da manipulišu prihodima zarad prikazivanja povoljnijeg položaja preduzeća nego što on stvarno jeste, nisu spremne da istovremeno priznaju gubitke po osnovu prećenjenih potraživanja, ili ne bar u punom iznosu i ne odmah. Ovo bi bilo pomalo i besmisleno, budući da bi „pozitivni“

<sup>5</sup> Schilit, H., Financial Shenanigans, Mc. Graw - Hill, New York, 2002. p. 64.

efekti manipulacija sa prihodima na rezultat i kapital bili neutralisani negativnim efektima izazvanim priznavanjem gubitaka na potraživanjima. Dakle, skriveni gubici po ovom osnovu ostaju neminovnost. Oni mogu biti dodatno uvećani ukoliko se ne otpisuju nenaplativa potraživanja po osnovu regularne prodaje. Podsetimo se još jednom kompanije Enron koja je precenila svoja potraživanja za 1,2 milijarde dolara, što je imalo za posledicu neopravdano povećanje dobitka i kapitala i povoljnije prikazivanje stepena zaduženosti preduzeća.<sup>6</sup>

Pitanje koje se samo po sebi nameće je: kako detektovati rizike po ovom osnovu? U odgovoru na ovo pitanje treba imati u vidu da preuranjeno iskazivanje prihoda, priznavanje sumnjivih prihoda i, naročito, iskazivanje fiktivnih prihoda povećava prihode, ali da je u isto vreme realno očekivati da će potraživanja brže rasti u odnosu na prihode, budući da će se prihodi po navedenim osnovama velikim delom preliti na potraživanja. Dodamo li ovome i moguće odustajanje od otpisa nenaplativih potraživanja po osnovu ustaljene prodaje kao mogući indikatori problema na ovom području (problemi po osnovu kreativnog izveštavanja, likvidnosti i sl.) nameću se sagledavanje trendova rasta prihoda i njihovo poređenje sa rastom potraživanja, kao i analiza perioda kreditiranja kupaca. Problemi mogu postojati u slučajevima bržeg rasta potraživanja u odnosu na rast prihoda i u slučaju značajnijeg povećanja perioda kreditiranja kupaca, naročito ako to povećanje nije praćeno kvalitetnim obelodanjivanjem.

Funkcionisanje ovih upozoravajućih signala prikazaćemo na primeru kompanije Earthgrains Co. i to analizom na dan 31.03.1997, 1998, 2000. godine.<sup>7</sup>

#### Prikaz 2. Analiza kretanja prihoda i potraživanja – primer kompanije Earthgrains Co.

	25.3.1997.	31.3.1998.	30.3.1999.	28.3.2000.
Prihodi (u 000)	1.662.600	1.719.000	1.925.200	2.039.300
Procentualno povećanje prihoda	-	3,4%	12,0%	5,9%
Potraživanja (u 000)	141.500	156.500	184.500	261.300
Procentat povećanja potraživanja	-	10,6%	17,9%	41,6%
Period kreditiranja kupaca (u danima)	31,1	33,2	35,0	46,8

6 Ketz, J.E., Understanding Off - Balance Sheet Accounting, John Wiley&Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003. p. 12-14.

7 Prema: Mulford, W.C., Comiskey E.E, op.cit. p. 244.

**Precenjivanje ili potcenjivanje vrednosti zaliha** u pogledu efekata, na rezultat i kapital preduzeća je sličan problem koji se u ovom smislu pojavljuje u slučaju potraživanja. Zalihe zapravo predstavljaju materijalnu obrtnu imovinu koja se nabavlja s ciljem dalje potrošnje (materijal, rezervni delovi i sl) ili prodaje (robe), ili koja se proizvodi (gotovi proizvodi, nedovršene proizvodnje) u cilju prodaje i ostvarenja odgovarajućih prihoda. Drugim rečima, radi se o neprodatim troškovima koji su smešteni u bilansu stanja do trenutka realizacije kada kao troškovi prodatih proizvoda, ili kao nabavna vrednost prodate robe, završavaju u računu uspeha. U uslovima precenjivanja vrednosti zaliha, troškovi prodatih proizvoda će biti manji, rezultat tekućeg perioda će biti precenjen, a samim tim i kapital preduzeća. Ovakav pristup vodi nas ponovo udaljavanju bilansnih pokazatelja od ekonomske realnosti, izlažući korisnike informacija informacionim rizicima koji su posledica postojanja skrivenih gubitaka. Naravno, obrnuta situacija, u kojoj bi zalihe bile potcunjene, značila bi formiranje latentnih rezervi.

Mogućnosti zloupotreba na području vrednovanja zaliha su različite. Na ovom mestu pomenućemo neke od njih:

- precenjivanje (potcenjivanje) vrednosti zaliha manipulacijama količinama, što predstavlja bezobzirnu praksu kreativnog izveštavanju koja se, na žalost, upražnjava,
- precenjivanje (potcenjivanje) vrednosti zaliha odlaganjem (ili, obrnuto, ubrzanjem) otpisivanja nedovoljno kvalitetnog materijala, nekurentnih zaliha gotovih proizvoda i robe),
- precenjivanje vrednosti zaliha odustajanjem od primene neto prodajne vrednosti za vrednovanje zaliha kada je ona niža od cene koštanja ili nabavne vrednosti;
- precenjivanje (potcenjivanje) vrednosti zaliha opredeljenjem za odgovarajući metod vrednovanja zaliha (FIFO, LIFO i sl.) i
- precenjivanje (potcenjivanje) vrednosti zaliha manipulacijama sa sadržinom cene koštanja, što pokreće problem izbora sistema obračuna troškova i problem podvajanja troškova proizvoda od troškova perioda.

Naravno, opet se postavlja problem prepoznavanja bilansnih rizika. S tim u vezi, kao i u slučaju potraživanja, veoma je korisno pratiti trendove kretanja prihoda, ili još bolje troškova prodatih proizvoda sa trendovima u kretanju zaliha. Značajnije brže povećanje vrednosti zaliha u odnosu na prihode ili troškove prodatih proizvoda upozorava na moguće kreativno izveštavanje i upućuje na detaljnija istraživanja i povećanu opreznost. U takvim situacijama povećavaće se i dani vezivanja zaliha u preduzeću.

**Promene na kapitalu** predstavljaju posebno interesantno područje istraživanja. U ovom napisu ne razmatramo sve promene na kapitalu, budući da svako precenjivanje prihoda, potcenjivanje rashoda, precenjivanje imovine, potcenjivanje obaveza, ili obrnuti procesi, utiču na visinu kapitala iskazanu u bilansu. U ovom trenutku ostavljamo po strani i revalorizacije rezerve koje prihvataju efekte primene fer vrednosti u aktivi, kao posebno delikatno pitanje. Ovde skrećemo pažnju na moguće zloupotrebe pri emisiji novih akcija.

Verovatno najmanje dilema i problema ostavlja javna emisija akcija namenjena svim mogućim kupcima koja predviđa uplate u gotovom novcu. Tada investitorima ostaje „samo“ procena atraktivnosti ponuđenih hartija od vrednosti, odnosno procena da li vrednost očekivanih budućih primanja nadilazi vrednost učinjenih izdavanja za kupovinu akcija. Ovo pitanje prevazilazi okvire ovog rada, te ga, takođe, ostavljamo po strani. Najveće mogućnosti za manipulacije na ovom području postoje u situacijama kada se uplate vrše istovremeno u pravima, stvarima i gotovom novcu. Posebno su delikatne situacije kada treba vrednovati imovinu koja je korišćena i koja nema uporedivu tržišnu cenu i kada treba vrednovati neka prava, kao robnu marku, na primer.

Vrednovanje imovine koja je predmet unosa otvara barem dva veoma ozbiljna pitanja. Prvo, moguće precenjivanje vrednosti materijalne imovine i vrednosti prava vodi neopravdanom povećanju aktive i kapitala preduzeća, što znači da je bilans opterećen skrivenim gubicima. Pokazateljima finansijskog položaja čiji se obračun zasniva na kapitalu i imovini bivaju netačni. Dobar primer je zamagljivanje pravog stepena zaduženosti budući da odnos između precenjenog kapitala i realno iskazanih obaveza daje povoljniju sliku o zaduženosti nego što ona stvarno jeste.

Drugi važan problem je vezan za strukturu vlasništva. Naravno, ona će se promeniti u meri u kojoj postojeći akcionari ne iskoriste pravo preče kupovine, što će se desiti gotovo uvek u zemljama u tranziciji u privatizovanim preduzećima gde u strukturi vlasništva postoje mali akcionari proistekli iz procesa privatizacije. No, ako prihvatimo stav da su oni, barem formalno, imali mogućnost da očuvaju svoje učešće korišćenjem prava preče kupovine, onda ovo ne predstavlja veći problem. Prihvatajući da je ovakva promena strukture vlasništva uobičajena, ostaje nam da identifikujemo moguće zloupotrebe.

Posledice po strukturu vlasništva u ovakvim situacijama manifestuje se u neopravdanom zadržavanju iste strukture vlasništva iako pojedini akcionari unose materijalnu i nematerijalnu imovinu koja ne odgovara realnoj visini učešća. Pokažimo to na pojednostavljenom primeru. Pretpostavimo da jedna kompanija ima osnovni kapital u visini od 2.000.000 dinara sa strukturom vlasništva koja je prikazana u tabeli 2. Pretpostavimo, takođe, da je skupština donela odluku o zatvorenoj emisiji, u vrednosti od 1.500.000 dinara, gde svako od postojećih akcionara može kupiti najviše da zadrži sopstveno učešće, kao i da to pravo svi koriste. Konačno, najveći akcionar čije je

**Tabela 2. Posledice pogrešne procene vrednosti imovine kojom se plaćaju akcije**

Akcionari	Postojeći osnovni kapital	Postojeća struktura vlasništva	Nova zatvorena emisija	Nova struktura vlasništva	Realna vrednost unetih ulaganja	Ukupni realni osnovni kapital	Realna struktura vlasništva
A	800.000	40,0%	600.000	40,0%	300.000	1.100.000	34,4%
B	500.000	25,0%	375.000	25,0%	375.000	875.000	27,3%
C	160.000	8,0%	120.000	8,0%	120.000	280.000	8,7%
D	140.000	7,0%	105.000	7,0%	105.000	245.000	7,7%
Mali akcionari (ispod 5%)	400.000	20,0%	300.000	20,0%	300.000	700.000	21,9%
<b>Ukupno</b>	<b>2.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.500.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.200.000</b>	<b>3.200.000</b>	<b>100,0%</b>

učešće 40% unosi materijalnu imovinu čija je procenjena vrednost duplo veća od realne.

Ova kratka analiza ukazuje da je postojeći najveći akcionar neopravdano zadržao isto učešće u kapitalu kao i pre nove emisije, iako je ono realno trebalo da bude manje za 5,6 procentnih poena. Objektivizacijom skrivenih gubitaka po ovom osnovu (znači u iznosu od 300.000 dinara) otpisom dela unete imovine u nekom narednom periodu efekti postaju očigledni. Ukupni gubitak od 300.000 dinara koji pripada najvećem akcionaru pokriva svi vlasnici shodno postojećem učešću. Štete su očigledne i trpe ih svi sem najvećeg akcionara u ovom slučaju. Neomogućnost, primera radi malih akcionara (ispod 5% vlasništva) u ovom periodu, da kupe akcije iz nove emisije imaće za posledicu značajnije povećanje učešća u vlasništvu ostalih akcionara, koji će sada shodno vlasništvu pokrivati nastale skrivene gubitke.

**Neuobičajeno povećanje dobitka** može, takođe, signalizirati prisustvo kreativnog izveštavanja. Ovo u situacijama kada nema značajnijih promena u poslovanju. Po pravilu ovakve promene nisu praćene kvalitetnim obelodanjivanjem. Otkrivanje mogućih skrivenih gubitaka, koji mogu da budu posledica povećanja dobitka bez pokrića u realnim poslovnim transakcijama, moguće je komparacijom trendova rasta prihoda sa trendovima rasta dobitaka. Takom, primera radi, u periodu između 1999. i 2001. godine, kompanija Health South je iskazala povećanje neto dobitka od skoro 50%, dok su prihodi porasli samo 5%. Ipak, 19. marta 2003. godine SEC je ukazao da je Health South lažirao najmanje 1,4 milijardi dolara dobitka počev od 1999. godine.<sup>8</sup>

**Značajnija i trajnija odstupanja između dobitka i cash flow-a iz poslovanja** predstavljaju veoma ozbiljan upozoravajući signal. Važnost ovog signala proizilazi iz činjenice da je mnogo jednostavnije manipulirati prihodima, rashodima i rezultatima, nego sa tokovima novca. To onda ima za posledicu da kreativno izveštavanje o dobitnim ostvarenjima, koje ima za posledicu značajnije veštačko uvećanje dobitaka, ne može uvek da bude „pokriveno“ ostvarenjima preduzeća iskazanim u izveštaju o novčanim tokovima. Samim tim, analiza kretanja tren-

dova dobitaka i cash flow-a se nameće kao veoma smislen pokazatelj mogućih računovodstvenih prevara.

Da bismo ukazali na potencijalno visoku vrednost ovog upozoravajućeg signala posluži ćemo se primerom kompanie Concord.<sup>9</sup> Ova kompanija iskazivala je uobičajenu profitabilnost do 1998. godine. U poslovnoj 1998. godini Concord je iskazao dobitak od 6 miliona dolara. Dobitak je u 1999. godini porastao na 7,7 miliona dolara, da bi 2000. godine dostigao iznos od 19,6 miliona dolara. Ovakva kretanja rezultata u poslovnoj praksi nisu neuobičajena i pre bi širila optimizam, nego što bi ukazivala na probleme. Međutim, poređenje ovih rezultata sa kretanjem cash flow-a iz poslovanja stvara potpuno drugačiju predstavu o performansama kompanije. U istom periodu (1999 - 2000) kada je kompanija iskazala više nego dvostruko povećanje dobitka cash flow je smanjen za 45%. Posledice ovakvih kretanja bile su vidljive već u narednoj godini kada je kompanija bila primorana da iskaže gubitak. Ubrzo posle toga cena akcija je pala sa 40 na 5 dolara.

Međutim i u ovakvim situacijama nužan je visok stepen opreznosti prilikom izvođenja zaključaka. Rast iskazanog dobitka uz pad cash flow-a ne mora nužno da znači i prisustvo računovodstvenih prevara. Otežana prodaja može usloviti povećanje potraživanja. To će značiti rast prihoda, ali i veće odlive po osnovu kreditiranja kupaca, odnosno označavaće kretanje dobitka i cash flow-a u suprotnim pravcima. Uz sve to, ako prodaja počne da opada, to će povećavati zalihe i smanjivati cash flow. Ako i nije reč o prevarama u finansijskim izveštajima ovo ipak nagoveštava brzo smanjenje dobitka.

Sa prethodnim izlaganjima lista mogućih indikatora koji ukazuju na moguće kreativno izveštavanje nije zaključena. Ona će zavisiti i od vrste preduzeća, pogodnosti za manipulacije sa određenim pozicijama, ali i od sposobnosti analitičara da prepozna indikatore koji u datoj situaciji upućuju na povećani rizik. U ovom napisu smo se opredelili za indikatore koji se mogu kvantificirati i koji sa tog stanovišta imaju određenih prednosti za korisnike. Međutim, ne treba zaboraviti da i neki teško merljivi ili nemerljivi indikatori mogu biti veoma korisni upozoravajući signali. Navešćemo samo neke od njih: promena revizora usled njihovog neslaganja sa menadžerima po ključnim

8 <http://www.bus.lsu.edu>

9 <http://www.wihninginvesting.com>



pitanjima istinitog i fer izveštavanja, promene u načinu vrednovanja bez očiglednih razoga i uverljivih objašnjenja, nekonsolidovanje izveštaja povezanih lica koji za to ispunjavaju uslove, realizacija značajnih iznosa bonusa i naročito opcija na akcije, kontinuirano dostizanje ciljnih performansi koje omogućavaju primanje 100% predviđenih kompenzacija, što je po pravilu praćeno formiranjem tzv. „cookie jar“ rezervi itd.

Konačno, možemo postaviti i pitanje: šta ako otkrijemo prisustvo kreativnog finansijskog izveštavanja? Odgovor na ovo pitanje zavisiće, naravno, od perspektive iz koje posmatramo ovaj problem. Regulator bi mogao tražiti ponovno vrednovanje finansijskih izveštaja, postojeći vlasnici bi morali, ukoliko i sami u to nisu umešani (dešava se u slučaju postojanja jednog ili malog broja krupnih akcionara) da razmotre promene u upravljačkoj strukturi, država bi morala da sakcioniše odgovorne za prevarne radnje, kreditori bi tražili način da što bolje zaštite svoje interese. Ukoliko posledice prevarnih radnji nisu dramatične u smislu da znače stečaj i likvidaciju, preispitivanje mogućnosti realizacije sopstvenih interesa, prvenstveno iz perspektive investitora, zahtevalo bi preuređenje postojećih izveštaja na način da oni odgovaraju, ekonomskoj realnosti. Nakon toga, usledila bi jedna ozbiljna analiza izloženosti preduzeća poslovno–finansijskim rizicima, koja bi bila ishodište za dalje odlučivanje.

### INDIKATORI POSLOVNO–FINANSIJSKIH RIZIKA

Prepoznavanje prisustva „kreativizma“ u finansijskim izveštajima ima za cilj da zaštiti korisnike informacija od informacionih rizika, odnosno od toga da svoje odluke zasnivaju na pogrešnoj predstavi o dostignutim i perspektivnim performansama preduzeća. Međutim, to nije dovoljno za donošenje kvalitetnih odluka. Pretpostavimo da finansijski izveštaji predstavljaju istinit i fer prikaz finansijskog položaja i uspeha preduzeća ili da su i oni izveštaji opterećeni „kreativizmom“ potpuno očišćeni od kreativnih primesa. Tada, još uvek nedostaju zaključci o kakvom se preduzeću radi, odnosno u kojoj meri je ono opterećeno poslovno–finansijskim rizicima i u kojoj meri je atraktivno za ulaganja. Procena atraktivnosti preduzeća za ostvarenje interesa različitih stejkholdera (vlasnika, kre-

ditora, poslovnih partnera i sl.) podrazumeva jednu produbljeniju analizu finansijskih izveštaja, od strane internih ili eksternih finansijskih analitičara.

Međutim, treba imati u vidu da različite interesne grupe imaju izraženu potrebu da u kontinuitetu prate ograničeni broj pokazatelja koji bi imao ulogu ranog prepoznavanja upozoravajućih signala koji mogu otkriti ili barem nagovestiti moguće poslovno–finansijske rizike. To je važno za menadžment preduzeća kako bi na vreme preduzimao aktivnosti koje bi omogućavale dostizanje željenih dobitnih ostvarenja, održanje finansijsko–strukturne ravnoteže i zadovoljavajućeg kretanja novčanih tokova. Zbog postojanja informacione asimetrije, još je važnije praćenje upozoravajućih signala do strane investitora koji su životno zainteresovani za sigurnost svojih ulaganja, za ostvarenje prinosa po osnovu uloženog kapitala i koji stalno tragaju za područjima na kojima mogu ostvariti najveće prinose. Ne treba gubiti iz vida da ponekad odluka o dezinvestiranju (prodaja akcija) može značiti veće uštede od gubitka kapitala od mogućih najvećih prinosa. To najbolje znaju investitori koji su bili žrtve velikih finansijskih skandala.

U nastojanjima da identifikujemo jedan koristan set indikatora koji bi bio u funkciji upozoravajućih signala od povećanih poslovno–finansijskih rizika (tzv. crveni indikatori), ili, obrnuto, koji bi ukazivao na poslovno–finansijsku stabilnost i dobre perspektive (tada bismo ih posmatrali kao zelene indikatore), a opet, bez namere da tu listu konačno zaključimo, opredelili smo se za pokazatelje koji se uglavnom ne zasnivaju samo na jednom finansijskom izveštaju i koji uglavnom nisu korišćeni, ili ne na taj način, u uobičajenoj standardnoj finansijskoj analizi. Namera je bila da se izaberu pokazatelji koji ozbiljno upozoravaju na poremećaje finansijske strukture, ugrožavanje likvidnosti, povećanje dugoročnih rizika (solventnosti), opadanje zarađivačke sposobnosti, rizike po osnovu postojanja skrivenih gubitaka i latentnih rezervi i sl. Pregled tih pokazatelja dat je u tabeli 3.

Kao što se iz tabele može videti sve indikatore podelili smo u tri grupe: indikatore bilansnih rizika koji su zasnovani na cash flow, indikatore bilansnih rizika koji su zasnovani na bilansu stanja i indikatore bilansnih rizika koji su

Tabela 3. Prepoznavanje indikatora poslovno-finansijskih rizika

Neophodnost procene	Indikatori bilansnih rizika	Upozoravajuća kretanja
Sposobnost kreiranja novčanih tokova za servisiranje obaveza	Cash flow iz poslovanja	Negativan cash flow iz poslovanja
Sposobnost finansiranja kapitalnih investicija	Cash flow iz poslovanja u odnosu na kapitalne rashode	Značajno manje vrednosti od 1 upozoravaju na mogući poremećaj finansijske strukture
Sposobnost finansiranja kapitalnih investicija i dividendi	Cash flow iz poslovanja umanjn za dividende u odnosu na kapitalne rashode	Značajno manje vrednosti od 1 upozoravaju na mogući poremećaj finansijske strukture
Uticaj poslovnih transakcija na finansijsku strukturu	Analiza strukture cash flow-a iz aktivnosti finansiranja	Brži rast pozajmljenih izvora u odnosu na finansiranje iz emisije novih akcija vodi pogoršanju finansijske strukture
Kvalitet prihoda	Novčani prilivi iz poslovanja u odnosu na poslovne prihode	Rizik se povećava sa smanjenjem ovog racia
Kvalitet dobitka	Cash flow iz poslovanja u odnosu poslovni dobitak	Rizik se povećava sa smanjenjem ovog racia
Stepen zaduženosti	Ukupne obaveze u odnosu na sopstvene izvore	Generalno, racio veći od 1 upućuje na povećani stepen opreznosti
Potencijalna zaduženost	Dug / (Kapital – Goodwill – Nematerijalna imovina)	Vrednosti < 25%
Sposobnost plaćanja kamata	Rashodi kamata / Gotovina i gotovinski ekvivalenti	Vrednosti < 50%
Sposobnost plaćanja tekućih obaveza	Gotovina i gotovinski ekvivalenti / Kratkoročne obaveze	Vrednosti < 25%
Skryveni gubici u potraživanjima	Zalihe u odnosu na troškove prodatih proizvoda	Generalno, racio veći od 25% upozorava na potencijalne skriveno gubitke
Skryveni gubici u zalihama	Potraživanja u odnosu na prodaju	Generalno, racio veći od 15% upozorava na potencijalne skriveno gubitke
Prinosna sposobnost preduzeća	ROI i ROE sa stopama dobitka, koeficijentima obrta i finansijskim levriridžom	Približavanje ROI stopi troškova kapitala i ROE nivou ROI upozorava, kao i zaostajanje ovih pokazatelja za konkurentskim preduzećima i prosečnim veličinama u grani
Procena tranzitornih elemenata prinosa	Stalni (uobičajeni) dobitci od prodaje / Neto poslovna imovina + Neuobičajeni (jedokratni) dobitci od prodaje / Neto poslovna imovina	Oslanjanje na zbirnu stopu prinosa u uslovima kada rastu tranzitorni dobitci zamagljuje (precenjuje) stvarnu pinosnu snagu preduzeća
Atraktivnost očekivanih dobitnih ostvarenja	Odnos između P/B <sup>1</sup> racia i P/E <sup>2</sup> racia	Ako su oba pokazatelja na niskom nivou to znači da je očekivana zarada manja od tekuće zarade. Važi i obrnuto.

<sup>1</sup> Tržišna cena akcija / Knjigovodstvena cena akcija

<sup>2</sup> Tržišna cena akcija / Dobitak (zarada po akciji)

zasnovani na informacijama iz bilansa uspeha, bilansa stanja i tržišnih informacija.

### Indikatori bilansnih rizika zasnovani na cash flow

Analiza novčanih tokova predstavlja izuzetno moćno sredstvo za sagledavanje bilansnih rizika. Ovo zbog, ranije već izrečene, konstatacije da je stepen pouzdanosti izveštaja o novčanim tokovima veći u odnosu na bilanse stanja i uspeha, budući da je lakše uticati na dobitak, imovinu, obaveze i kapital nego na novčane tokove. Atraktivnost ovog izveštaja za analizu biva dodatno povećana činjenicom da otkriva nekim delom i efekte primenjenih računovodstvenih politika, politike otpisa i politike rezervisa-

nja, pre svih. Uz to, on nudi široke mogućnosti za ocenu i procenu likvidnosti, mogućnosti finansiranja kapitalnih ulaganja i dividendi, procenu prinosa snage, kao i uticaj poslovnih i investicionih aktivnosti na finansijsku strukturu preduzeća. Na ovom mestu izostaje kompletna analiza novčanih tokova, a pažnju ćemo usmeriti na ključne indikatore bilansnih rizika.

Prvi jasan upozoravajući signal o finansijskom položaju i prinosa sposobnosti preduzeća predstavlja apsolutni iznos cash flow-a iz poslovanja. Ovaj pokazatelj upućuje na sposobnost preduzeća da u poslovnoj sferi kreira gotovinu koja služi za servisiranje ne samo tekućih poslovnih obaveza, već i za finansiranje kapitalnih investicija, vraćanje preuzetih obaveza i isplatu prinosa vlasnicima u vidu

dividendi. Logično je očekivati da cash flow iz poslovanja bude pozitivan i da u nekoj srazmeri prati kretanje dobitka. Iako su povremeno negativni novčani tokovi iz poslovanja mogući (u uslovima ubrzanog rasta), realno je očekivati da oni u dugom roku budu pozitivni. Negativni novčani tok iz poslovanja predstavlja vrlo ozbiljan upozoravajući signal koji otkriva ili nagoveštava probleme u poslovanju. To znači probleme sa likvidnošću, odnosno otežano izmirivanje dospelih poslovnih obaveza, nemogućnost finansiranja kapitalnih investicija, ograničenja u plaćanju dividendi i sl. Trajnije negativni novčani tokovi ukazuju na visok rizik od stečaja i likvidacije preduzeća.

Naravno, nije dovoljno da novčani tokovi iz poslovanja budu samo pozitivni, bitna je i njihova visina koja treba da odgovara potrebama preduzeća da raste i namiruje interese ključnih stejkholdera. Budući da je novčani tok iz investicionih aktivnosti najčešće negativan zbog često značajnih odliva u kapitalne investicije, dovoljnost novčanih tokova iz poslovanja da finansira u celini ili najvećim delom učinjena ulaganja u održavanje i proširenje postojećih kapaciteta upućuje na zdravu finansijsku poziciju preduzeća. Obrnuta je situacija kada se investicije moraju finansirati iz eksternih izvora. Na dodatnu opreznost upućuju značajnije oscilacije novčanih tokova iz investiranja. Pad investicija može sugerisati nemogućnost njihovog finansiranja i promene u menadžerskim očekivanjima, što može značiti i ugrožavanje budućih dobitaka, novčanih tokova i dividendi. Čak i pozitivni novčani tokovi ne

moraju uvek da budu dobar znak. Veći prilivi od odliva mogu upućivati na prodaju dela imovine, pogona ili proizvodne linije, što može biti posledica nemogućnosti upošljavanja postojećih kapaciteta, rešavanja problema promašenih investicija. Još strožiji test sposobnosti finansiranja investicija je odnos između cash flow-a iz poslovanja, umanjjenih za dividende, i kapitalnih rashoda.

Analiza strukture novčanih tokova iz aktivnosti finansiranja ukazuje na uticaj aktivnosti iz poslovanja i investiranja na finansijsko-strukturnu poziciju preduzeća. Nizak nivo pokriva kapitalnih investicija cash flow-om iz poslovanja upućuje na eksterno finansiranje, a ako se pri tome dominantno preduzeće finansira iz duga onda to vodi narušavanju postojeće finansijske strukture i izlaganju većim finansijskim rizicima.

Na ovom mestu interesantno je pokazati kretanje odnosa između cash flow-a iz poslovanja i kapitalnih rashoda, povećanje vrednosti dugoročnog duga i povećanje vrednosti imovine u petogodišnjem periodu pre kulminiranja krize za kompanije koje su bile izložene finansijskim skandalima (prikaz 3).<sup>10</sup> Pri tome, izabrano je šest kompanija iz USA i šest iz Evrope. Pri interpretaciji ovih pokazatelja treba imati u vidu da su česte situacije kada kompanije prikrivaju svoje dugove, kao i činjenicu da bismo potpuniju predstavu imali ako bismo dugoročnim dodali i kratko-

<sup>10</sup> Preuređeno na osnovu informacija: Grant, M. R, Visconti, M, The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals, Long Range Planning, 39, 2006. p. 12.

**Prikaz 3. Analiza odnosa između cash flow-a iz poslovanja i kapitalnih rashoda, povećanja imovine i dugoročnog duga u periodu od pet godina pre kulminiranja krize**

USA	Rast imovine	Rast dugoročnog duga	CFO <sup>1</sup> / kapitalni rashodi	EVROPA	Rast imovine	Rast dugoročnog duga	CFO / kapitalni rashodi
<b>Enron</b> (1996-2000)	+ 307 %	+ 98 %	<b>37,45%</b>	<b>Parmalat</b> (1998- 2002)	+ 40 %	+ 33 %	<b>34,13%</b>
<b>WorldCom</b> (1997-2001)	+ 326 %	+ 285 %	<b>40,98%</b>	<b>Royal Ahold</b> (19988-2002)	+ 164 %	+ 285 %	<b>42,37%</b>
<b>Adelphia Communications</b> (1997-2001)	+ 661 %	+ 500 %	<b>8,26%</b>	<b>Vivendi Universal</b> (1997-2001)	+ 181 %	+ 315 %	<b>54,95%</b>
<b>Global Crossing</b> (1997-2001)	+1.514%	+ 1.639 %	<b>0,96%</b>	<b>Cirio Finanziaria</b> (1997-2001)	+ 349 %	+ 682 %	<b>17,18%</b>
<b>HealthSouth</b> (1997-2001)	+ 36 %	+ 87 %	<b>82,64%</b>	<b>Elan</b> (1997-2001)	+ 677 %	+ 641 %	<b>44,05%</b>
<b>AOL Time Turner</b> (1997-2001)	+2.413%	+3.157 %	<b>88,50%</b>	<b>Alstom</b> (1999-2002)	+ 20 %	+ 78 %	<b>(CFO)</b>

<sup>1</sup>Operativni cash flow (novčani tok iz poslovanja)

ročne dugove, što i ove rezultate učinilo još nepovoljnijim. U svakom slučaju možemo i na bazi ovih informacija reći da su ovo bili veoma važni upozoravajući signali.

Dobitak, kao konačni izraz svih pozitivnih i negativnih komponenti uspeha preduzeća u jednom obračunskom periodu, je po definiciji najsvēobuhvatniji i verovatno pojedinačno posmatrano najvredniji pokazatelj ostvarenja. Ovog zbog toga što se kroz ovu veličinu izražava ogroman broj različitih poslovnih transakcija koji nastaje u preduzeću, te kao takav ima izuzetno veliku upotrebnu vrednost. Međutim, ključna slabost dobitka proizilazi iz mogućnosti oblikovanja rezultata na način da on bude manje ili više udaljen od ekonomske realnosti. Zbog njegove sveobuhvatnosti on svakako jeste dobar upozoravajući signal, ali zbog svoje izloženosti manipulacijama njegova uloga u procesu signaliziranja, naročito dobrih performansi, mora biti relativizirana. U tom kontekstu cash flow predstavlja sasvim solidan instrument koji se može koristiti u preispitivanju kvaliteta dobitka. On verovatno neće otkriti sve njegove slabosti, ali će svakako otkriti ili nagovestiti najznačajnije.

Dobro polazište u proceni kvaliteta dobitka predstavlja analiza kvaliteta prihoda kao jedne od dve njegove ključne komponente. Analiza kvaliteta prihoda je naročito važna zbog činjenice da se oni koriste prvenstveno za precenjivanje rezultata preduzeća.<sup>11</sup> Ranije smo već pominjali probleme koji nastaju po osnovu preuranjenog priznavanja prihoda, prodaje povezanim licima i iskazivanja fiktivnih prihoda. Ukoliko su prihodi veći od realnih, to, naravno utiče na povećanje dobitka, ali i na stvaranje drugačije predstave o profitabilnosti preduzeća. Rast prihoda bi mogao, zbog degresije fiksnih troškova, da bude praćen bržim rastom dobitka, što bi pozitivno uticalo na stopu dobitka, a preko toga i na povećanje stopi prinosa i stvaranje povoljnije predstave o profitabilnosti preduzeća. Prihodi mogu biti veći i kao posledica nastojanja marketing menadžera (što naročito dolazi do izražaja kada su njihovi bonusi vezani za obim prodaje) da forsiraju prodaju na kredit ili još nedovoljno likvidnim kupcima, što

je opet moguće onda kada na njih nije delirana odgovornost za naplatu prihoda.

U oba slučaja, kada je prisutno kreativno izveštavanje i kada preduzeće stvara nedovoljno kvalitetne prihode, predstava o profitabilnosti i likvidnosti iskazana u bilansu stanja i bilansu uspeha ne odgovara realnosti. Prepoznavanje rizika na ovom području zahteva preispitivanje kvaliteta prihoda, što se može učiniti dovođenjem u vezu novčanih priliva od prodaje sa prihodima od prodaje. Novčanim prilivima se zapravo koriguju ostvareni prihodi najniže za iznos povećanja potraživanja i drugih negotivinskih prihoda (važi i obrnuto) čime se čine vidljivim i efekti kreativnog izveštavanja i efekti nekvalitetnih odluka na području prodaje. Istina ove efekte u ovom pokazatelju nije moguće odvojiti, ali ako steknemo saznanje da je kvalitet prihoda nezadovoljavajući onda će dodatna istraživanja u tom pravcu biti opravdana. Kriterijum za izvođenje zaključka o kvalitetu prihoda, a preko toga i kvalitetu profitabilnosti i sposobnosti servisiranja obaveza, je udaljenost ovog pokazatelja od jedinice. Ako se ovaj pokazatelj udaljava od jedinice (kreće ka nuli) onda to znači da je kvalitet prihoda nizak, rizik po osnovu nelikvidnosti povećan, a profitabilnost pogrešno predstavljena. Približavanje ovog pokazatelja jedinici upućuje na obrnute zaključke.

Zajedno sa ocenom kvaliteta prihoda treba procenjivati i kvalitet dobitka koji nije determinisan samo prihodima, već i nastalim rashodima. U te svrhe koristi se odnos između cash flow-a iz poslovanja i poslovnog dobitka, koji može služiti kao indikator mogućeg kreativnog izveštavanja, ali i kao indikator mogućih poslovno-finansijskih problema preduzeća. Za razumevanje kretanja ovog odnosa dobro bi bilo pratiti njegovo kretanje u nizu obračunskih perioda konkretnog preduzeća. Ova poređenja za osnovu mogu imati godišnje rezultate, ali i rezultate na kvartalnom nivou, što može biti od velikog značaja kada performanse preduzeća trpe određene sezonske uticaje tokom poslovne godine. U takvim uslovima analizira se odnos između cash flow-a iz poslovanja i poslovnog dobitka tako što se porede ostvarenja u istom kvartalu u nekoliko uzastopnih obračunskih perioda. Kvartalni novčani tokovi se, pri tome, pripremaju na kumulativnoj osnovi. To znači da prvi kvartal obuhvata sve prilive i odlive tog kvartala,

<sup>11</sup> Naravno, izobličavanje rezultata vrši se i pomoću rashoda. Budući da smo neke mogućnosti već pomenuli ili samo nagovestili (visoki otpisi, kapitalizacija rashoda, troškovi restrukturiraju način vrednovanja zaliha i sl.) na ovom mestu pažnju usmeravamo samo na prihode.



da drugi kvartal obuhvata sve prilive i odlive novca od početka godine, što znači i prilive i odlive koji nastaju u oba kvartala i tako redom. U slučaju potrebe za informacijama o novčanim tokovima npr. u drugom kvartalu do njih bismo dolazili posredno, tako što bismo od kumulativnog cash flow-a oduzeli cash flow prethodnog perioda (u ovom slučaju prvog kvartala).<sup>12</sup>

Još važnije od samog kvantificiranja mere kvaliteta dobitka je način interpretacije dobijenih rezultata. Razumljivo, svako smanjenje ovog racia biće indikator činjenice da dobitak raste brže od novčanih tokova. Ovakva kretanja pred analitičare postavljaju ozbiljan izazov u smislu otkrivanja uzroka. Ona mogu da budu posledica veštačkog povećanja prihoda i potcenjivanja troškova, ali i posledica činjenice da je dobitak vezan za ulaganja u popunjavanje zaliha kako bi se se obezbedilo potpunije korišćenje kapaciteta u budućnosti, što može dovesti i do povećanja dobitka, ali i do bržeg porasta novčanih priliva. U obrnutom slučaju, kada ovaj racio raste, to znači da poslovni dobitak zaostaje sa rastom novčanih tokova iz poslovanja, što bi moglo da signalizira da preduzeće stvara neke latentne rezerve za naredne periode. Usput, napomenimo samo da bi otkrivanje preduzeća sa značajnim skrivenim rezervama od strane investitora, ta preduzeća učinila veoma atraktivnom metom za preuzimanje.

Procena kvaliteta dobitka upućuje na nekoliko bitnih zaključaka: Prvo, moguća značajnija odstupanja tokova priliva i odliva novca od prihoda i rashoda ukazuju da je veoma rizično zasnivati odluke, naročito one investicione prirode, samo na proceni tokova rentabiliteta zasnovanih na prihodima, rashodima i dobitku. Drugo, značajnija odstupanja cash flow-a iz poslovanja u odnosu na poslovni dobitak mogu otkrivati efekte primene različitih računovodstvenih politika, koje mogu voditi potcenjivanju rezultata i stvaranju latentnih rezervi, ili precenjivanju rezultata, kada govorimo o precenjenom rezultatu i skrivenim gubicima. Treće, značajnije oscilacije upozoravaju na mogućnost manipulacije u procesu iskazivanja dobitka.<sup>13</sup>

### **Prepoznavanje bilansnih rizika koji su posledica finansijsko–strukturnih poremećaja**

Prepoznavanje bilansnih rizika koji su posledica finansijsko–strukturnih poremećaja predstavlja izazov u toj meri što standardni pokazatelji često nisu dovoljni za izvođenje konačnih zaključaka. Ovo, između ostalog, i zbog toga što kada nastane narušavanje nekih karakterističnih relacija, tada bude prilično kasno. Uz to, postoji potreba ukalkulisanja nekih rizika po osnovu skrivenih gubitaka, na primer, kako bismo na vreme mogli da predvidimo uticaj pojedinih događaja na ostvarenja preduzeća.

Prvi i najčešće korišćeni signal postojanja finansijsko–strukturnih problema predstavlja analiza stepena zaduženosti, kao odnosa između sopstvenog kapitala i ukupnih obaveza preduzeća. Iako je ovaj odnos logično postavljen i jasno ukazuje na povećane finansijske rizike kako se povećava učešće duga u ukupnim izvorima, on ponekad kao rani upozoravajući signal otkazuje. To se dešava u onim situacijama kada preduzeće prikriva stvarnu zaduženost, odnosno stvarnu visinu preuzetih obaveza, ali i u svim situacijama kada je sopstveni kapital opterećen ili to može u perspektivi biti, skrivenim gubicima, koji su posledica precenjene imovine ili potcenjenih obaveza, kada je stvarna zaduženost potcenjena. U takvim uslovima za rano prepoznavanje rizika treba koristiti strožiji test stvarne zaduženosti preduzeća, naročito ako smo u ulozi eksternog finansijskog analitičara. Sopstveni kapital bi trebalo umanjiti za postojeće ili potencijalne gubitke, a kako oni često nastaju u vezi sa nematerijalnom imovinom to se preporučuje smanjenje sopstvenog kapitala za iznos goodwill-a i druge nematerijalne imovine i tek onda njegovo stavljanje u odnos sa ukupnim obavezama preduzeća. Iako neki autori ovaj odnos nazivaju racio neto materijalne imovine,<sup>14</sup> u ovom radu ovaj odnos ćemo označiti kao racio potencijalne (moguće) zaduženosti. Ukoliko bi ovaj pokazatelj u uslovima kada postoji značajnija nematerijalna aktiva pao ispod 25% smatra se da je kompanija izložena značajnim finansijskim rizicima. To je znak koji

12 Više pogledati: Mulford, W.C, Comiskey, E.E, op.cit.p. 370-375.

13 Više pogledati: Grupa autora, Finansijska tržišta, Komisija za hartije od vrednosti, Beograd, 2008. str. 315-317.

14 Više o ovom pokazatelju, kao i o raciu pokriva kamata i drugim upozoravajućim signalima videti: Chung-Chiung Yen, E, Warning signals for potential accounting frauds in blue chip companies - An application of adaptive resonance theory, Information Sciences, 2007. p 4520-4522.

upućuje na povećanu opreznost (i na dublju analizu) svih onih koji imaju bilo kakve interese u kompaniji.

Ako imamo u vidu da je sposobnost preduzeća da plaća kamate od velikog značaja za izgradnju poverenja na relaciji preduzeće investitori, onda je razumljivo procenjivati ovu sposobnost preduzeća. Za ovo nisu zainteresovani samo kreditori, već, možda i u većoj meri, i vlasnici, budući da ako problem postoji u plaćanju kamata od prinosa vlasnika neće biti ništa. To pokreće različita pitanja i probleme, kao što su: mogućnost novog zaduživanja, rast troškova kapitala, gubitak poverenja investitora, mogući pad tržišne vrednosti preduzeća i sl. Standardna mera za procenu sposobnosti preduzeća da plaća kamate je tzv. raciono pokrivača kamata zaradom preduzeća, kao odnos između zarade posle poreza uvećane za troškove poreza i rashode kamata, s jedne, i rashoda kamata, s druge strane. Međutim, već više puta ukazane slabosti dobitka, u smislu da on može da bude precenjen ili potcenjen relativiziraju njegovu vrednost u ulozi upozoravajućeg signala. Umesto njega, opet kao strožiji test mogućnosti plaćanja kamata, koristi se odnos između rashoda kamata, s jedne, i gotovine i gotovinskih ekvivalenata, s druge strane. Ukoliko je ovaj odnos veći od 50% to upućuje na dodatnu opreznost i produbljeniju analizu.<sup>15</sup>

Iz sličnih razloga, mogućnosti postojanja skrivenih gubitaka ili nemogućnosti procene brzine konverzije pojedinih delova tekuće imovine u gotovinu, umesto standardnih racia tekuće i redukovane likvidnosti, kao upozoravajući signal se može koristiti odnos između gotovine i gotovinskih ekvivalenata, s jedne, i kratkoročnih obaveza, s druge strane, pri čemu se kao upozoravajući signal smatraju vrednosti manje od 25%. Na ovaj način izbegavamo probleme koji su vezani za brzinu pretvorivosti zalihe i potraživanja u gotovinu, opterećenost ovih pozicija skrivenim gubicima i sl.

Testiranje prethodno pomenutih pokazatelja finansijsko-strukturnih rizika na primerima kompanija Enron i Worldcom pokazuje da su oni mogli da budu korisni upozoravajući signali (prikaz 4).<sup>16</sup> Svaka od referentnih vrednosti bila je značajno premašena.

**Prikaz 4. Finansijsko strukturni rizici: upozoravajući signali na primeru kompanija Enron i WorldCom**

Upozoravajući signali	Enron	WorldCom	Upozoravajuće vrednosti
Sposobnost plaćanja tekućih obaveza (cash ratio)	4,5 %	17,3 %	Vrednosti ispod 25%
Stepen potencijalne zaduženosti	11,1 %	16,1 %	Vrednosti ispod 25%
Sposobnost plaćanja kamata	61,0 %	108,3 %	Vrednosti iznad 50%

Na prethodnim stranama smo već govorili o mogućnostima formiranja skrivenih gubitaka na pozicijama zaliha i potraživanja i o potrebi prepoznavanja rizika na ovom području. Na ovom mestu dodajmo samo da bismo na ovom području kao važne upozoravajuće signale mogli posmatrati odnos između potraživanja i prihoda od prodaje i odnos između zaliha i troškova prodatih proizvoda. Iako je neuputno vršiti generalizaciju problema, zbog različitosti preduzeća, različitih politika zaliha, politika prodaje, pa i kvaliteta menadžmenta, ipak ćemo reći da ukoliko prvi pokazatelj prelazi 15%, a drugi 25%, to bi moralo da znači veću opreznost i produbljeniju analizu, naročito ako ove veličine odstupaju u odnosu na proseku u grani ili konkurentska preduzeća.

### Indikatori bilansnih rizika po osnovu profitabilnosti

Indikatori bilansnih rizika po osnovu profitabilnosti zasnovani su na informacijama iz bilansa uspeha, bilansa stanja i tržišnim informacijama. Imajući u vidu da su dobitna ostvarenja, odnosno prinosa sposobnost preduzeća od značaja za sve interesne grupe (akcionari u ovim ostvarenjima vide svoje potencijalne prinose, kreditori u profitabilnosti vide sopstvenu sigurnost, zaposleni mogućnost participiranja u uspehu, poslovni partneri sigurnost svojih aranžmana sa kompanijom), na ovom području je razvijen veoma veliki broj pokazatelja koji su u funkciji prepoznavanja ne samo rizika, već i šansi da se ostvare pojedinačni ciljevi. Pomenimo samo stope prinosa na ukupnu imovinu i sopstveni kapital, zaradu po akciji odnos između tekuće cene akcija i zarade po akciji, odnos između tržišne i knjigovodstvene vrednosti, ukupni prinos akcionara i dr. U ovom trenutku pažnju ćemo usmeriti na stope prinosa. Reč je o široko korišćenim pokazateljima koji dovode u vezu visinu ostvarenog dobitka sa visinom angažovane imovine ili kapitala koji su učestvovali u stvaranju tog dobitka.

<sup>15</sup> Isto, p.4522.

<sup>16</sup> Isto, p.4522.

Svakako najčešće u upotrebi su stopa prinosa na imovinu (return on assets - ROA), kao mera profitabilnosti učinjenih ukupnih ulaganja, i stopa prinosa na sopstveni kapital (return on equity), kao mera zarađivačke sposobnosti kapitala koji pripada vlasnicima.

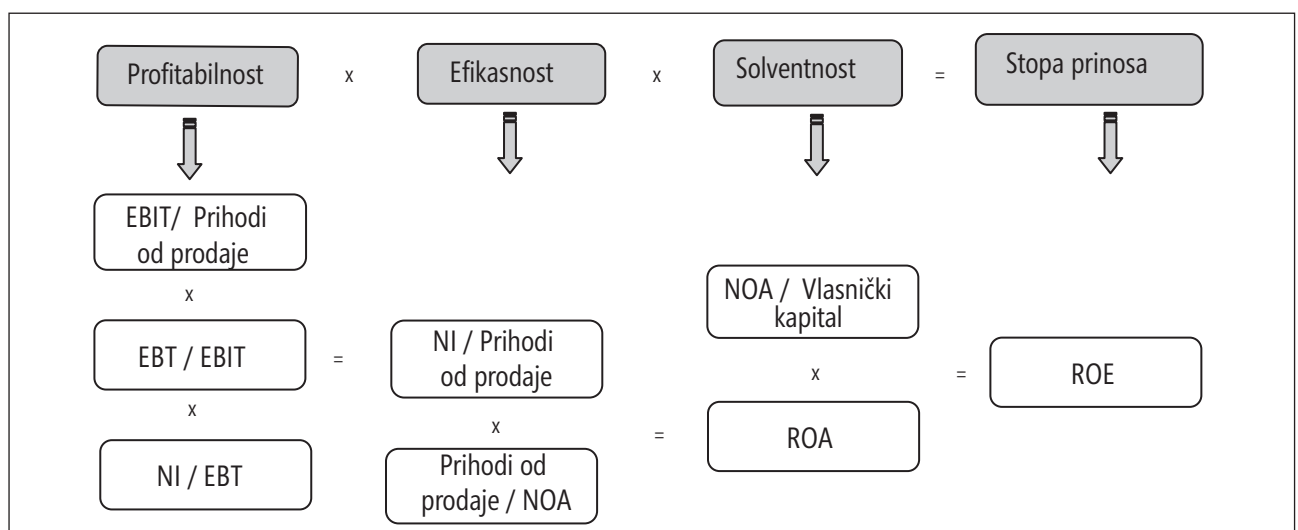
Upozoravajući signali na području profitabilnosti, barem kada je reč o pomenutim stopama prinosa su jasni i u praksi često korišćeni. Mogu se posmatrati na nekoliko nivoa. Prvo, zaostajanje ROA i ROE u odnosu na konkurentska preduzeća ili u odnosu na prosečna ostvarenja u grani upućuje na pad efikasnosti korišćenja kapitala ili smanjenje zarađivačke moći prihoda ili i na jedno i drugo. Dalja analiza uticaja ovakvih kretanja na tržišnu vrednost preduzeća se podrazumeva. Drugo, približavanje ROA nivou ROE upozorava na smanjenje efekata finansijskog leveridža i dalje zaduživanje može biti opasno po profitabilnost, a samim tim i sigurnost preduzeća. Konačno, treće, pad ROA ispod nivoa kamatne sopte, takođe, ukazuje na veoma ozbiljne probleme koje preduzeće ima, na nezadovoljavajuću profitabilnost, što će naravno ostavljati traga na kretanje vrednosti akcija preduzeća.

Još ubedljivija analiza profitabilnosti, koja pruža velike analitičke mogućnosti, podrazumeva dekomponovanje stopa prinosa na njene opredeljujuće elemente. Bez namere da se u ovom radu dublje upuštamo u standardnu analizu profitabilnosti, na ovom mestu samo ćemo predstaviti tzv. petokomponentnu stopu prinosa na sopstveni kapita, kako bismo barem nagovestili vrednosti ovog pokazatelja (videti sliku 1).

Iz učinjenog prikaza može se izvući zaključak koliko važnih elemenata u sebi sadrži stopa prinosa. Prva komponenta pokazuje poresko opterećenje, odnosno koliko dobitka preostane nakon plaćenog poreza koji može pripasti vlasnicima kapitala. Druga komponenta pokazuje procenat dobitka pre poreza koji nije plaćen kreditorima, odnosno raspoloživ iznos u kome participiraju poreske vlasti i vlasnici. Treća komponenta prikazuje sposobnost preduzeća da stvara dobitak iz poslovnih aktivnosti, nezavisno od korišćenih izvora finansiranja i poreskih davanja. Proizvod svih ovih komponenti opredeljuje neto profitabilnost prihoda, koja uzima u obzir poslovnu profitabilnost, uticaj strukture izvora finansiranja i poreskih opterećenja. Multipliciranjem stope neto dobitka sa koeficijentom obrta ukupne imovine dolazimo do stope prinosa na ukupnu imovinu, čijom korekcijom za efekat leveridža dobijamo stopu prinosa na vlasnički kapital.

Očigledno je da stope prinosa imaju izuzetnu analitičku vrednosti i samim tim razmuljiva je njihova široka upotreba u praksi, pa i potreba da ih u kontekstu naslovljene teme pomenemo u ovom radu. Međutim, problemi koji se tiču premetanja dobitaka između perioda, kao i problemi vezani za moguće precenjivanje ili potcenjivanje vrednosti imovine, obaveza i kapitala izobličavaju ekonomsku realnost, što i stope prinosa može udaljivati od pokazatelja stvarne ekonomske pozicije preduzeća. Pored ovoga, treba imati u vidu, da i u slučajevima kada finansijski izveštaji na istinit i fer način prikazuju ostvarenja preduzeća postoji opasnost da profitabilnost

Slika 1. Petokomponentna stopa prinosa



preduzeća ne odražava na pravi način perspektivnu prinosnu snagu preduzeća.

Drugi veoma ozbiljan problem koji može deformirati stope prinosa kao realni pokazatelj ostvarenja tiče se prisustva jednokratnih prihoda i rashoda i, posledično, dobitaka, koji imaju privremeni karakter i kao takvi zamagljuje pravu predstavu o dolazećim performansama preduzeća. Nisu, naime, retke situacije u praksi kada se u strukturi prihoda (a samim tim i dobitaka) pojavljuju i neki prihodi koji nemaju karakter stalnih ili ponavljajućih prihoda, već se iz različitih razloga mogu pojaviti u pojedinim periodima i nestati već u sledećim godinama. Primeri takvih prihoda (dobitaka) su prodaja dela imovine preduzeća (pogona, proizvodne linije i sl), prodaja rashodovanih sredstava, prihodi od povremenih poslova i sl. Na sličan način može se i preko rashoda uticati na tekuću profitabilnost. Postupanja sa troškovima restrukturiranja, sa tzv. start-up troškovima, troškovima otpisa i sl. jasno pokazuju mogućnosti uticaja na prikazivanje prinosne snage preduzeća. Situacija postaje još ozbiljnija ako uvedemo mogućnost prodaje u bilansima potcenjene imovine po realnim cenama, pri čemu aktiviramo latentne rezerve i prikazujemo trenutno povoljniju profitabilnost nego što ona stvarno jeste i, što je još važnije, nego što će ona biti u budućnosti. Reklasifikacija prihoda, prikazivanjem neposlovnih ili dela finansijskih prihoda kao poslovnih, stvaraće pogrešnu predstavu o profitabilnosti poslovnih aktivnosti.

Da bismo mogli da steknemo pravu predstavu o sadašnjoj i perspektivnoj profitabilnosti preduzeća neophodno je da iz prihoda i rashoda i, posledično, dobitka eliminišemo sve one tranzitorne elemente koji mogu stvarati pogrešan utisak o stvarnosti prinosnoj snazi preduzeća. To podrazumeva razlaganje dobitka na dve komponente: tzv. repetitivne dobitke i nerepetitivne dobitke. Prvi imaju karakteristike suštinski važnih (core), istrajnih, stabilnih, održivih ili osnovnih dobitaka. Drugi se mogu sretati pod nazivom tranzitorni, neuobičajeni ili prolazni dobitci. To bi praktično značilo da iz ove perspektive posmatrano, primera radi, stopa prinosa na imovinu treba da bude raščlanjena na dve komponente.

$$\text{Stopa prinosa na ukupnu imovinu} = \frac{\text{Održivi dobitak}}{\text{Prosečna imovina}} + \frac{\text{Tranzitorni dobitak}}{\text{Prosečna imovina}}$$

Ukoliko u strukturi ovako prikazane stope prinosa značajniji udeo ima tranzitorni deo ukupne stope prinosa to predstavlja važan upozoravajući signal da se radi o prividnoj tekućoj profitabilnosti, koja ne može biti osnova za projektovanje budućih ostvarenja preduzeća. Drugim rečima, ukoliko su tranzitorni dobitci značajniji utoliko je kvalitet tekuće ukupne stope prinosa manji. Produbljenija analiza zahtevala bi identifikovanje tranzitornih elemenata stope prinosa po svim njenim određujućim komponentama prikazanih u prethodnoj tabeli.

Svi prethodno navedeni upozoravajući signali usmereni su na otkrivanje postojećih, ali svakako prvenstveno na nagoveštavanje perspektivnih loših ili dobrih ostvarenja. Zapravo, finansijska analiza dobija svoj puni smisao tek ako na osnovu nje procenjujući tekuće i buduće rizike možemo sagledavati i atraktivnost kupovine pojedinih hartija od vrednosti ili potrebu prodaje nekih hartija iz postojećeg portfolia. Uostalom, fundamentalna analiza je, između ostalog, sračunata na ocenu postojanja razlike između tekuće tržišne cene akcija i njene stvarne ili intristične vrednosti. Pri tome, potcenjene hartije su atraktivne za kupovinu, dok se precenjenih hartija generalno posmatrano treba oslobađati.

Procena buduće profitabilnosti preduzeća, što istovremeno znači i atraktivnosti za dalja ulaganja i potrebe za prodaju postojećih hartija, podrazumeva kombinovanje bilansnih i tržišnih informacija. U te svrhe korisno je pratiti kretanja između odnosa tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcija (price-to-book ratio – P/B), srednje, i tržišne cene i zarade po akciji (price earnings ratio – P/E), s druge strane, i iz ovih kretanja izvlačiti zaključak kada je atraktivno ulagati u kompaniju, odnosno kada treba prodavati. U nastojanju da identifikuje neke pravilnosti u kretanju ovih racia Penman njihovo kretanje dovodi u vezu sa kretanjem rezidualnog dobitka<sup>17</sup>, pri čemu je P/B određen budućim (očekivanim) kretanjem rezidualnog dobitka (RE<sub>e</sub>), dok je P/E racio određen razlikom između

17 Rezidualni dobitak S. Penman definiše kao razliku između neto dobitka i zahtevanog prinosa na investicije, što je zapravo preteča dodate ekonomske vrednosti.



tekućeg rezidualnog dobitka ( $RE_0$ ) i projektovanog rezidualnog dobitka.<sup>18</sup>

Analizirajući ove veličine moguće je prepoznati nekoliko karakterističnih situacija, koje su predstavljene u tabeli 4.

**Tabela 4. Analiza odnosa između P/B i P/E racia**

P/E racio	P/B racio	
	Visok	Nizak
Visok	$RE_e > RE_0$	$RE_e > RE_0$ $RE_n < 0$
Nizak	$RE_e < RE_0$ $RE_e > 0$	$RE_e < RE_0$

Iz prethodne tabele može se izvući nekoliko bitnih zaključaka. Prvo, ukoliko su oba racia visoka (prvi levi kvadrant) logično je očekivati da će očekivani rezidualni dobitak biti veći od nule i veći od tekućeg rezidualnog dobitka. Drugo, ukoliko je P/E racio visok, a P/B racio nizak, onda se u budućnosti može očekivati nizak (ili čak negativan) rezidualni dobitak, s tim što je tekući rezidualni dobitak još niži. Treće, ukoliko je P/B racio visok a P/E racio nizak, onda se može očekivati da će rezidualni dobitak u budućnosti biti pozitivan, ali da je tekući rezidualni dobitak veći od očekivanog, što znači da je istovremeno veći od nule. Konačno, u četvrtom kvadrantu, koji odražava kako nizak nivo P/E racia, tako i nizak nivo P/B racia, očekivani rezidualni dobitak biće niži od tekućeg rezidualnog dobitka. Očigledno, iz ove analize proizilazi da će upozoravajuća lampica svetleti najjačim intenzitetom u četvrtom kvadrantu.

## ZAKLJUČAK

Kreativno finansijsko izveštavanje ozbiljno ugrožava upotrebnu vrednost finansijskih izveštaja. Samo po sebi je jasno da je neposredno korišćenje informacija koje se nalaze u kreativno doteranim finansijskim izveštajima (npr. o visini dobitka, vrednosti zaliha, potraživanja, iznosu obaveza, zaduženosti i sl.) veoma rizično, naročito za eksterne interesne grupe. Naravno, ni najbolja analiza finansijskih izveštaja neće doneti mnogo koristi ako se zasniva na pogrešnim informacijama. Otuda, prvi korak finansijskih analitičara treba da bude preispitivanje kvaliteta finansijskih izveštaja konkretnog preduzeća. S tim

u vezi, potrebno je razviti set upozoravajućih indikatora čije kretanje može signalizirati prisustvo kreativizma u izveštavanju i potrebu njihovog preuređenja.

Analiza indikatora kreativnog finansijskog izveštavanja pretpostavlja prepoznavanje upozoravajućih događaja (npr. uvećani broj last-minute transakcija, značajnija odstupanja dobitka od cash flow-a, kapitalizacija rashoda, značajnija odstupanja ostvarenja od konkurentskih preduzeća bez vidljivih razloga za to itd.), identifikovanje pokazatelja koji mogu ukazati na prisustvo kreativne računovodstvene prakse i sagledavanje implikacija takve prakse na finansijske izveštaje. U slučaju prepoznavanja manipulacija bilo bi važno kvantificirati ih i, posledično, preurediti finansijske izveštaje, kako bi se učinili podobnim za analizu. Međutim, ne treba zaboraviti da i neki teško merljivi ili nemerljivi indikatori mogu biti voema korisni upozoravajući signali. Promena revizora usled njihovog neslaganja sa menadžerima po ključnim pitanjima istinitog i fer izveštavanja, promene u načinu vrednovanja bez očiglednih razloga i uverljivih objašnjenja, nekonsolidovanje izveštaja povezanih lica koji za to ispunjavaju uslove, realizacija značajnih iznosa bonusa i naročito opcija na akcije su neki karakteristični primeri.

Prepoznavanje prisustva „kreativizma“ u finansijskim izveštajima koje ima za cilj da zaštiti korisnike informacija od informacionih rizika nije dovoljno za donošenje kvalitetnih odluka. Čak i onda kada bi finansijski izveštaji bili korektno pripremljeni, postoji potreba za prepoznavanjem stepena izloženosti preduzeća poslovno-finansijskim rizicima. Procena atraktivnosti preduzeća za ostvarenje interesa različitih stejkholdera (vlasnika, kreditora, poslovnih partnera i sl.) podrazumeva jednu produbljeniju analizu finansijskih izveštaja od strane eksternih finansijskih analitičara. Identifikovanje značajnijih latentnih rezervi učiniće preduzeće atraktivnijim nego što na prvi pogled izgleda. S druge strane, mogući visoki gubici na različitim stranama (preduzeća, akcionari, kreditori, zaposleni i dr.) čine neophodnim pokušaje za razvijanjem ranih upozoravajućih signala koji bi mogli da pomognu u prepoznavanju tih rizika. U tom cilju, u radu je razvijen čitav niz različitih pokazatelja koji mogu pomoći investitorima i menadžerima. Naravno, nije postojala ambicija da lista mogućih indikatora bude konačno zaključena. Ona

<sup>18</sup> Više pogledati: Penman, H. S., Financial Statement Analysis Security Valuation, McGraw Hill / Irwin, New York, 2001. p. 535-537.

će zavisiti od vrste preduzeća, pogodnosti za manipulacije sa određenim pozicijama, ali i od sposobnosti analitičara da prepozna indikatore koji u datoj situaciji upućuju na povećani rizik.

Konačno, treba imati na umu da rizične poslovne situacije ne znače da sva preduzeća koja preduzimaju te procese primenjuju kreativni pristup u pripremanju finansijskih izveštaja ili da ona koja su izvan ovih rizičnih situacija to ne čine. Takođe, prikazani indikatori nisu savršeni, u smislu da efikasno deluju u svim mogućim situacijama. Međutim, povezivanje rizičnih situacija sa za njih karakterističnim indikatorima može da donese dobre rezultate.

## Literatura

1. Benston, G., Bromwich, M., Litan, R., Wagenhofer, A., *Worldwide Financial Reporting*, Oxford Scholarship Online, February, 2006.
2. Brealey, A.R., Myers, C.S., Alen F., *Corporate Finance*, Mc Graw Hill/Irwin, New York, 2006.
3. Byard, D., Li, Y., Weintrop, J., *Corporate governance and the quality of financial analysts' information*, *Journal of Accounting and Public Policy*, 2006.
4. Chung-Chiung Yen, E, *Warning signals for potential accounting frands in blue chip companies - An application of adaptive resonance theory*, *Information Sciences*, 2007.
5. Grupa autora, *Finansijska tržišta, Komisija za hartije od vrednosti*, Beograd, 2008.
6. Grant, M. R, Visconti, M, *The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals*, *Long Range Planning*, 39, 2006.
7. Iatridis, G., *Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock markets*, *International Review of Financial Analysis* 17, 2008.
8. Kane, J. E, *Continuing dangers of disinformation in corporate accounting reports*, *Review of Financial Economics* 13, 2004.
9. Ketz, J. E., *Understanding Off-Balance Sheet Accounting*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2003.
10. Lo, K., *Earnings management and earnings quality*, *Journal of Accounting & Economics* 45, 2008.
11. Low, M, Davey, H, Hooper, K, *Accounting scandals, ethical dilemmas and educitional chalenges*, *Critical Perspectives on Accounting* 19, 2008.
12. Malinić, dr D., *Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi*, *Zbornik radova: Tranzicija i posle u regionu nekadašnje Jugoslavije*, *Miločerski ekonomski forum* 2008.
13. Malinić, dr D., *Kompenzacione šeme za menadžere*, *Zbornik radova: Korporativno i javno upravljanje u funkciji razvoja konkurentnosti*, *Miločerski ekonomski forum*, 2007.
14. Mulford, W. C, Comiskey, E. E, *The Financial Numbers Game - Detecting Creative Accounting Practices*, John Wiley & Sons, Inc, New York, 2002.
15. Penman, H. S., *Financial Statement Analysis Security Valuation*, McGraw Hill / Irvin, Nev York, 2001.
16. Revsine, L., Collins, D., Johnson, B., *Financial Reporting & Analysis*, Prentice Hall, Inc., New Jersey, 2002.
17. Roy, S., Walter, I., *Governing the Modern Corporation - Capital Markets, Corporate Control, and Economic Performance*, *Oxford Scholarship Online*, September, 2006.
18. Shilit, H., *Financial Shenanigans*, McGraw Hill, New York, 2002.
19. Weston, F. J., Siu, J. A., Johnson, B. A., *Takeovers, Restructuring, and Corporate Governance*, Prentice Hall, New Jersey, 2001.



### **Nikola Stevanović**

je redovni profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu, na kome je i odbranio magistarski rad i doktorsku disertaciju. Na osnovnim studijama predavao je na predmetima Upravljačko računovodstvo i Sistemi obračuna troškova. Na posleddiplomskim studijama predavao je na nekoliko predmeta iz oblasti kojima se bavio. Objavio je više knjiga, među kojima su najvažnije: Održanje realne supstance preduzeća u inflatornoj ekonomiji, Upravljačko računovodstvo i Sistemi obračuna troškova. Koautor je u više knjiga iz računovodstva i poslovnih finansija. Autor je više desetina referata za simpozijume, članaka u časopisima, osvrta i sl. Rukovodio je ili učestvovao u izradi brojnih fundamentalnih i primenjenih studija i projekata. Član je Predsedništva Saveza ekonomista Srbije i urednik časopisa Ekonomika preduzeća. Bio je nosilac značajnih aktivnosti u Savezu računovođa i revizora Srbije. Rukovodio je izradom ili učestvovao u izradi niza zakonskih i podzakonskih projekata iz oblasti računovodstva i revizije. Aktuelni je predsednik Nacionalne komisije za računovodstvo.



### **Dejan Malinić**

je vanredni profesor Ekonomskog fakulteta u Beogradu. Na osnovnim studijama nastavu izvodi na predmetima Upravljačko računovodstvo i Analiza finansijskih izveštaja. Na master i doktorskim studijama predaje na predmetima Politika dobiti preduzeća, Strategijski kontroling, Strategijsko upravljačko računovodstvo i Korporativno upravljanje. Na Međunarodnom magistarskom kursu menadžment i poslovna ekonomija predaje Upravljačko računovodstvo. Autor je dve knjige, Politika dobiti preduzeća i Divizionalno računovodstvo i koautor udžbenika Upravljačko računovodstvo. Pored ovoga objavio je veliki broj naučnih i stručnih radova iz oblasti računovodstva i poslovnih finansija. Kao rukovodilac, član tima ili konsultant učestvovao je u izradi većeg broja studija i projekata iz oblasti računovodstva, procene vrednosti preduzeća, poslovno-finansijske konsolidacije preduzeća, ocene kreditne sposobnosti, izrade biznis planova i sl. Angažovan je u pružanju konsultantskih usluga iz istih oblasti, uključujući i upravljačku kontrolu, korporativno upravljanje i privatizaciju.

Član je Odbora za računovodstvo u Savezu računovođa i revizora Srbije, član Predsedništva i član Izvršnog odbora Saveza ekonomista Srbije i član redakcije časopisa Ekonomika preduzeća. Koordinator je kurseva za sticanje zvanja portfolio menadžera i investicionog savetnika u Komisiji za hartije od vrednosti. Posедуje zvanje ovlašćeni javni računovođa.

Od 2004. godine član je Komisije za hartije od vrednosti.



## Agrobanka

**PB AGROBANKA AD**  
BEOGRAD, SREMSKA 3-5  
TEL: 011/637-622  
FAX: 011/3281-408  
[www.agrobanka.rs](http://www.agrobanka.rs)

## ALPHA BANK



**ALPHA BANK SRBIJA**  
BEOGRAD, KRALJA MILANA 11  
TEL: 011/3240-248  
FAX: 011/3240-248  
[www.alphabankserbia.com](http://www.alphabankserbia.com)



**BANCA INTESA AD BEOGRAD**  
NOVI BEOGRAD, MILENTIJA POPOVIĆA 7B  
TEL: 011/2011-200  
FAX: 011/2011-207  
[www.bancaintesabeograd.com](http://www.bancaintesabeograd.com)



**BEOGRADSKA BERZA**  
BELGRADE STOCK EXCHANGE  
**BEOGRADSKA BERZA**  
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 1  
TEL: 011/3221-599  
FAX: 011/138-242  
[www.belex.rs](http://www.belex.rs)



**BERLIN-CHEMIE  
MENARINI**  
**BERLIN-CHEMIE, PREDSTAVNIŠTVO SRBIJA**  
BEOGRAD, PRILEPSKA 1  
TEL: 011/3657-098  
FAX: 011/3657-101



**Centralni registar**  
depo i kliring hartija od vrednosti  
**CENTRALNI REGISTAR**  
BEOGRAD, TRG NIKOLE PAŠIĆA 5  
TEL: 011/3331-380  
FAX: 011/3202-329  
[www.crhov.rs](http://www.crhov.rs)

## DELTA HOLDING

**DELTA HOLDING**  
NOVI BEOGRAD, MILENTIJA POPOVIĆA 7b  
TEL: 011/2011-110, 2011-100  
FAX: 011/2011-111  
[www.deltaholding.rs](http://www.deltaholding.rs)



**ELEKTRODISTRIBUCIJA**  
BEOGRAD, MASARIKOVA 1-3  
TEL: 011/3618-850  
FAX: 011/3616-641  
[www.edb.rs](http://www.edb.rs)



**ELEKTROPRIVREDA SRBIJE**  
BEOGRAD, CARICE MILICE 2  
TEL: 011/2628-622  
FAX: 011/2623-984  
[www.eps.rs](http://www.eps.rs)



**ENERGY FINANCING TEAM DOO**  
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 10B/II  
TEL: 011/301-1021  
FAX: 011/301-1020  
[www.eft-group.net](http://www.eft-group.net)



**EPOKSAN**  
ČAČAK, GRADSKO ŠETALIŠTE BB  
TEL: 032/227-744  
FAX: 032/345-740



**ERSTE BANK**  
NOVI SAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 3  
TEL: 021/527-733  
FAX: 021/529-507  
[www.erstebank.rs](http://www.erstebank.rs)



## Eurobank EFG

**EUROBANK EFG**  
BEOGRAD, KOLARČEVA 3  
TEL: 011/206-5816  
FAX: 011/302-8952  
[www.eurobankefg.rs](http://www.eurobankefg.rs)





**BEOGRADSKE ELEKTRANE**  
NOVI BEOGRAD  
OMLADINSKIH BRIGADA 1  
[www.beoelektrane.rs](http://www.beoelektrane.rs)



**FAKULTET ZA EKONOMIJU  
I INŽENJERSKI MENADŽMENT**  
NOVI SAD  
SIME MILUTINOVIĆA SARAJLIJE 32  
Tel: 021/400-499  
Fax: 021/469-518  
[www.fimek.edu.rs](http://www.fimek.edu.rs)



**FAKULTET ZA MENADŽMENT**  
ZAJEČAR, PARK ŠUMA "KRALJEVICA" BB  
TEL: 019/430-800  
[www.fmz.edu.yu](http://www.fmz.edu.yu)



**GALEB  
GROUP**  
**GALEB GROUP**  
ŠABAC, POCERSKA 111  
TEL: 015/367-700  
FAX: 015/367-788  
[www.galeb.com](http://www.galeb.com)



**Galenika s.d.**  
**GALENIKA AD**  
ZEMUN, BATAJNIČKI DRUM BB  
TEL: 011/3020-760  
FAX: 011/3370-179  
[www.galenika.rs](http://www.galenika.rs)



**GRADSKЕ PIJACE**  
BEOGRAD, ŽIVKA KARABIBEROVIĆA 3  
TEL: 011/3806-680  
[www.bgpijace.rs](http://www.bgpijace.rs)



**BANK**  
**HYPO ALPE ADRIA BANK AD**  
BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 6  
TEL: 011/222-67-13  
FAX: 011/222-67-98  
[www.hypo-alpe-adria.rs](http://www.hypo-alpe-adria.rs)



**ITM GROUP**  
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 86  
TEL: 011/31-07-400  
FAX: 011/3107-492  
[www.itm.rs](http://www.itm.rs)



**JUGOREGISTAR**  
11070 NOVI BEOGRAD  
NARODNIH HEROJA 30  
TEL: 011/2607-080  
FAX: 011/3192-041

**KANCELARIJA ZA EVROPSKE POSLOVE**  
IZVRŠNO VEĆE AP VOJVODINE  
NOVI SAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 16  
TEL: 021/483-0673  
FAX: 021/483-0630  
[www.kep.rs](http://www.kep.rs)



**KOMERCIJALNA BANKA AD  
BEOGRAD**  
**KOMERCIJALNA BANKA AD**  
BEOGRAD, SVETOG SAVE 14  
TEL: 011/3080-100  
FAX: 011/3440-033  
[www.kombank.com](http://www.kombank.com)



**Komisija za  
hartije od vrednosti**  
**KOMISIJA ZA HARTIJE OD VREDNOSTI**  
NOVI BEOGRAD, OMLADINSKIH BRIGADA 1  
TEL: 011/3115-118  
FAX: 011/137-924  
[www.sec.sr.gov.yu](http://www.sec.sr.gov.yu)



**M&V INVESTMENTS**  
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 115D  
TEL: 011/3530 900  
FAX: 011/3116 772  
[www.mvi.rs](http://www.mvi.rs)



**MEĐUNARODNI CENTAR ZA RAZVOJ  
FINANSIJSKOG TRŽIŠTA DOO**  
BEOGRAD, NEBOJŠINA 12  
TEL: 011/3085-780  
FAX: 011/3085-782  
[www.mcentar.rs](http://www.mcentar.rs)



**METEOR**  
**METEOR SN BIRO EXPORT IMPORT**  
BEOGRAD, PROLETERSKE SOLIDARNOSTI 34  
TEL: 011/3016-211  
FAX: 011/3016-211  
[www.meteor.co.yu](http://www.meteor.co.yu)



**NACIONALNA SLUŽBA ZA ZAPOSŁJAVANJE**  
BEOGRAD, KRALJA MILUTINA 8  
TEL: 011/3307-900  
FAX: 011/3307-980  
[www.nsz.sr.gov.yu](http://www.nsz.sr.gov.yu)



**NELT CO**  
BEOGRAD, KARADORDEVA 65  
TEL: 011/2071-231  
FAX: 011/2071-221  
[www.nelt.com](http://www.nelt.com)



**NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE**  
**NIS NAFTNA INDUSTRIJA SRBIJE**  
NOVI SAD, NARODNOG FRONTA 12  
TEL: 021/4813-795  
FAX: 021/4814-339  
[www.nis.rs](http://www.nis.rs)



**NLB BANK**  
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 165/V  
TEL: 011/2225-100  
FAX: 011/2225-101  
[www.lhb.co.yu](http://www.lhb.co.yu)



**PRIVREDNA KOMORA BEOGRADA**  
BEOGRAD, KNEZA MILOŠA 12  
TEL: 011/2641-355  
FAX: 011/2642-029  
[www.kombeg.org.rs](http://www.kombeg.org.rs)



**PUPIN  
TELECOM AD**  
**DKTS d.o.o.**  
**PUPIN TELEKOM DKTS**  
ZEMUN, BATAJNIČKI PUT 23  
TEL: 011/2194-469  
FAX: 011/2194-469  
[www.pupintelecom.co.rs](http://www.pupintelecom.co.rs)



**PTT SAOBRAĆAJA „SRBIJA“**  
BEOGRAD, TAKOVSKA 2  
TEL: 011/3022-000  
FAX: 011/3229-911  
[www.posta.rs](http://www.posta.rs)



**RAIFFEISENBANK AD**  
NOVI BEOGRAD, BULEVAR AVNOJ-A 64A  
TEL: 011/3202-100  
FAX: 011/2207-080  
[www.raiffeisenbank.rs](http://www.raiffeisenbank.rs)



Република Србија  
Министарство Финансија  
УПРАВА ЦАРИНА  
**REPUBLIKA SRBIJA MINISTARSTVO FINANSIJA  
-UPRAVA CARINA**  
NOVI BEOGRAD, BULEVAR AVNOJ-A 155A  
TEL: 011/2696-523  
FAX: 011/2690-531  
[www.fcs.yu](http://www.fcs.yu)

## KOLEKTIVNI ČLANOVI SAVEZA EKONOMISTA SRBIJE



**SOCIETE GENERALE SRBIJA**  
NOVI BEOGRAD, VLADIMIRA POPOVIĆA 6  
TEL: 011/3011-400  
FAX: 011/3113-752  
[www.socgenyu.com](http://www.socgenyu.com)

### ČLANOVI GRUPE DROGA KOLINSKA

**DROGA KOLINSKA**



**GRAND PROM AD**  
BEOGRAD, SURČINSKA 6A  
TEL: 011/2205-000  
FAX : 011/2205-011  
[www.grandkafa.rs](http://www.grandkafa.rs)



**SOKO ŠTARK**  
BEOGRAD, KUMODRAŠKA 249  
TEL: 011/3956-024  
FAX : 011/3972-989  
[www.sokostark.co.yu](http://www.sokostark.co.yu)



**SRBIJAŠUME**  
NOVI BEOGRAD, BULEVAR MIHAJLA PUPINA 113  
TEL: 011/3115-038  
[www.srbijasume.rs](http://www.srbijasume.rs)



**SU-PORT Ltd, JAT AIRWAYS SYSTEM**  
BEOGRAD, AERODROM NIKOLA TESLA  
TEL: 011/311-38-72  
FAX: 011/214-66-84  
[www.su-port.com](http://www.su-port.com)



**UDRUŽENJE BANAKA SRBIJE**  
BEOGRAD, BULEVAR KRALJA  
ALEKSANDRA 86/II  
TEL: 011/3020-760  
FAX: 011/3370-179  
[www.ubs-asb.com](http://www.ubs-asb.com)



**UNICREDIT BANK**  
BEOGRAD, RAJIĆEVA 27-29  
TEL: 011/3240-505  
FAX: 011/3342-200  
[www.unicreditbank.rs](http://www.unicreditbank.rs)



**UNIVERZAL BANKA AD**  
BEOGRAD, FRANCUSKA BB  
TEL: 011/3022-801  
011/3343-017  
[www.ubbad.rs](http://www.ubbad.rs)



**UNIVERZITET U BEOGRADU  
EKONOMSKI FAKULTET**  
BEOGRAD, KAMENIČKA 6  
011/3021-240  
011/2639-560  
[www.ekof.bg.ac.yu](http://www.ekof.bg.ac.yu)



**VIŠA POSLOVNA ŠKOLA NOVI SAD**  
NOVI SAD, VLADIMIRA PERIĆA VALTERA 4  
TEL: 021/450-101  
FAX: 021/334-055  
[www.vps.ns.ac.yu](http://www.vps.ns.ac.yu)



**ZAVOD ZA URBANIZAM**  
NOVI SAD, BULEVAR CARA LAZARA 3/III  
TEL: 021/459-144  
FAX: 021/455-395  
[www.nsurbanizam.co.yu](http://www.nsurbanizam.co.yu)



**ŽITOSTREM AD**  
INĐIJA, VOJVODE PUTNIKA 2  
TEL: 022/561-152  
FAX: 022/551-215



# VELEFARM

## 30 U službi godina zdravlja

Na putu zdravlja

### PREDUZEĆA



### PROGRAMI



*domaći lekovi*



*uvozni lekovi*



*medicinska sredstva*



*pomoćna lekovita sredstva*



*laboratorijska dijagnostika*



*medicinska oprema*



*dental*



*veterina i zaštita bilja*

Biti na putu zdravlja znači da kompetentnim radom, pouzdanom uslugom i visokim standardima preuzimate i kreirate odgovornost za osnovnu ljudsku potrebu - održanje i unapređenje zdravlja svakog čoveka. Velefarm se dugoročnom strategijom zasnovanom na ovom principu razvio do najveće veledrogerije u Srbiji, koja zapošljava preko 800 ljudi u deset poslovnih centara širom Srbije, sa preko pedeset hiljada kvadratnih metara poslovno-skladišnog prostora.

Misija Velefarma je da pronade optimalni put lekova i sredstava za lečenje od proizvođača do krajnjeg korisnika i da na taj način pruži svoj doprinos stalnom unapređenju efikasnosti farmaceutskog sektora i zdravstva uopšte, a time indirektno i poboljšanju zdravstvenog stanja svakog čoveka u sistemu zdravstvene zaštite. Suštinski, misija Velefarma je usmerena na delovanje „U službi zdravlja“ svih onih koji iz bilo kog razloga stupe u kontakt sa Velefarmom, kako krajnjih potrošača, tako i poslovnih partnera i zaposlenih Kompanije.

Vizija Velefarma počiva na ukupnom unapređenju zdravlja i kvaliteta života ljudi. Velefarm će, shodno zadatku očuvanja liderske pozicije na tržištu, kontinuirano unapređivati sve performanse svog poslovnog nastupa kroz neprekidno osavremenjavanje poslovanja, stalan razvoj novih usluga i podizanje kvaliteta osnovnih vrednosti koje pruža korisnicima.

Cilj Velefarma je jednostavan i jasan: da obezbedi pravi lek, na pravom mestu, u pravo vreme.







member of ABInBev

**Muškarci  
znaju zašto.**

[www.jelenpivo.com](http://www.jelenpivo.com)