



ISSN 0023-2394  
ISSN 1450-6114  
UDC 657

M52 Часопис националног  
значаја за теорију и њену  
операционализацију

# РАЧУНОВОДСТВО

**IFAC**

International  
Federation of  
Accountants



Federation of  
European Accountants  
Federation des Experts  
comptables Européens



International  
Accounting  
Standards  
Board

**FCM**

Fédération des  
Experts Comptables  
Méditerranéens



South-East  
Europe Federation  
of Professional  
Accountants

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

◆ др Бојан САВИЋ  
**РАЧУНОВОДСТВЕНИ КОНЗЕРВАТИВИЗАМ:  
ПРЕПРЕКА ИЛИ ПОДСТИЦАЈ  
ВИСОКО-КВАЛИТЕТНОМ  
ФИНАНСИЈСКОМ ИЗВЕШТАВАЊУ**

◆ мр Иван ВОДЕНИЧАРЕВИЋ  
**ФИНАНСИЈСКИ БЕНЧМАРКИНГ  
ЗАСНОВАН НА ФИНАНСИЈСКИМ ИЗВЕШТАЈИМА**

◆ др Џенан КОЦА  
◆ Шабан ГРАЧАНИН  
**ПОВЕЋАЊЕ СПРЕДА СУВЕРЕНИХ ОБВЕЗНИЦА  
ЕФЕКАТ ЗАРАЗЕ ИЛИ БУЋЕЊА  
ФИНАНСИЈСКИХ ТРЖИШТА**

**5-6**

Година LVIII

[www.srrs.rs](http://www.srrs.rs)

Београд, мај-јун 2014.

# РАЧУНОВОДСТВО

ЧАСОПИС ЗА РАЧУНОВОДСТВО, РЕВИЗИЈУ И ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ  
ГОДИНА LVIII \* Бр. 5-6 \* Београд, мај-јун 2014.

Издавач:  
"РАЧУНОВОДСТВО" д.о.о.

Суиздавач:  
Савез рачуновођа и  
ревизора Србије

Генерални секретар  
и главни и одговорни уредник  
др Перо Шкобић

Његошева 19, Београд, п. фак. 403  
info@srrs.org.rs

Одговорни уредник  
"Рачуноводства"  
мр Рада Стојановић

Лектор  
мр Ана Бојановић,

Технички уредник  
Витомир Савић

РЕДАКЦИОНИ ОДБОР  
Андрић др Мирко, Алексић Богољуб,  
Вукелић др Гордана, Иванишевић др  
Милорад, Малешевић др Ђоко,  
Малинић др Слободан, Милићевић др  
Весна, Новићевић др Благоје,  
Раичевић др Божидар,  
Стојановић мр Рада,  
Секуловић др Богдан,  
Шкарић Јовановић др Ката

ИЗ ИНОСТРАНСТВА  
Prof. Alexander Russell, Scotland  
Prof. Mieczyslaw Dobija, Poland  
Prof. Frants Butynets, Ukraine  
Prof. Metka Tekavcic, Slovenia  
Prof. Robert W. McGee, US  
Prof. Serdar Ozkan, Turkey  
Prof. Željko Sević, Scotland

Телефони:

Ген.секретар 3239-444  
Одговорни уредник 3344-883, 3344-887  
Уредништво 3241-948  
Саветници 3233-077, 3344-549  
3345-043, 3345-329, 3345-429  
Курсеви 33-43-140, 33-43-215, 3231-549  
Маркетинг 3233-088  
Ел. водич кроз посл. 3344-949, 3344-922  
Претплата 3233-088, 3238-611  
Рачуноводство 3344-405  
Слободна телефонска линија (сугестије,  
рекламације, коментари...) 33-45-001  
Телефакс (011) 3231-220, 3345-527  
E-mail: casopis@srrs.rs  
Војвођанска банка А.Д. 355-1040232-19  
Центробанка А.Д. 145-3232-76

Copyright © 1956, Савез РР Србије  
Прештампавање објављених текстова није  
дозвољено без одобрења издавача и  
навођења извора.  
Текст не може бити репродукован  
снимањем, фотокопирањем, електронски  
или на други начин, без претходне  
сагласности издавача

Штампа: Космос, Београд, Светог Саве 16-18

## Садржај

### ИЗ РАДА ПРОФЕСИОНАЛНИХ ОРГАНИЗАЦИЈА

Извештај о раду IASB мај 2014. .... 3

Извештај о раду IASB јун 2014. .... 15

### ФИНАНСИЈСКО РАЧУНОВОДСТВО

др Бојан САВИЋ

Рачуноводствени конзервативизам: препрека или  
подстицај високо-квалитетном  
финансијском извештавању ..... 28

мр Снежана МИЛЕТИЋ

Инвестициони фондови за улагања у некретнине  
(REIT) специфичности финансијског извештравања ..... 43

### УПРАВЉАЧКО РАЧУНОВОДСТВО

др Љиљана ДМИТРОВИЋ ШАПОЊА

Рачуноводствена подршка  
процесу пословног одлучивања ..... 57

### ПОСЛОВНЕ ФИНАНСИЈЕ

мр Иван ВОДЕНИЧАРЕВИЋ

Финансијски бенчмаркинг заснован  
на финансијским извештајима ..... 75

### БАНКАРСТВО

мр Сениша РАДИЋ

Улога рачуноводствених информација  
у управљању ризиком ликвидности банка ..... 90

### ЈАВНЕ ФИНАНСИЈЕ

др Џенан КОЦА  
Шабан ГРАЧАНИН

Повећање спреда суверених обвезница  
ефекат заразе или буђења финансијских тржишта ..... 104

CIP – Каталогизација у публикацији  
Народна библиотека Србије, Београд  
657

РАЧУНОВОДСТВО : часопис за  
рачуноводство, ревизију и пословне финансије  
/главни и одговорни уредник др Перо Шкобић;  
одговорни уредник мр Рада Стојановић. – Год.43,  
бр. 1 (јануар 1998)–. – Београд : Рачуноводство:  
Савез рачуновођа и ревизора Србије, 1998 –  
(Београд : Космос). – 29 цм  
Месечно. - Је наставак: Књиговодство  
(ћирилично изд.)=ISSN 0023-2394  
ISSN 1450-6114 = Рачуноводство  
COBISS.SR-ID 139739399

## *Contents*

### **ACTIVITIES OF PROFESSIONAL ORGANIZATIONS**

<b>IASB Activities may 2014. ....</b>	<b>3</b>
<b>IASB Activities june 2014. ....</b>	<b>15</b>

### **FINANCIAL ACCOUNTING**

*Bojan SAVIC Ph.D.*

<b>Accounting conservatism: Barrier or incentive for high quality financial reporting. ....</b>	<b>28</b>
---	-----------

*Snezana MILETIC M.Sc.*

<b>Real estate investment trusts (REITS): specifics of financial reporting. ....</b>	<b>43</b>
--	-----------

### **MANAGEMENT ACCOUNTING**

*Ljiljana DMITROVIC SAPONJA Ph.D.*

<b>Accounting support to the process of business decision-making. ....</b>	<b>57</b>
--	-----------

### **BUSINESS FINANCE**

*Ivan VODENICAREVIC, M.Sc.*

<b>Benchmarking based on financial reports. ....</b>	<b>75</b>
--	-----------

### **BANKING**

*Sinisa RADIC M.Sc.*

<b>The role of accounting information in managing liquidity risk in banks. ....</b>	<b>90</b>
---	-----------

### **PUBLIC FINANCE**

*Dzenan KOCA, Ph.D.*

*Saban GRACANIN*

<b>Increase of spread of sovereign bonds – effect of contagion or wakings of finacial markets. ....</b>	<b>104</b>
---	------------

## **Извештај о раду IASB-а мај 2014.**

Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB) одржао је јавну седницу од 20. до 22. маја 2014. године, у седишту IASB у Лондону, Велика Британија.

На дневном реду биле су следеће теме:

- **Уговори о осигурању**
- **Пољопривреда: Вишегодишње пољопривредне културе**
- **Свеобухватни преглед IFRS за мале и средње ентитете (СМЕС)**
- **Лизинг**
- **Рачуноводствени метод удела**
- **Метод удела: Удео у променама осталих нето средстава**
- **Концептуални оквир**
- **Признавање одложених пореских средстава за нереализоване губитке (Предложене измене стандарда IAS 12)**

### **Уговори о осигурању (Документација о плану рада 2) (едукативна сесија IASB-а)**

IASB је наставио дискусије 20. маја 2014. о Нацрту за излагање из 2013 - *Уговори о осигурању* (2013 ED), одржавањем едукативне сесије о уговорима са одликама учешћа. IASB је разматрао да ли су прилагођавања претходних одлука IASB за уговоре без одлика учешћа неопходна за уговоре са одликама учешћа, и уколико је тако, која прилагођавања су у питању.

Није донета ниједна одлука.

### **(Сесија доношења одлука IASB)**

IASB је одржао састанак 21. маја 2014. ради дискутовања о следећим питањима која су постављена као одговор на Нацрт за излагање из 2013. (2013 ED):

- признавање маржи уговорних услуга у билансу успеха (Документација о плану рада 2Ц); и
- уговори о пружању услуга са фиксном накнадом, значајан ризик осигурања, трансфери портфолија и пословне комбинације (Документација о плану рада 2Д).

IASB није тражио специфичне инпуте за ова питања у 2013 ED.

### *Признавање марже уговорних услуга у билансу успеха*

IASB је оквирно одлучио да:

- а. потврди принцип из Нацрта за излагање 2013 ED да ентитет треба да призна преосталу маржу уговорних услуга у билансу успеха током покривеног периода на систематичан начин који најбоље одражава преостали пренос услуга које су пружене према уговору о осигурању. Сви чланови IASB су се сложили са овом одлуком;
- б. разјасни да је, за уговоре без одлика учешћа, услуга представљена маржом уговорних услуга покривеност осигурања које:
  - i. се пружа на основу протока времена; и
  - ii. одражава очекивани број уговора који су на снази.

Тринаест чланова IASB се сложило са овом одлуком, а три члана IASB су била против.

*Уговори о услугама са фиксном накнадом, значајан ризик осигурања, преноси портфолија и пословне комбинације*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. ентитетима треба дозволити, али не и захтевати од њих, да примењују Стандард признавања прихода на уговоре о пружању услуга са фиксном накнадом који испуњавају критеријуме из параграфа 7(е) Нацрта за излагање из 2013. Петнаест чланова IASB сложило се са овом одлуком, а један члан IASB се није сложио;
- b. разјасни упутство из параграфа В19 Нацрта за излагање из 2013. да се значајни ризик осигурања јавља само када постоји могућност да емитент сноси губитак на основу садашње вредности. Сви чланови IASB су се сложили са овом одлуком;
- c. разјасни захтеве за уговоре стечене преносом портфолија или пословном комбинацијом у параграфима 43-45 Нацрта за излагање из 2013, да такви уговори треба рачуноводствено да се обухватају као да их је објавио ентитет на датум преноса портфолија или пословне комбинације. Петнаест чланова IASB се сложило са овом одлуком, а један члан IASB се није сложио.

### **Следећи кораци**

IASB треба да настави разматрање пројекта Уговора о осигурању на састанку у јуну 2014.

### **Пољопривреда:**

#### **Вишегодишње пољопривредне културе (Документација о плану рада 16)**

IASB се састао 20. маја 2014. са циљем дискутовања о питању које се јавило током процеса гласања о *Пољопривреди: Вишегодишње пољопривредне културе* (измене стандарда IAS 16 и IAS 41). Питање се односило на прелазне одредбе за ентитете који тренутно усвајају IFRS. За измене стандарда IAS 16, као и измене IAS 41, IASB је одлучио да изузме ентитете из обезбеђивања, за текући период, обелодањивања захтеваног параграфом 28(f) IAS 8 - *Рачуноводствене политике, промене рачуноводствених процена и грешке*. Од ентитета би се и даље захтевало да обезбеде ова обелодањивања за претходне периоде. Сви чланови IASB су се сложили.

### **Следећи кораци**

Особље наставља поступак гласања. Очекује се да измене буду објављене крајем јуна или почетком јула 2014.

#### **Свеобухватни преглед IFRS за мале и средње ентитете (SME's - Документација о плану рада 15) (едукативна сесија IASB)**

IASB се састао 20. маја 2014. са циљем разматрања кратког прегледа повратних информација добијених о Нацрту за излагање *Предложене измене IFRS за мале и средње ентитете* (SME's).

Није донета ниједна одлука.

#### **Лизинг (Документација о плану рада 3) (едукативна сесија IASB)**

IASB је одржао едукативну седницу 20. маја 2014. о својим предлозима за лизинге. IASB је разматрао следеће:

- a. дефиницију лизинга (Документација о плану рада 3А/FASB Мемо 282);
- b. одвајање компонената које се односе на лизинг од оних које се не односе на лизинг (Документација о плану рада 3В/ FASB Мемо 283); и
- c. иницијалне директне трошкове (Документација о плану рада 3С/FASB Мемо 284).

Није донета ниједна одлука.

### **(заједно са FASB)**

FASB и IASB (одбори) су наставили разматрање предлога у Нацрту за излагање из маја 2013. Лизинг, уз посебно дискутовање о следећим темама:

- a. дефиниција лизинга (Документација о плану рада 3А/FASB Мемо 282);
- b. одвајање компонената које се односе на лизинг од оних које се не односе на лизинг (Документација о плану рада 3В/FASB Мемо 283); и
- c. иницијални директни трошкови (Документација о плану рада 3С/FASB Мемо 284).

### **Дефиниција лизинга**

Одбори су дали инструкције особљу да им обезбеде нацрте и примере за преглед на основу

преорука особља које приказују како би се примењивала предложена дефиниција.

Особље је препоручило следеће:

- a. Да се задрже принципи у Нацрту за излагање из 2013. који подржавају дефиницију лизинга којом се захтева од ентитета да утврди да ли уговор садржи лизинг путем процене:
  - i. да ли испуњење уговора зависи од употребе идентификованог средства; и
  - ii. да ли уговор садржи право за контролу употребе идентификованог средства за одређени период у замену за накнаду (то јест, клијент има могућност да управља употребом идентификованог средства и да остварује економске користи од употребе средства током периода коришћења);
- b. Да се разјасни следеће у вези са тим да ли испуњење уговора зависи од употребе идентификованог средства:
  - i. испуњење зависи од употребе идентификованог средства када добављач практично нема могућност да замени алтернативно средство или добављач не би имао користи од замене средства; и
  - ii. клијент треба да претпостави да испуњење уговора зависи од употребе идентификованог средства уколико је неизводљиво да клијент утврди било да ли (1) добављач има практичну могућност да замени алтернативно средство или (2) би добављач имао користи од замене.
- c. У вези са правом на контролу употребе идентификованог средства:
  - i. да обезбеди додатно упутство о начину утврђивања које одлуке најзначајније утичу на економске користи које ће се остварити од употребе идентификованог средства и која страна уговора има могућност најзначајнијег утицаја на те економске користи, нарочито када и добављач и клијент имају право да доносе одлуке; и
  - ii. да уклони упутство предложено у Нацрту за излагања из 2013. о средствима која проистичу из пружених услуга.

Сви чланови IASB и сви чланови FASB су се сложили.

#### *Одвајање компоненти лизинга од компоненти које нису лизинг*

Одбор је одлучио да задржи упутство слично упутству предложеном у Нацрту за излагање из 2013. и за кориснике и за даваоце лизинга о идентификовању одвојених компоненти лизинга.

Дванаест чланова IASB и сви чланови FASB су се сложили.

Одбори су одлучили да задрже упутство које је слично упутству предложеном у Нацрту за излагање из 2013. године за даваоце лизинга о одвајању компоненти лизинга од компоненти које нису лизинг и расподели накнаде у уговору на те компоненте. Односно, давалац лизинга треба да примени упутство у наредном Стандарду о признавању прихода на расподелу цене трансакције на одвојене обавезе по основу перформанси. Давалац лизинга такође, треба да прерасподели накнаду у уговору када постоји модификација уговора која се рачуноводствено не обухвата као засебни, нови уговор.

Сви чланови IASB и сви чланови FASB-а су се сложили.

Одбори су одлучили да измене предлоге у Нацрту за излагање из 2013. године за кориснике лизинга у смислу одвајања компоненти лизинга од компоненти које не спадају у лизинг и расподеле накнаде у уговору на те компоненте на следећи начин:

- a. Корисник лизинга треба да одвоји компоненте лизинга од компоненти које не спадају у ливинг, осим уколико примењује одабир рачуноводствене политике, о којем ће бити речи у наставку текста;
- b. Корисник лизинга треба да расподели накнаду у уговору на компоненте лизинга и компоненте које нису лизинг на релативно самосталној ценовној основи. Активности (или трошкови даваоца лизинга) које се не односе на пренос робе или услуга на корисника лизинга нису компоненте у уговору. Корисник лизинга, такође, треба да прерасподели накнаду у уговору када: (i) постоји поновна процена било трајања лизинга или куповне опције корисника лизинга или (ii) постоји модификација уговора која се не обухвата рачуноводствено као засебан, нови уговор;
- c. Корисник лизинга треба да примењује доступне самосталне цене, ако су на располагању; у супротном, користи процене самосталне цене компоненти лизинга и компонената које не спадају у лизинг (максимално коришћење уочљивих информација).

Петнаест чланова IASB и сви чланови FASB су се сложили.

Одбори су одлучили да дозволе кориснику лизинга одабир рачуноводствене политике по класи основног средства, да не одваја компоненте лизинга од компоненти које нису лизинг. Уместо тога, корисник лизинга треба рачуноводствено да обухвати компоненте лизинга и ком-

поненте које не спадају у лизинг заједно, као једну компоненту лизинга.

Десет чланова IASB и четири члана FASB се сложило.

#### *Иницијални директни трошкови*

Одбори су одлучили да само инкрементални трошкови треба да се квалификују као иницијални директни трошкови.

Петнаест чланова IASB и сви чланови FASB-а су се сложили.

Одбори су одлучили да иницијални директни трошкови треба да обухватају само инкременталне трошкове које ентитет не би имао да није закључио уговор о лизингу (на пример, провизије или плаћања према постојећим закупцима за добијање лизинга).

Десет чланова IASB и сви чланови FASB су се сложили.

Одбори су одлучили да и корисници лизинга и даваоци лизинга треба да примењују исту дефиницију иницијалних директних трошкова.

Петнаест чланова IASB и сви чланови FASB-а су се сложили.

Одбори су одлучили следеће у вези са иницијалним директним трошковима:

- a. Давалац лизинга у лизингу Типа А (осим оних који признају профит од продаје на почетку лизинга) треба да укључи иницијалне директне трошкове при иницијалном одмеравању, узимањем у обзир тих трошкова при одређивању стопе садржане у лизингу. Давалац лизинга који признаје профит од продаје на почетку лизинга треба да призна иницијалне трошкове повезане са лизингом Типа А као расход на почетку лизинга.
- b. Давалац лизинга у лизингу Типа Б треба да призна иницијалне директне трошкове као расход током трајања лизинга на истој основи као и приход по основу лизинга.
- c. Корисник лизинга треба да обухвати иницијалне директне трошкове у иницијалном одмеравању права на коришћење средства и да амортизује те трошкове током трајања лизинга.

Петнаест чланова IASB и сви чланови FASB су се сложили.

#### *Следећи кораци*

Одбори ће наставити са заједничким разматрањима о Нацрту за излагање из маја 2013. на неком од наредних састанака Одбора.

#### **Рачуноводствени метод удела (Документација о плану рада 13)**

IASB се састао 21. маја 2014. године ради разматрања планираног циља приступа истраживачком пројекту о рачуноводственом методу удела. IASB је оквирно одлучио да изврши преглед околности у којима се метод удела примењује на постојеће IFRS, са циљем откривања проблема у финансијском извештавању у смислу примене метода удела. IASB је нагласио да намерава да се фокусира на идентификовање проблема који се односе на метод удела, како би обезбедио да се не покушава решавање проблема који нису јасно идентификовани.

#### *Следећи кораци*

Особље је требало да размотри пројекат са Саветодавним форумом за рачуноводствене стандарде на састанку у јуну 2014. године.

#### **Метод удела: Удео промена осталих нето средстава (Документација о плану рада 14)**

IASB се састао 21. маја 2014. ради дискутовања о изменама стандарда IAS 28 - *Инвестиције у придружене ентитете и заједничке подухвате*. IASB је последњи пут разматрао ове измене у марту 2014. године, када су два члана IASB изразила своје неслагање са изменама.

Након овог састанка још три члана IASB су указала особљу своју намеру да изразе неслагање.

Три члана IASB која су указала на то да разматрају да изразе неслагање учинила су то након разматрања последица измена, а не као резултат евентуалних нових техничких питања. У светлу промене броја чланова IASB који су указали на своју намеру да изразе неслагање, од чланова IASB тражено је да потврде своје гласање.

Девет чланова IASB гласало је за финализирање измена као што је предложено, што је било мање од неопходног броја (10) за одобравање измена. Пошто је одржано овакво гласање, IASB неће наставити предложене измене.

#### **Концептуални оквир (Документација о плану рада 10)**

IASB је 21. маја наставио разматрања *Концептуалног оквира*. IASB је разматрао следеће:

- дефиниције средства и обавезе;
- критеријуме признавања;

- приступ дефинисању прихода и расхода;
- извештајни ентитет;
- сталност пословања; и
- Поглавља 1 и 3 постојећег Концептуалног оквира.

*Елементи финансијских извештаја:  
дефиниције средстава и обавеза*

IASB је оквирно одлучио следеће:

- а. Средства треба да се посматрају као права, или група права, уместо као основни физички или други објекти. Сви чланови IASB су се сложили. IASB је напоменуо да у многим случајевима ентитет рачуноводствено обухвата групу права као појединачно средство и описује то средство као основни објекат. Ентитет би засебно рачуноводствено обухватао права у оквиру групе само када је неопходно обезбедити релевантан и веран приказ, о трошку који не превазилази користи.
- б. Референца на будуће економске користи треба да буде садржана у помоћној дефиницији (економског ресурса), уместо у дефиницијама средства или обавезе. Петнаест чланова IASB се сложило.
- в. Дефиниција економских ресурса не треба да укључује концепт „другог извора вредности“, предложен у Документу за дискусију. Упутство које поткрепљује дефиницију економских ресурса треба да потврди да је концепт „права“ довољно широк да обухвати сваку вештину која се контролише и чува у тајности. Четрнаест чланова IASB се сложило.
- д. Израз ‘садашњи’ треба да се задржи у дефиницији обавезе и, као што је предложено у документу за дискусију, треба да се дода дефиницији средства. Сви чланови IASB су се сложили.
- е. Фраза ‘као резултат претходних догађаја’ треба да се задржи и у дефиницији средства и у дефиницији обавезе. Четрнаест чланова IASB се сложило.

IASB је такође дискутовао о улози непоузданости у дефиницијама средства и обавезе и оквирно су одлучили да:

- а. Дефиниције средстава и обавеза не треба да задрже концепт да прилив и одлив треба да буду „очекивани“. Дванаест чланова IASB се сложило.
- б. Дефиниција економских ресурса треба, као што је назначено у Документу за дискусију, да назначавача да економски ресурси морају бити у стању да генеришу економске користи. Израз „бити у стању“ указује на то да економске користи морају да настају из неке одлике која већ постоји у оквиру економских ресурса.

Израз „бити у стању“ нема за циљ да наметне минималну границу вероватноће, већ да укаже да ће, макар у неким исходима, економски ресурси створити економске користи. Дванаест чланова IASB се сложило.

- в. Концепт ‘је у стању’ не треба да се јавља експлицитно у предложеној дефиницији обавезе. Помоћно упутство треба да објасни да обавеза мора да садржи постојећу одлику која је у стању да захтева од ентитета да пренесе економске ресурсе. Десет чланова IASB се сложило.

*Признавање*

IASB је оквирно одлучио да *Концептуални оквир* не треба да установљава критеријуме који управљају признавањем средства или обавезе у свим околностима. *Концептуални оквир*, уместо тога треба да опише факторе за разматрање приликом доношења одлуке о томе да ли треба признати одређено средство или обавезу. Ти фактори треба да обухватају питање да ли ће резултирајуће информације бити релевантне и обезбедити верни приказ, и трошкове обезбеђивања информација у односу на користи. Информације не морају бити релевантне, ако, на пример, није сигурно да ли средство или обавеза постоје, ако нису вероватни будући приливи економских користи или постоји значајна непоузданост мерења повезана са ставком. Документација о плану рада 10Б садржи иницијални нацрт који описује ове факторе. IASB је усмерио своје особље да разраде тај опис у светлу дискусије IASB. Девет чланова IASB се сложило.

IASB је навео свој циљ ревидирања дефиниција средства и обавезе, а критеријуми признавања треба да обезбеде већу јасноћу, не да прошире или сузе распон признатих средстава и признатих обавеза.

*Елементи — Приступ дефинисању  
прихода и расхода*

IASB је оквирно одлучио да *Концептуални оквир* треба да настави да дефинише приходе и расходе позивањем на промене у средствима и обавезама. Сви присутни чланови IASB су се сложили.

IASB је напоменуо да приступ дефинисању прихода и расхода не одређује унапред која средства и обавезе ће бити признати, како треба да се одмеравају и како приходи и расходи треба да се групишу, анализирају и презентују. За одлуке о овим питањима, IASB ће наставити да разматра природу информација које имају за резултат из-

вештаје о финансијској позицији и извештај (извештаје) о билансу успеха и осталом укупном резултату.

#### *Извештајни ентитет — Уопштено*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. Извештајни ентитет је ентитет који одабере да презентује финансијске извештаје опште намене или се од њега тражи да их презентује. Тринаест чланова IASB се сложило.
- b. Извештајни ентитет не мора да буде правно лице, а могао би да буде неинкорпорирани ентитет, део неког ентитета, или два или више ентитета. Дванаест чланова IASB се сложило.
- c. *Концептуални оквир* не треба да разматра заједничку контролу и значајни утицај. Сви чланови IASB су се сложили.
- d. Уопштено, консолидовани финансијски извештаји имају већу вероватноћу обезбеђивања информација од неконсолидованих финансијских извештаја које су корисне за више корисника. Тринаест чланова IASB се сложило.
- e. Када се од ентитета захтева да презентује консолидоване финансијске извештаје, тај ентитет такође може одабрати, или се од њега може захтевати да презентује неконсолидоване финансијске извештаје. Ови неконсолидовани финансијски извештаји могу обелоданити како корисници могу да добију консолидоване финансијске извештаје. Једанаест чланова IASB се сложило.
- f. *Концептуални оквир* не треба да назначавача које комбинације ентитета би могле да сачињавају извештајни ентитет који легитимно може да саставља комбиноване финансијске извештаје. Дванаест чланова IASB се сложило.

#### *Извештајни ентитет—Перспектива*

IASB је оквирно потврдио да финансијски извештаји треба да се састављају из перспективе извештајног ентитета као целине. Петнаест чланова IASB се сложило.

#### *Сталност пословања*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. Претпоставка о сталности пословања треба да се третира као основна претпоставка. Ревидирани *Концептуални оквир* треба да обухвата тренутни опис претпоставке о сталности пословања, осим што израз „значајно смањење обима пословања“ треба да буде замењен синтагмом „престане са пословањем“.

Ова формулација коришћена је у IAS 1 - *Презентација финансијских извештаја* и IAS 10 - *Догађаји после извештајног периода*.

- b. IASB не треба да обезбеђује додатно упутство у *Концептуалном оквиру* о претпоставци о сталности пословања.
- c. Овај пројекат не треба да се односи на:
  - i. састављање финансијских извештаја од стране ентитета који нису стална пословања; и
  - ii. обелодањивања о сталности пословања.
 Четрнаест чланова IASB се сложило.

#### *Управљање*

IASB је оквирно одлучио да измени 1. поглавље *Концептуалног оквира* како би више истакао управљање у оквиру општег циља финансијског извештавања. То ће учинити путем идентификовања информација неопходних за процену управљања руководства које се не преклапају у потпуности са информацијама неопходним корисницима да би проценили изгледе у вези са будућим нето приливима готовине у ентитет. Петнаест чланова IASB се сложило.

#### *Поузданост*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. не замени квалитативне карактеристике верног приказа поузданошћу;
- b. не укључи референце на поузданост било као додатну квалитативну карактеристику или као аспект релевантности или верног приказа; и
- c. размотри у нацрту да ли је могуће у већој мери истаћи идеју која је изражена у параграфу QC16 постојећег *Концептуалног оквира* да је ниво непоузданости повезан са проценама довољно велики, да процена можда неће обезбедити релевантне информације. Сви чланови IASB су се сложили.

#### *Опрезност*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. поново уведе референцу опрезности у *Концептуални оквир*. Сви чланови IASB су се сложили;
- b. опишу опрезност као примену опреза приликом доношења судова под непоузданим околностима. Примена опреза је у складу са неутралношћу и не треба да дозволи превише умањена или прецењена средства, обавезе, приходе или расходе. Сви чланови IASB су се сложили; и

с. размотри у Основи за закључивање значај опрезности за лица која састављају финансијске извештаје и за IASB приликом постављања Стандарда. Једанаест чланова IASB се сложило.

### 1. и 3. Поглавље

IASB је дискутовао о 1. и 3. поглављу *Концептуалног оквира* и оквирно је одлучио да:

- измени 3. поглавље *Квалитативних карактеристика корисних финансијских информација* у циљу објашњења да, када се правна форма одређене ставке разликује од њене основне економске суштине, извештавање о тој ставци у складу са њеном правном формом неће имати за резултат верни приказ;
- не мења опис основне циљне групе у 1. поглављу *Циљева финансијског извештавања опште намене*;
- не унапреди разумљивост из побољшавајуће квалитативне карактеристике у основну квалитативну карактеристику; и
- Концептуалном оквиру* не додаје расправу о комплексности.

Сви чланови IASB су се сложили.

### Следећи кораци

На састанку у јуну, IASB намерава да дискутује о следећем:

- елементима извештаја о токовима готовине и извештаја о променама у капиталу;
- додатном упутству о дефиницијама средства и обавезе;
- извршним уговорима;
- разлици између обавезе и капитала;
- презентацији и обелодањивању;
- иницијалним мислима о презентацији у извештају о укупном резултату – билансу стања и осталом укупном резултату;
- пословном моделу; и
- обрачунској јединици.

### **Признавање одложених пореских средстава за нереализоване губитке (Предложене измене стандарда IAS 12) (Документација о плану рада 12)**

IASB је дискутовао о препоруци Комитета за тумачење IFRS ради разјашњења рачуноводственог обухватања одложених пореских средстава за нереализоване губитке по основу дуж-

ничких инструмената одмерених по фер вредности.

На овом састанку, IASB се оквирно сложио са препоруком Комитета за тумачење да предложене измене IAS-а 12 *Порези на добитак* треба да обухватају илустративни пример који се односи на следеће аспекте примене постојећих принципа у IAS 12:

- Нереализовани губитак по основу дужничког инструмента одмереног по фер вредности узрокује привремену разлику која се може одбити чак и ако: (i) држалац дужничког инструмента очекује да поврати књиговођствену вредност дужничког инструмента држањем инструмента до доспећа и наплатом свих уговорних токова готовине, и (ii) од губитка се не може одбити порез све док се не реализује;
- Ентитет процењује коришћење привремених разлика које се могу одбити, а повезане су са нереализованим губицима по основу дужничких инструмената одмерених по фер вредности у комбинацији са другим привременим разликама које се могу одбити. Међутим, ако порески закон ограничава коришћење привремених разлика које се могу одбити само у односу на опорезиве добитке специфичне облике, ентитет и даље процењује коришћење оваквих привремених разлика које се могу одбити у комбинацији са другим привременим разликама које се могу одбити, али само у одговарајућем облику. Пример оваквог ограничења би могао да буде да се капитални губици могу одбити само у односу на капиталну добит.
- процена ентитета о будућој опорезивој добити, сачињена за сврхе признавања одложених пореских средстава, претпоставља да ће повратити средство у вредности већој од књиговођствене, уколико је повраћај средства у вредности већој од књиговођствене могућ.
- Ентитет искључује одбитке пореза представљене постојећим привременим разликама које се могу одбити од извесне будуће опорезиве добити у односу на које се ове разлике процењују у смислу коришћења. IASB се такође оквирно усагласио са препоруком Комитета за тумачење да треба да предложи измену параграфа 24-31 IAS-а 12 како би се разјаснило ово питање.
- Пример треба да илуструје процену коришћења привремених разлика које се могу одбити када су сва три извора опорезивих добити (то јест, будуће укидање одбитних привремених разлика, будућа опорезива добит и могућности пореског планирања) на располагању, али укупно нису довољни да би подржали признавање одложених пореских средстава за све одбитне привремене разлике).

f. Као резултат случаја под (е), пример треба да објасни како ентитет треба да утврди износ одложеног пореза који ће признати у осталом укупном резултату, у поређењу са износом који треба да призна у билансу успеха, када ентитет не може да призна сва одложена пореска средства због тога што нема довољно будућих опорезивих добити. Комитет за тумачење је напоменуо да ово утврђивање треба да буде засновано на разумној пропорционалној (pro rata) алокацији, уколико порески закон не захтева другачију алокацију.

Међутим, IASB се није сложио са препоруком Комитета за тумачење да на ставке (а)-(с) треба да се односи само илустративни пример. IASB је оквирно одлучио да на ове ставке треба такође да се односи упутство у IAS 12.

Коначно, IASB се оквирно сложио са препоруком Комитета за тумачење да илустративни пример треба да објасни примену IAS-а 12 на дужничке инструменте одмерене по фер вредности у складу са IAS 39, као и са оним одмереним по фер вредности у складу са IFRS 9 - *Финансијски инструменти*.

Четрнаест чланова IASB се сложило.

### Следећи кораци

IASB ће на неком од наредних састанака IASB размотрити начин измене обавезног упутства IAS-а 12 у циљу разјашњења ставки (а)-(с), као и процес рада предузет у смислу предложених измена стандарда IAS 12.

Главни IFRS Следећа прекретница у реализацији пројекта*				
	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>IFRS 9: Финансијски инструменти (замена IAS 39)</b>				
Класификација и одмеравање (Ограничене измене)	Циљни IFRS			
Умањење вредности	Циљни IFRS			
Рачуноводствено обухватање управљања динамичним ризиком: Приступ ревалоризације портфолија макро хеџингу [рок за слање коментара је 17. октобар 2014.]	Јавне консултације			
	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>Иницијатива за обелодањивање</b>				
<b>Измене IAS 1 (Иницијатива за обелодањивање)</b> <a href="http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Leases/Pages/Leases.aspx">http://www.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Leases/Pages/Leases.aspx</a>		Поновно разматрање		
Усаглашавање обавеза из финансијских активности			Циљни Нацрт за излагање	
<b>Уговори о осигурању</b>	Поновна разматрања			
<b>Лизинг</b>	Поновна разматрања			
<b>IFRS за СМЕ: Свеобухватни преглед 2012–2014—видети страну посвећену пројектима</b>				
<b>Имплементација</b>				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
Измене ограниченог обима	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>Годишња побољшања 2012–2014</b> [рок за слање коментара завршен је 13. марта 2014]	Поновно разматрање			

\* ) Извор: <http://media.ifrs.org/2014/IASB/may/IASB-Update-May-2014.html>

<b>Годишња побољшања 2013–2015</b>		Циљни ED		
<b>Вишегодишње пољопривредне културе</b> (Предлог измена стандарда IAS 41)	Циљни ED			
Разјашњавање Класификације и одмеравања транс-акција плаћања акцијама (Предложена измена стандарда IFRS 2)		Циљни ED		
Класификација обавеза (Предложене измене стандарда IAS 1)		Циљни ED		
<b>Елиминација добитака или губитака који настају из трансакција између ентитета и његовог придруженог ентитета или заједничког подухвата</b> (Предложене измене Стандарда IAS 28)		Циљни ED		
<b>Метод удела у појединачним финансијским извештајима</b> (Предложене измене стандарда IAS 27)	Циљни IFRS			
<b>Метод удела: Удео у променама осталих нето средстава</b> (Предложене измене Стандарда IAS 28)*	Пројекат заустављен			
<b>Одмеравање фер вредности: Обрачунска јединица</b>	Циљни ED			
<b>Инвестициони ентитети: Примена изузећа од консолидовања</b> (Предложене измене Стандарда IFRS 10 и IAS 28)	Циљни ED			
<b>Опција поновне продаје на учешће без права контроле</b> (Предлог измена стандарда IAS 32)	Следећи кораци ће бити одређени			
<b>Признавање одложених пореских средстава за не-реализоване губитке</b> (Предлог измена стандарда IAS 12)		Циљни ED		
<b>Продаја или улагање средстава између инвеститора и придруженог ентитета или заједничког подухвата</b> (Предлог измена стандарда IFRS 10 и IAS 28)		Циљни IFRS		
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
<b>Прегледи после имплементације</b>	<b>2014. Квартал 2</b>	<b>2014. Квартал 3</b>	<b>2014. Квартал 4</b>	<b>2015. Квартал 1</b>
<b>IFRS 3 Пословне комбинације</b>	Јавне консултације			
* IASB је одлучио да не настави овај пројекат				
<b>Концептуални оквир</b>				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
	<b>2014. Квартал 2</b>	<b>2014. Квартал 3</b>	<b>2014. Квартал 4</b>	<b>2015. Квартал 1</b>
<b>Концептуални оквир</b>			Циљни ED	
<b>Истраживачки пројекти</b>				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
	<b>2014. Квартал 2</b>	<b>2014. Квартал 3</b>	<b>2014. Квартал 4</b>	<b>2015. Квартал 1</b>
<b>Краткорочни и средњорочни пројекти:</b>				
<b>Пословне комбинације под заједничком контролом</b>	Дискусије Одбора			
<b>Иницијатива за обелодањивање</b> [Рок за коментаре завршен је 13. марта 2014.]				

<b>Измене стандарда IAS 1 (Иницијатива за обелодањивање)</b> [Рок за коментаре завршава се 23. јула 2014.]		Поновна разматрања		
<b>Усаглашавање обавеза из активности финансирања</b>			Циљни ED	
Материјалност (материјални значај)		Дискусија Одбора		
Принципи обелодањивања	Дискусија Одбора			
Општи преглед обелодањивања	Треба да буде одређен			
<b>Дисконтне стопе</b>	Дискусија Одбора			
<b>Схеме за трговину емисијама гасова</b>	Треба да буде одређен			
<b>Рачуноводствени метод удела</b>	Дискусија Одбора			
<b>Финансијски инструменти са карактеристикама капитала</b>	У припреми разрада пројекта <i>Концептуалног оквира</i>			
<b>Превођење/инфлација стране валуте</b>			Дискусија Одбора	
<b>Обавезе – измена Стандарда IAS 37</b>	У припреми разрада пројекта <i>Концептуалног оквира</i>			
<b>Активности везане за прописивање цена</b>	Циљни DP			
<b>Дугорочнији пројекти:</b>				
<b>Екстрактивне активности/нематеријална средства/активности истраживања и развоја</b>				
<b>Порез на добитак</b>				
<b>Примања по престанку запослења (укључујући пензије)</b>				
<b>Плаћања акцијама</b>				
IASB развија своје истраживачке капацитете – за детаљније информације посетите Tomasso Padoa-Schloppa Memorial Lecture и IASB Research Forum Page				
<b>Финансијско извештавање у економији са високом инфлацијом</b>				
<b>Комплетирани IFRS</b>				
<b>Главни пројекти</b>	<b>Датум објављивања</b>	<b>Ступа на снагу</b>	<b>Година очекиваног почетка примене*</b>	
<b>IFRS 9 Финансијски инструменти</b>	новембар 2013.	Није одређено (доступно за примену)	Није одлучено	
<b>IFRS 14 Регулаторни одложени рачуни</b>	јануар 2014.	1. јануар 2014.	Није одлучено	
<b>IFRS 15 Приходи од уговора са клијентима</b>	мај 2014.	1. јануар 2017.	Није одлучено	
*Преглед после имплементације обично почиње након што су нови захтеви две године примењивани на међународном нивоу, што је обично око 30–36 месеци после датума ступања на снагу.				

<b>Измене ограниченог обима</b>	<b>Датум објављивања</b>	<b>Ступа на снагу</b>	
Рачуноводствено обухватање учешћа у заједничком пословању (Измене стандарда IFRS 11)	мај 2014.	1. јануар 2016.	
Разјашњење прихватљивих метода депресијације и амортизације (Измене Стандарда IAS 16 и IAS 38)	мај 2014.	1. јануар 2016.	

<p>Годишња побољшања 2010–2012.</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• IFRS 2 Плаћања акцијама <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Дефиниција услова стицања</li> </ul> </li> <li>• IFRS 3 Пословне комбинације <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Рачуноводствено обухватање потенцијалне накнаде у пословној комбинацији</li> </ul> </li> <li>• IFRS 8 Сегменти пословања <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Обједињавање сегмената пословања</li> <li>▪ Усаглашавање салда имовине извештајних сегмената пословања са салдом имовине ентитета</li> </ul> </li> <li>• IFRS 13 Одмеравање фер вредности <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Краткорочна потраживања и обавезе</li> </ul> </li> <li>• IAS 16 Некретнине, постројења и опрема <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Метод ревалоризације—пропорционално преправљање акумулиране амортизације</li> </ul> </li> <li>• IAS 24 Обелодањивања повезаних страна <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Услуге кључног руководства ентитета</li> </ul> </li> <li>• IAS 38 Нематеријална имовина <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Метод ревалоризације—пропорционално преправљање акумулиране амортизације</li> </ul> </li> </ul>	децембар 2013	1 јул 2014	
<p>Годишња побољшања 2011–2013</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• IFRS 1 Прва примена Међународних стандарда финансијског извештавања <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Значење "ефективних IFRS"</li> </ul> </li> <li>• IFRS 3 Пословне комбинације <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Изузеци делокруга за заједничке подухвате</li> </ul> </li> <li>• IFRS 13 Одмеравање фер вредности <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Делокруг параграфа 52 (изузетак у вези портфолија)</li> </ul> </li> <li>• IAS 40 Инвестиционе некретнине <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Разјашњење међусобне везе између стандарда IFRS 3 и IAS 40 приликом класификације некретнине као инвестиционе некретнине или некретнине у којој борави власник</li> </ul> </li> </ul>	децембар 2013	1. јул 2014	
<p>Пребијање финансијских средстава и финансијских обавеза (Измене стандарда IAS 32)</p>	Децембар 2011.	1. јануар 2014.	
<p>Инвестициони ентитети (Измене стандарда IFRS 10, IFRS 12 и IAS 27)</p>	Октобар 2012.	1. јануар 2014.	
<p>Замена старих деривата новим и наставак рачуноводства хеџинга (Измене IAS 39)</p>	Јун 2013.	1. јануар 2014.	
<p>Обелодањивање надокнадивог износа за нефинансијска средства (Измене IAS 36)</p>	Мај 2013.	1. јануар 2014.	
<p>IFRS 9 Финансијски инструменти—Датум обавезног ступања на снагу стандарда IFRS 9 и прелазна обелодањивања</p>	Децембар 2011.	Није одређено (доступно за примену)	
<p>Планови дефинисаних примања: Доприноси запослених (Измене IAS 19)</p>	Новембар 2013.	1. јул 2014.	
<b>Тумачења</b>	<b>Датум објављивања</b>	<b>Ступа на снагу</b>	
IFRIC 21 Дажбине	Мај 2013.	1. јануар 2014.	

Консултације о плану рада			
Следећа прекретница у реализацији пројекта			
	2014	2015	2016
Јавне консултације на трогодишњем нивоу [Извештај о повратним информацијама објављен 18. децембра 2012] [Следеће консултације заказане за 2015 ]		Иницирање других јавних консултација на трогодиш- њем нивоу	

## ПРИМЕНА КОНТНОГ ОКВИРА

### за привредна друштва, задруге и предузетнике

У приручнику је објашњена комплетна проблематика рачуноводственог евидентирања пословних промена привредних друштава у складу са МСФИ, са применом свих релевантних важећих прописа из области пореза и других јавних прихода, девизног пословања, евиденције промета робе и услуга, платног промета, тржишта хартија од вредности и др.

Приручник је намењен практичној примени Правилника о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге и предузетнике. Приручник садржи детаљна објашњења свих класа, група рачуна и појединачних рачуна на којима се евидентирају пословне промене, са бројним практичним примерима. Основни циљ приручника је да објаснимо поступак рачуноводственог евидентирања различитих пословних промена. Међутим, текстови нису ограничени само на рачуноводствено обухватање пословних промена, већ садрже и сва потребна објашњења у вези са пореским и другим аспектима.



Више информација на [www.srrs.rs](http://www.srrs.rs) или [www.praкса.rs](http://www.praкса.rs)

# Извештај о раду IASB-а јун 2014.

Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB) одржао је јавну седницу од 17. до 19. јуна 2014. године, у седишту IASB (International Accounting Standards Board) у Лондону, у Великој Британији.

На дневном реду биле су следеће теме:

- **Уговори о осигурању**
- **Лизинг**
- **Годишња побољшања IFRS циклус 2012–2014.**
- **Питања Комитета за тумачење Међународних стандарда финансијског извештавања**
- **Продаја или улагање средстава између инвеститора и његовог придруженог ентитета или заједничког подухвата**
- **Разјашњавање класификације и одмеравање трансакција плаћања акцијама (Предложена измена стандарда IFRS 2)**
- **Признавање одложених пореских средстава за нереализоване губитке (Предложене измене стандарда IAS 12)**
- **Пословне комбинације под заједничком контролом**
- **Концептуални оквир**
- **Истраживање дисконтних стопа—преглед постојећих захтева**

## **Уговори о осигурању (Документација о плану рада 2) (едукативна сесија IASB)**

*Уговори са одликама учешћа: идентификовање основних ставки (Документација о плану рада 2D)*

IASB је одржао састанак 17. јуна 2014. са циљем наставка разматрања уговора о осигурању. Конкретно, IASB је наставио дискусије о угово-

рима са одликама учешћа разматрањем начина на који би могла да се ограничи примена алтернативних прилагођавања која може да се примени на општи модел уговора о осигурању, када се та прилагођавања ослањају на идентификовање основних ставки. На овом састанку, особље је тражило од IASB да пружи смернице за даљи рад.

IASB је оквирно усмерио своје особље да наставе рад на следећој основи:

- a. особље планира да затражи од IASB да размотри да ли ентитет треба да коригује маржу уговорних услуга по основу промена у уделу осигураватеља у основним средствима на основу тога што удео осигураватеља представља имплицитну накнаду за управљање. IASB је оквирно усмерио особље да размотри то питање под претпоставком да постојање имплицитне накнаде за управљање средствима треба да се размотри само када:
  - i. повраћаје треба пренети на имаоца полисе (без обзира на то да ли се од ентитета захтева да држи те ставке или ентитет има дискреционо право над исплатама према имаоцима полисе);
  - ii. постоји минимални износ (било фиксни или који се може одредити) који ентитет мора да задржи; и
  - iii. ималац полисе ће добити значајан удео у укупном повраћају основних ставки;
- b. особље планира да пита IASB да ли ентитет треба да примењује приступ књиговодственог приноса за утврђивање расхода по основу камате презентованог у билансу успеха. IASB је оквирно усмерио особље да размотри приступ књиговодственог приноса само за уговоре у којима:
  - i. повраћаји пренети на имаоца полисе настају поводом основних средстава која ентитет држи (без обзира на то да ли се од ентитета захтева да држи те ставке); и

- ii. ималац полисе добија значајни удео од укупног повраћаја основних ставки.

IASB је такође усмерио особље да истражи додатно приступ књиговодственог приноса, како би му помогао у разумевању сложености тог приступа.

IASB је напоменуо да планира да донесе одлуке о рачуноводственом обухватању уговора са одликама учешћа у целини, на неком следећем састанку.

Те одлуке би обухватале питања да ли ентитет треба да коригује маржу уговорних услуга по основу удела осигураватеља у основним ставкама и на основу приступа одређивања расхода камате, презентованог у билансу успеха.

*(сесија доношења одлука IASB)*

На састанку одржаном 17. јуна 2014. IASB је такође дискутовао о питањима постављеним као одговор на Нацрт за излагање из 2013 - *Уговори о осигурању*, која нису била повезана са пет циљних предлога, али која је IASB ипак пристао да размотри. Ова питања односила су се на:

- дисконтне стопе дугорочних уговора, када постоји веома мало уочљивих тржишних података или они уопште не постоје (Документација о плану рада 2А);
- асиметрични третман добити од реосигурања (Документација о плану рада 2Б); и
- ниво сажимања (Документација о плану рада 2С).

*Дисконтне стопе за дугорочне уговоре када постоји веома мало уочљивих тржишних података или они уопште не постоје (Документација о плану рада 2А)*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. потврди принцип да дисконтне стопе које се користе за кориговање токова готовине у уговору о осигурању за временску вредност новца треба да буду у складу са уочљивим тренутним тржишним ценама за инструменте са токовима готовине чије карактеристике су у складу са карактеристикама уговора о осигурању; и
- b. обезбеди додатно упутство за примену да, при утврђивању тих дисконтних стопа, ентитет треба да користи просуђивање:
  - i. да би обезбедио да су примењена одговарајућа кориговања уочљивих инпута како би се решиле евентуалне разлике између уочених трансакција и уговора о осигурању који се одмеравају;

- ii. да би развио неучљиве инпуте помоћу најбољих информација на располагању у датим околностима, и при том остао доследан циљу одражавања начина на који учесници на тржишту оцењују те инпуте. Сходно томе, евентуални неучљиви инпут не треба да буду контрадикторни релевантним тржишним подацима.

Сви чланови IASB су се сложили са овом одлуком.

*Асиметричан третман добити за уговоре о реосигурању које држи ентитет (Документација у плану рада 2В)*

IASB је оквирно одлучио да, по оснивању, ентитет треба у билансу успеха да призна промене процена испуњења токова готовине за уговор о осигурању који ентитет држи када те промене настану као резултат промена у проценама испуњења токова готовине за основни директни уговор о осигурању, који су признати одмах у билансу успеха.

Сви чланови IASB су се сложили са овом одлуком.

*Ниво обједињавања (Документација о плану рада 2С)*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. разјасни да је циљ предложених Стандарда о уговорима о осигурању обезбеђивање принципа за мерење појединачног уговора о осигурању, али да би приликом примене стандарда ентитет могао да обједини уговоре о осигурању под условом да испуњава тај циљ.
- b. измени дефиницију портфолија уговора о осигурању у следеће:

“уговори о осигурању који обезбеђују покриће за сличне ризике и којима се управља заједно као групом”; и

- c. дода упутство којим се објашњава да при утврђивању марже уговорних услуга или губитка при почетном признавању, ентитет не треба да обједињује онерозне (штетне) уговоре са уговорима који генеришу профит.

Ентитет треба да размотри чињенице и околности како би утврдио да ли је уговор штетан (онерозан) на почетном признавању.

Четрнаест чланова IASB се сложило, а један члан IASB се није сложио. Један члан IASB био је одсутан.

IASB је такође оквирно одлучио да прикаже примере начина на који ентитет може да обједини уговоре, али да ипак задовољи циљ наведен

под тачком а), приликом утврђивања марже уговорних услуга при накнадном одмеравању.

Петнаест чланова IASB се сложило са овом одлуком. Један члан IASB био је одсутан.

У марту 2014. IASB је оквирно одлучио да ентитет треба да одабере да презентује ефекат промена у дисконтним стопама у билансу успеха или у осталом укупном резултату као своју рачуноводствену политику и да треба да примењује ту рачуноводствену политику на све уговоре у портфолију. У светлу те претходне одлуке, IASB је оквирно одлучио да разјасни да, у складу са IAS 8 *Рачуноводствене политике, промене рачуноводствених процена и грешке*, ентитет треба да одабере и примењује своје рачуноводствене политике доследно за сличне уговоре, узимајући у обзир портфолио у којем је уговор садржан, средства која ентитет држи и начин на који се та средства рачуноводствено обухватају.

Десет чланова IASB сложило се са овом одлуком, а пет чланова IASB се није сложило. Један члан IASB био је одсутан.

### **Следећи кораци**

IASB ће наставити разматрања пројекта Уговора о осигурањима на састанку у јулу 2014.

### **Лизинг (Документација о плану рада 3)**

FASB и IASB (одбори) наставили су разматрање предлога из Нацрта за излагање из 2013. *Лизинг*, уз нарочито дискутовање о следећим темама:

- a. подлизинг (Документација о плану рада 3А/FASB Мето 286);
- b. презентација биланса стања корисника лизинга (Документација о плану рада 3В/FASB Мето 287); и
- c. презентација токова готовине (документација о плану рада 3С/FASB Мето 288).

### **Подлизинг (Документација о плану рада 3А/FASB Мето 286)**

Одбори су оквирно одлучили да давалац зајма - посредник (то јест ентитет који је и корисник лизинга и давалац лизинга за исто основно средство) треба рачуноводствено да обухвата главни лизинг и подлизинг као два одвојена уговора (рачуноводствено обухватање главног лизинга у складу са рачуноводственим предлозима корисника лизинга, а подлизинга у складу са рачуноводственим предлозима даваоца лизинга),

осим уколико ти уговори не испуњавају упутство о комбинацијама уговора које су одбори усвојили на заједничком састанку одбора у априлу 2014. Сви чланови IASB и сви чланови FASB су се сложили.

FASB је оквирно одлучио да, приликом класификовања подлизинга, давалац зајма - посредник треба да одреди класификацију подлизинга преко основног средства (на пример, ставка некретнине, постројења и опреме која је предмет лизинга), а не преко права на употребу (ROU) средства које проистиче из главног лизинга. Пет чланова FASB се сложило.

IASB је оквирно одлучио да, при класификовању подлизинга, давалац лизинга - посредник треба да одреди класификацију подлизинга преко права на употребу средства које произилази из главног лизинга. Сви чланови IASB су се сложили.

Одбори су оквирно одлучили да давалац лизинга-посредник не треба да пребија средства и обавезе по основу лизинга који проистичу из главног лизинга и подлизинга који не испуњавају захтеве за пребијање финансијских инструмената из IFRS, односно US GAAP. Сви чланови IASB и сви чланови FASB су се сложили.

Одбори су оквирно одлучили да давалац лизинга - посредник не треба да пребија приход и расход по основу лизинга који се односе на главни лизинг и подлизинг, осим уколико не признаје приход по основу подлизинга као приход и делује као агент (процењено у складу са упутством о „принципалу-агенту“ у недавно објављеном стандарду о приходу од уговора са клијентима). Сви чланови IASB и сви чланови FASB су се сложили.

### **Презентација биланса стања корисника лизинга (Документација о плану рада 3В/FASB Мето 287)**

FASB је оквирно одлучио да корисник лизинга треба било да презентује одвојене ставке у билансу стања или да их обелодани у напоменама као права на употребу средстава Типа А (што заправо представља куповину основног средства) и права на употребу средстава Типа В. Ако корисник лизинга не презентује права на употребу средства Типа А или Типа В као одвојене ставке у билансу стања, корисник лизинга треба да обелодани у напоменама које ставке у билансу стања обухватају права на употребу средстава Типа А и права на употребу средстава Типа В. Кориснику лизинга је забрањено да презентује права на употребу средстава Типа А у оквиру исте став-

ке, као и права на употребу средстава Типа В. Сви чланови FASB су се сложили са лизингом Типа А, а пет чланова FASB-а се сложило са лизингом Типа В.

IASB је оквирно одлучио да корисник лизинга треба да презентује право на употребу средстава као одвојену ставку у билансу стања или да га обелодани у напоменама. Ако корисник лизинга не презентује право на употребу средстава као одвојену ставку у билансу стања, корисник лизинга треба да презентује право на употребу средстава у оквиру исте ставке, у којој би одговарајућа основна средства била презентована као да су била у власништву, и да обелодани у напоменама која ставка у билансу стања обухвата права на употребу средстава. Сви чланови IASB су се сложили.

FASB је оквирно одлучио да корисник лизинга треба да презентује обавезе по основу лизинга Типа А и обавезе по основу лизинга Типа В као одвојене ставке у билансу успеха или да их обелодани у напоменама. Ако корисник лизинга не презентује обавезе по основу лизинга Типа А и обавезе по основу лизинга Типа В као одвојене ставке у билансу успеха, корисник лизинга треба да обелодани у напоменама које ставке у билансу стања обухватају обавезе по основу лизинга Типа А и обавезе по основу лизинга Типа В. Кориснику лизинга забрањено је да презентује обавезе по основу лизинга Типа А у оквиру исте ставке као и обавезе по основу лизинга Типа В. Шест чланова FASB се сложило са лизингом Типа А, а сви чланови FASB су се сложили са лизингом Типа В.

IASB је оквирно одлучио да корисник лизинга треба да презентује обавезе по основу лизинга као одвојену ставку у билансу стања или да их обелодани у напоменама. Ако корисник лизинга не презентује обавезе по основу лизинга као одвојену ставку у билансу стања, корисник лизинга треба да обелодани у напоменама која ставка у билансу стања обухвата обавезе по основу лизинга. Четрнаест чланова IASB се сложило.

*Презентација токова готовине  
(Документација о плану рада  
ЗС/FASB Мето 288)*

Одбори су оквирно одлучили да задрже упутство у Нацрту за излагање из 2013, у којем се захтева да давалац лизинга класификује готовинска примања од лизинга у оквиру пословних активности. Сви чланови IASB и сви чланови FASB су се сложили.

FASB је оквирно одлучио да задржи упутство у Нацрту за излагање из 2013. године, којим се од корисника лизинга захтева да класификује:

- a. готовинске исплате за део обавезе принципа по основу лизинга која проистиче из лизинга Типа А у оквиру активности финансирања;
- b. готовинске исплате за каматни део обавезе по основу лизинга који проистиче из лизинга Типа А у оквиру пословних активности;
- c. готовинске исплате која проистиче из лизинга Типа В у оквиру пословних активности.

Сви чланови FASB су се сложили.

IASB је оквирно одлучио да задржи упутство у Нацрту за излагање из 2013. за лизинг Типа А којима се од корисника лизинга захтева да класификују:

- a. готовинске исплате за део обавезе принципа по основу лизинга у оквиру активности финансирања;
- b. готовинске исплате за каматни део обавезе по основу лизинга, у складу са захтевима из IAS 7 - *Извештај о токовима готовине* везаним за плаћену камату.

Једанаест чланова IASB се сложило.

IASB је такође оквирно одлучио да захтева од корисника лизинга да обелодане појединачну цифру за готовинске одливе лизинга на било ком другом месту у финансијским извештајима. Сви чланови IASB су се сложили.

### **Следећи кораци**

Одбори ће наставити заједничко разматрање Нацрта за излагање из 2013. на неком од наредних састанака Одбора.

**Годишња побољшања међународних стандарда финансијског извештавања циклус 2012–2014.  
(Документација о плану рада 13)**

IASB је разматрао кратак преглед повратних информација о Нацрту за излагање *Годишња побољшања IFRS циклус 2012-2014*. IASB, који је објављен у децембру 2013. године. На основу коментара које је IASB добио од испитаника и препорука Комитета за тумачење IFRS, IASB је оквирно одлучио да финализује сва наведена предложена побољшања:

- a. Документација о плану рада 13А: IFRS 5 - *Стална имовина која се држи за продају и престанак пословања* - промене начина отуђења.

Сви чланови IASB су се сложили са овом изменом.

- b. Документација о плану рада 13B: IFRS 7 - *Финансијски инструменти: обелодањивања*—услужни уговори.

Петнаест чланова IASB се сложило са овом изменом.

- c. Документација о плану рада 13C: IFRS 7 - *Финансијски инструменти: Обелодањивања*—применљивост измена стандарда IFRS 7 на сажете периодичне финансијске извештаје.

Сви чланови IASB су се сложили са овом изменом.

- d. Документација о плану рада 13D: IAS 19 - *Примања запослених* - дисконтна стопа: питање регионалног тржишта.

Сви чланови IASB су се сложили са овом изменом.

- e. Документација о плану рада 13E: IAS 34 - *Периодично финансијско извештавање* -обелодањивање информација „на неком другом месту у периодичном финансијском извештају“.

Сви чланови IASB су се сложили са овом изменом.

IASB је такође оквирно одлучио да датум ступања на снагу измена треба да буде 1. јануар 2016. године.

### **Следећи кораци**

IASB ће на неком будућем састанку размотрити да ли је усклађен са захтевима свог процеса рада. IASB очекује да ће финализовати *Годишња побољшања IFRS циклуса 2012–2014. у трећем кварталу 2014. године*.

### ***Продаја или улагање средстава између инвеститора и његовог придруженог ентитета или заједничког подухвата (Документација о плану рада 12B)***

#### *Разматрања процеса рада*

Члановима IASB је 18. јуна постављено питање да ли намеравају да изразе неслагање са објављивањем измена уског обима стандарда IFRS 10 - *Консолидовани финансијски извештаји* и IAS 28 - *Инвестиције у придружене ентитете и заједничке подухвате* (2011): *Продаја или улагање средстава између инвеститора и његовог придруженог ентитета или заједничког подухвата*.

Четири члана IASB указала су на то да намеравају да изразе неслагање са објављивањем измена стандарда IFRS 10 и IAS 28.

### **Следећи кораци**

Особље ће започети процес гласања за објављивање: *Продаја или улагање средстава између инвеститора и његовог придруженог ентитета или заједничког подухвата* (Измене стандарда IFRS 10 и IAS 28). IASB планира да објави коначне измене у трећем кварталу 2014. године.

### ***Разјашњавање класификације и одмеравања трансакција плаћања акцијама (Предложене измене стандарда IFRS 2) (Документација о плану рада 12C)***

#### *Разматрања процеса рада*

IASB је одржао састанак 18. јуна, ради прегледа корака у процесу рада који су до тада предузети и доношења одлуке о томе да ли особље треба да почне процес гласања у вези са изменама уског обима стандарда IFRS 2 - *Плаћање акцијама: разјашњавање и одмеравање трансакција плаћања акцијама* (предложене измене IFRS 2).

Предложена измена стандарда IFRS 2 представља заједно три измене стандарда IFRS 2, као што следи:

- одмеравање трансакција плаћања акцијама које се измирују у готовини које обухватају услов извршења;
- модификовање плаћања акцијама из трансакције која се измирује у готовини у трансакцију која се измирује у капиталу; и
- плаћања акцијама која се измирују, умањена за обустављене порезе.

Сви чланови IASB потврдили су да су задовољни што је IASB извршио све неопходне кораке у процесу рада на пројекту до тог датума и стога су дали инструкције особљу да започну процес гласања о изменама. Ниједан члан IASB није указао на намеру да изрази неслагање са објављивањем предложених измена стандарда IFRS 2.

Поред тога, IASB је оквирно одлучио да период за достављање коментара на Нацрт за излагање треба да буде најмање 120 дана. Сви чланови IASB су се сложили са овом одлуком.

### Следећи кораци

Особље ће почети процес гласања о предложеним изменама. IASB планира да објави Нацрт за излагање о предложеним изменама стандарда IFRS 2 у трећем кварталу 2014. године.

#### **Признавање одложених пореских средстава за нереализоване губитке (Предложене измене стандарда IAS 12) (Документација о плану рада 12D)**

IASB је 18. јуна 2014. године наставио дискусију о предложеним изменама IAS 2 - *Порези на добитак* ради разјашњавања рачуноводственог обухватања одложених пореских средстава за нереализоване губитке по основу дужничких инструмената одмерених по фер вредности.

#### *Измена обавезног упутства, прелазне одредбе и друга питања израде нацрта*

IASB је оквирно одлучио да предложене измене стандарда IAS 12 треба да:

- објасне на примеру (упутство за примену) како би се примењивало упутство у параграфима 20 и 26(д) IAS-а 12 када постоји нереализовани губитак по основу дужничког инструмента са фиксном стопом који исплаћује камату сваке године, а принципал се исплаћује по доспећу када ималац такође одузима пореску основу средства;
- додају параграф који разјашњава да ентитет процењује коришћење одбитних привремених разлика у комбинацији са другим одбитним привременим разликама. Међутим, ако порески закон ограничи коришћење одбитних привремених разлика тако да се оне могу одбити само у односу на опорезиве добитке посебне врсте, ентитет и даље процењује коришћење таквих одбитних привремених разлика у комбинацији са другим одбитним привременим разликама, али само одговарајуће врсте;
- разјасне да ентитет мора да претпостави да ће повратити средство у износу који је већи од његове књиговодствене вредности ако је повраћај средства у износу који је већи од његове књиговодствене вредности могућ. IASB је напоменуо да измена треба да приказује да постоји велики број случајева у којима није могуће да ентитет поврати средство у износу већем од његове књиговодствене вредности. Поред тога, IASB је оквирно одлучио да Основа за закључивање за IAS 12 треба даље да објасни да није увек могуће да ентитет поврати сре-

дство у износу већем од књиговодствене вредности;

- разјасне да процена ентитета извесних будућих опорезивих добитака у односу на које се процењују одбитне привремене разлике за коришћење искључује одбитке пореза који представљају те одбитне привремене разлике;
- илуструју примену стандарда IAS 12 на дужничке инструменте који су:
  - класификовани као финансијска средства расположива за продају (IAS 39 - *Финансијски инструменти: признавање и одмеравање*); и
  - класификовани као финансијска средства која се одмеравају по фер вредности кроз остали укупан резултат (IFRS 9 - *Финансијски инструменти*, као што треба да буде измењено ограниченим изменама захтева у вези са класификацијом и одмеравањем финансијских средстава).

Поред тога, IASB је оквирно одлучио да:

- за ентитете који већ примењују IFRS, да је ретроспективна примена предложених измена ограничена тако да преноси између нераспоређених добитака и других компонената капитала у почетном извештају финансијске позиције не треба да се захтевају како би се преправили кумулативни износи претходно признати у билансу успеха, осталом укупном резултату или директно у капиталу. Пуна ретроспективна примена треба да буде дозвољена;
- неће предлагати изузетак од, нити изузимање из, ретроспективне примене IFRS за предложене измене стандарда IAS 12 за ентитете који први пут усвајају IFRS.

Сви чланови IASB су се сложили са овим одлукама.

#### *Разматрања процеса рада*

IASB је прегледао кораке у процесу рада који су до тада предузети у развоју Нацрта за излагање *Признавање одложених пореских средстава за нереализоване губитке* (Предложене измене Стандарда IAS 12).

Сви чланови IASB потврдили су да су задовољни што је IASB испунио све неопходне кораке у процесу рада на пројекту до тог датума и стога су дали инструкције особљу да започне процес гласања о изменама. Ниједан члан IASB није указао на намеру да изрази неслагање са објављивањем предложених измена Стандарда IAS 12.

Поред тога, IASB је оквирно одлучио да период за достављање коментара о Нацрту за излага-

ње треба да буде најмање 120 дана. Сви чланови IASB сложили су се са овом одлуком.

### **Следећи кораци**

Особље ће започети процес гласања о предложеним изменама. IASB планира да објави Нацрт за излагање о предложеним изменама стандарда IAS 12 након објављивања коначних захтева у вези са умањењем вредности и ограничених измена захтева у вези са класификацијом и одмеравањима која ће чинити саставни део IFRS 9.

### **Пословне комбинације под истраживачким пројектом заједничке контроле (Документација о плану рада 14)**

IASB је дискутовао о делокругу истраживачког пројекта о пословним комбинацијама под заједничком контролом и оквирно је одлучио да пројекат треба да размотри:

- a. пословне комбинације под заједничком контролом које су тренутно искључене из делокруга IFRS 3 *Пословне комбинације*;
- b. реструктурирања групе; и
- c. потребу за разјашњавањем описа пословних комбинација под заједничком контролом, укључујући значење заједничке контроле.

IASB је такође оквирно одлучио да приоритет да разматрању трансакција које укључују треће стране, на пример, оне које су предузете у припреми за почетну јавну понуду. Ово је област од нарочитог значаја за регулаторна тела која се баве хартијама од вредности.

Сви чланови IASB су се сложили.

### **Следећи кораци**

IASB ће дискутовати о рачуноводственом обухватању трансакција у оквиру делокруга овог истраживачког пројекта у трећем кварталу 2014. године. Уз напредовање пројекта, IASB ће такође додатно размотрити детаљна питања која се односе на делокруг пројекта.

### **Концептуални оквир (Документација о плану рада 10)**

IASB је 19. јуна наставио разматрања *Концептуалног оквира*. IASB је дискутовао о следећем:

- билансу успеха и осталом укупном резултату;

- економским ресурсима и економским користима;
- извршним уговорима;
- обрачунској јединици;
- комуникационим аспектима презентације и обелодањивања;
- материјалности; и
- разлици између обавеза и капитала.

### *Биланс стања и остали укупни резултат (OCI - Документација о плану рада 10B)*

IASB је оквирно одлучио да *Концептуални оквир* треба да:

- a. захтева биланс успеха као збир или међузбир. Сви чланови IASB су се сложило са овом одлуком;
- b. опише биланс успеха као основни извор информација о перформансама ентитета за дати период, али и да нагласи да то није једини извор оваквих информација. На пример, ставке садржане у осталом укупном резултату такође обезбеђују информације о перформансама ентитета.

Четрнаест чланова IASB сложило се са овом одлуком;

- c. опише двојне циљеве биланса успеха који приказује повраћај који је ентитет остварио на основу својих економских ресурса у току датог периода и обезбеђивање информација корисних за процену изгледа будућих токова готовине. Четрнаест чланова IASB сложило се са овом одлуком;
- d. обухвата претпоставку која се може оповргнути да све ставке прихода и расхода треба да буду укључене у биланс успеха, осим уколико IASB не закључи у одређеном стандарду да би укључивање ставке прихода или расхода – или неке компоненте такве ставке – повећало релевантност биланса успеха као основног извора информација о перформансама ентитета у датом периоду. Једанаест чланова IASB се сложило са овом одлуком;
- e. наведе један пример када претпоставка која се може оповргнути о којој је дискутовано под д, може да се оповргне онда када IASB закључи да је једна основа одмеравања адекватна за одређено средство или обавезу у извештају о финансијској позицији, а друга основа одмеравања је адекватна за биланс успеха. У оваквим случајевима, проистекла разлика била би објављена у укупном осталом резултату. Тринаест чланова IASB сложило се са овом одлуком;
- f. укључи претпоставку која се може оповргнути да све ставке прихода и расхода које су сад-

ржане у укупном осталом резултату треба да буду рециклиране у билансу успеха. Десет чланова IASB сложило се са овом одлуком.

IASB је усмерио своје особље да разјасни одређене аспекте предложеног приступа:

- a. зашто је биланс успеха основни извор информација о перформансама ентитета за одређени период; и
- б. да ли је могуће наћи принципе којима се идентификују неке ставке прихода и расхода које могу да буду укључене само у биланс успеха, а не у остали укупан резултат, без обезбеђивања детаљне листе ових ставки.

*Економски ресурси и економске користи  
(Документација о плану рада 10C)*

IASB је оквирно одлучио да *Концептуални оквир* треба да укључује:

- a. упутство о економским ресурсима, на основу параграфа 3.5 Документа за дискусију, али без сувишних детаља; и
- б. упутство о економским користима, генерално усклађено са упутством у параграфу 3.6 Документа за дискусију, и параграфом 35 IFRS 15 - *Приходи од уговора са клијентима*.

Сви чланови IASB сложили су се са овим одлукама.

IASB је такође оквирно одлучио да је сврха депресијације и амортизације приказ трошења економских ресурса у облику средства. Тринаест чланова IASB сложило се са овом одлуком.

*Дефиниције средстава и обавезе - извршни уговори (Документација о плану рада 10D)*

IASB је оквирно одлучио да *Концептуални оквир* треба да обухвата концепте објашњавања природе средстава и обавеза у извршним уговорима. Оквир треба да наводи да:

- a. извршни уговор садржи право и обавезу размењивања економских ресурса (односно плаћања или добијања разлике у вредности ма између два економска ресурса, уколико ће уговор бити измирен на нето основи). Комбиновано право и обавеза чинили би једно средство или обавезу; и
- б. ако ентитет склопи форвард уговор за куповину ресурса на неки будући датум, средство ентитета представља обично право на куповину основног ресурса, а не самог основног ресурса. Међутим, у неким околностима, услови форвард уговора за куповину ресурса могу дати купцу контролу над тим ресурсом. У таквим околностима, уго-

вор није извршан: продавац је суштински извршио своје обавезе.

Тринаест чланова IASB сложило се са овим одлукама.

IASB је оквирно одлучио да *Концептуални оквир* не треба да се бави питањем одмеравања средстава и обавеза према извршном уговору. Уместо тога, IASB треба да примени опште концепте одмеравања у *Концептуалном оквиру* приликом навођења захтева за одређене врсте извршних уговора у оквиру применљивог стандарда. Сви чланови IASB сложили су се са овом одлуком.

IASB је напоменуо да велики број постојећих стандарда имплицитно примењује исте основе одмеравања за средства или обавезе по извршном уговору које су одредили и за средства или обавезе које настају када једна страна накнадно извршава своје обавезе. Резултат тога је да се велики број средстава и обавеза по извршном уговору одмерава по нултој вредности (и стога се не признају) осим уколико је уговор онерозан (штетан).

*Обрачунска јединица  
(Документација о плану рада 10E)*

IASB је оквирно одлучио да:

- a. је одређивање обрачунске јединице одлука на нивоу стандарда;
- б. *Концептуални оквир* треба да описује могуће обрачунске јединице; и
- с. *Концептуални оквир* треба да обухвата листу фактора које треба размотрити приликом одређивања обрачунске јединице, али не треба да рангира приоритете фактора.

Сви чланови IASB су се сложили са овим одлукама.

*Презентација и обелодањивање -  
аспекти комуникације  
(Документација о плану рада 10F)*

IASB је оквирно одлучио:

- a. да потврди предлог из Документа за дискусију да сваки стандард треба да има јасан циљ у погледу захтева везаних за обелодањивање и презентацију;
- б. да потврди предлог из Документа за дискусију да IASB треба да изради захтеве за обелодањивање и презентацију који подстичу ефективну размену корисних финансијских информација;
- с. да укључи у *Концептуални оквир* принципе комуникације предложене у Документу за

дискусију који су пре свега усмерени ка IASB и дискутују о начину на који су повезани са квалитативним карактеристикама корисних финансијских информација. IASB је посебно оквирно одлучио да захтеви у вези са обелодањивањем треба да:

- i. подстичу обелодањивање корисних информација које су специфичне за ентитет;
  - ii. имају за резултат обелодањивања која су јасна, уравнотежена и разумљива;
  - iii. избегавају дуплирање истих информација у различитим деловима финансијских извештаја; и
  - iv. оптимизују упоредивост без нарушавања корисности обелодањених информација; и
- d. не укључе у *Концептуални оквир* дискусију о финансијским извештајима у електронском формату.

Сви чланови IASB сложили су се са овим одлукама.

*Презентација и обелодањивање -  
материјалност  
(Документација о плану рада 10G)*

IASB је оквирно одлучио да не мења концепт материјалности у параграфу QC11 постојећег *Концептуалног оквира*, осим разјашњавања да се израз „корисници“ у том параграфу односи на примарне кориснике поменуте у Поглављу 1 *Концептуалног оквира*.

Петнаест чланова IASB сложило се са овом одлуком.

*Разлика између обавеза и капитала -  
Едукативна сесија  
(Документација о плану рада 10H)*

IASB је одржао едукативну сесију о разлици између обавеза и капитала. Није донета ниједна одлука.

**Следећи кораци**

На састанку у јулу IASB планира да размотри:

- одмеравање;
- разлику између обавеза и капитала;
- додатно упутство о дефиницији обавезе;
- контролу;
- престанак признавања;
- да ли треба да дефинише елементе за извештај о токовима готовине и извештај о променама у капиталу;
- модел пословања;
- презентацију и обелодањивање; и
- прелазне одредбе.

*Истраживање дисконтних стопа -  
преглед постојећих захтева  
(Документација о плану рада 15)*

IASB је размотрио план особља за истраживачки пројекат о прегледу постојећих захтева у вези са дисконтним стопама.

Није донета ниједна одлука.

**Следећи кораци**

Особље ће радити на истраживању у складу са предложеним планом.

**План рада—пројектовани циљеви на дан 24. јун 2014.\***

Главни IFRS				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>IFRS 9 - Финансијски инструменти (замена IAS 39)</b>				
<b>Класификација и одмеравање (Ограничене измене)</b>		Циљни IFRS		
<b>Умањење вредности</b>		Циљни IFRS		
<b>Рачуноводствено обухватање управљања динамичним ризиком: Приступ ревалоризације портфолија макро хеџингу</b> [рок за слање коментара је 17. октобар 2014.]	Јавне консултације			

\*) Извор: <http://media.ifrs.org/2014/IASB/june/IASB-Update-June-2014.html>

	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
Уговори о осигурању	Поновна разматрања			
Лизинг	Поновна разматрања			
<b>IFRS за СМЕ: Свеобухватни преглед 2012–2014. видети страну посвећену пројектима</b>				
<b>Имплементација</b>				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
Измене ограниченог обима	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>Годишња побољшања 2012–2014</b>		Циљни IFRS		
<b>Вишегодишње пољопривредне културе</b> (Предлог измена стандарда IAS 41)	Циљни IFRS			
<b>Разјашњавање Класификације и одмеравања трансакција плаћања акцијама</b> (Предложена измена стандарда IFRS 2)			Циљни ED	
<b>Класификација обавеза</b> (Предложене измене стандарда IAS 1)			Циљни ED	
<b>Иницијатива за обелодањивање</b>				
<b>Измене IAS 1 (Иницијатива за обелодањивање)</b> [рок за слање коментара је 23. јул 2014.] <a href="http://www.IFRS.org/Current-Projects/IASB-Projects/Leases/Pages/Leases.aspx">http://www.IFRS.org/Current-Projects/IASB-Projects/Leases/Pages/Leases.aspx</a>		Поновна разматрања		
<b>Усаглашавање обавеза из финансијских активности</b>			Циљни ED	
<b>Елиминација добитака или губитака који настају из трансакција између ентитета и његовог придруженог ентитета или заједничког подухвата</b> (Предложене измене Стандарда IAS 28)			Циљни ED	
<b>Метод удела у појединачним финансијским извештајима</b> (Предложене измене стандарда IAS 27)		Циљни IFRS		
<b>Одмеравање фер вредности: Обрачунска јединица</b>		Циљни ED		
<b>Инвестициони ентитети: Примена изузећа од консолидовања</b> (Предложене измене Стандарда IFRS 10 и IAS 28) [рок за слање коментара је 15. септембар 2014.]			Поновна разматрања	
<b>Признавање одложених пореских средстава за не-реализоване губитке</b> (Предлог измена стандарда IAS 12)		Циљни ED		
<b>Продаја или улагање средстава између инвеститора и придруженог ентитета или заједничког подухвата</b> (Предлог измена стандарда IFRS 10 и IAS 28)		Циљни IFRS		
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
Прегледи после имплементације	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>IFRS 3 Пословне комбинације</b>		Разматрања		
<b>Концептуални оквир</b>				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
	2014. Квартал 2	2014. Квартал 3	2014. Квартал 4	2015. Квартал 1
<b>Концептуални оквир</b>			Циљни ED	

<b>Истраживачки пројекти</b>				
Следећа прекретница у реализацији пројекта				
	<b>2014. Квартал 2</b>	<b>2014. Квартал 3</b>	<b>2014. Квартал 4</b>	<b>2015. Квартал 1</b>
<b>Краткорочни и средњорочни пројекти:</b>				
Пословне комбинације под заједничком контролом	Дискусије Одбора			
Иницијатива за обелодањивање				
Општи преглед обелодањивања	Треба да буде одређен			
Материјалност (материјални значај)		Дискусија Одбора		
Принципи обелодањивања	Дискусија Одбора			
Општи преглед обелодањивања	Треба да буде одређен			
Дисконтне стопе	Дискусија Одбора			
Схеме за трговину емисијама гасова	Треба да буде одређен			
Рачуноводствени метод удела	Дискусија Одбора			
Финансијски инструменти са карактеристикама капитала	У припреми разрада пројекта <i>Концептуалног оквира</i>			
Превођење/инфлација стране валуте			Дискусија Одбора	
Обавезе – измена Стандарда IAS 37	У припреми разрада пројекта <i>Концептуалног оквира</i>			
Активности везане за прописивање цена		Циљни DP		
<b>Дугорочнији пројекти:</b>				
Екстрактивне активности/нематеријална средства/активности истраживања и развоја				
Порез на добитак				
Примања по престанку запослења (укључујући пензије)				
Плаћања акцијама				
IASB развија своје истраживачке капацитете – за детаљније информације посетите Tomasso Padoa-Schloppa Memorial Lecture и IASB Research Forum Page				
<b>Комплетирани IFRS</b>				
<b>Главни пројекти</b>	<b>Датум објављивања</b>	<b>Ступа на снагу</b>	<b>Година очекиваног почетка примене*</b>	
<b>IFRS 9 Финансијски инструменти</b>	новембар 2013.	Није одређено (доступно за примену)	Није одлучено	
<b>IFRS 14 Регулаторни одложени рачуни</b>	јануар 2014.	1. јануар 2014.	Није одлучено	
<b>IFRS 15 Приходи од уговора са клијентима</b>	мај 2014.	1. јануар 2017.	Није одлучено	
*Преглед после имплементације обично почиње након што су нови захтеви две године примењивани на међународном нивоу, што је обично око 30–36 месеци после датума ступања на снагу.				
<b>Измене ограниченог обима</b>	<b>Датум објављивања</b>	<b>Ступа на снагу</b>		
<b>Рачуноводствено обухватање учешћа у заједничком пословању (Измене стандарда IFRS 11)</b>	мај 2014.	1. јануар 2016.		
<b>Разјашњење прихватљивих метода депресијације и амортизације (Измене Стандарда IAS 16 и IAS 38)</b>	мај 2014.	1. јануар 2016.		

<p><b>Годишња побољшања 2010–2012.</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• IFRS 2 <i>Плаћања акцијама</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Дефиниција услова стицања</b></li> </ul> </li> <li>• IFRS 3 <i>Пословне комбинације</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Рачуноводствено обухватање потенцијалне накнаде у пословној комбинацији</b></li> </ul> </li> <li>• IFRS 8 <i>Сегменти пословања</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Обједињавање сегмената пословања</b></li> <li>▪ <b>Усаглашавање салда имовине извештајних сегмената пословања са салдом имовине ентитета</b></li> </ul> </li> <li>• IFRS 13 <i>Одмеравање фер вредности</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Краткорочна потраживања и обавезе</b></li> </ul> </li> <li>• IAS 16 <i>Некретнине, постројења и опрема</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Метод ревалоризације—пропорционално преправљање акумулиране амортизације</b></li> </ul> </li> <li>• IAS 24 <i>Обелодањивања повезаних страна</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Услуге кључног руководства ентитета</b></li> </ul> </li> <li>• IAS 38 <i>Нематеријална имовина</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Метод ревалоризације—пропорционално преправљање акумулиране амортизације</b></li> </ul> </li> </ul>	децембар 2013	1 јул 2014	
<p><b>Годишња побољшања 2011–2013</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• IFRS 1 <i>Прва примена Међународних стандарда финансијског извештавања</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Значење 'ефективних IFRS'</b></li> </ul> </li> <li>• IFRS 3 <i>Пословне комбинације</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Изузеци делокруга за заједничке подухвате</b></li> </ul> </li> <li>• IFRS 13 <i>Одмеравање фер вредности</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Делокруг параграфа 52 (изузетак у вези портфолија)</b></li> </ul> </li> <li>• IAS 40 <i>Инвестиционе некретнине</i> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ <b>Разјашњење међусобне везе између стандарда IFRS 3 и IAS 40 приликом класификације некретнине као инвестиционе некретнине или некретнине у којој борави власник</b></li> </ul> </li> </ul>	децембар 2013.	1. јул 2014.	
<p><b>Планови дефинисаних примања: Примања запослених</b> (Измене стандарда IAS 19)</p>	Новембар 2013.	1. јул 2014.	
<p><b>Пребијање финансијских средстава и финансијских обавеза</b> (Измене стандарда IAS 32)</p>	Децембар 2011.	1. јануар 2014.	
<p><b>Инвестициони ентитети</b> (Измене стандарда IFRS 10, IFRS 12 и IAS 27)</p>	Октобар 2012.	1. јануар 2014.	
<p><b>Замена старих деривата новим и наставак рачуноводства хеџинга</b> (Измене IAS 39)</p>	Јун 2013.	1. јануар 2014.	

<b>Обелодањивање надокнадивог износа за нефинансијска средства</b> (Измене IAS 36)	Мај 2013.	1. јануар 2014.	
<b>IFRS 9 Финансијски инструменти—Датум обавезног ступања на снагу стандарда IFRS 9 и прелазна обелодањивања</b>	Децембар 2011.	Није одређено (доступно за примену)	
<b>Тумачења</b>	<b>Датум објављивања</b>	<b>Ступа на снагу</b>	
<b>IFRIC 21 Дажбине</b>	Мај 2013.	1. јануар 2014.	
<b>Консултације о плану рада</b>			
Следећа прекретница у реализацији пројекта			
	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>Јавне консултације на трогодишњем нивоу</b> [Извештај о повратним информацијама објављен 18. децембра 2012] [Следеће консултације заказане за 2015]		<i>Иницирање других јавних консултација на трогодишњем нивоу</i>	

## Међународни стандард финансијског извештавања (IFRS) за мале и средње ентитете (SME)

Савез рачуновођа и ревизора Србије је сходно правима и обавезама по основу чланства у Међународној федерацији рачуновођа (IFAC) и по овлашћењу Фондације одбора за Међународне рачуноводствене стандарде у сарадњи са Савезом рачуновођа и ревизора Републике Српске и Институтом сертифицираних рачуновођа Црне Горе извршио превод и објавио Међународни стандард финансијског извештавања за мале и средње ентитете (IFRS за SME).



Превод Међународног стандарда финансијског извештавања за мале и средње ентитете (IFRS за SME) одобрен је од стране Комитета за преглед који је именовала Фондација одбора за Међународне рачуноводствене стандарде (IASCF) и званично применљив за територију Србије, Црне Горе и Босне и Херцеговине.

Званични превод обухвата: Међународни стандард финансијског извештавања за мале и средње ентитете (IFRS за SME), Илустративне финансијске извештаје, Контролну листу презентације и обелодањивања и Основе за закључивање.

Више информација на [www.srrs.rs](http://www.srrs.rs) или [www.praksa.rs](http://www.praksa.rs)

др Бојан  
САВИЋ\*

## Рачуноводствени конзервативизам: препрека или подстицај висококвалитетном финансијском извештавању\*\*

### Резиме

Конзервативизам, једно од најстаријих и најутицајнијих рачуноводствених начела, одувек је праћен бројним контроверзама. Ревидирање концептуалног оквира за финансијско извештавање 2010. године, као саставни део напора предузетих од стране Међународног одбора за стандарде финансијског извештавања (IASB) и Одбора за стандарде финансијског рачуноводства (FASB) у правцу побољшања квалитета финансијског извештавања на глобалном нивоу, довело је, између осталог, до афирмисања неутралности као претпоставке квалитета веродостојног приказивања финансијских информација и последично, „силаска са сцене“ принципа опрезности. Изостављање обазривости (примене одређеног степена опрезности приликом припремања финансијских извештаја) из Концептуалног оквира за финансијско извештавање у научној и стручној јавности није остало без одјека. Почев од 2010. године, све до данас, инициране субројне дебате о улози и значају опрезног приступа извештавању, како за ефикасно функционисање тржишта капитала, тако и целокупни финансијски и привредни систем. Тиме су фактички освежене вишедеценијске дискусије о улози опрезности у финансијском извештавању.

О тежини донетих одлука ауторитета из области финансијског извештавања поводом аболитије рачуноводствене опрезности из Концептуалног оквира сведоче и експлицитни захтеви рачуноводствених тела појединих земаља чланица Европске уније о поновном сврставању опрезности у квалитативне одлике рачуноводствених информација, као и најјава Европске комисије о могућем условљавању финансирања појединих пројеката IASB управо реафирмацијом начела опрезности. Сагласно претходно наведеном, циљ овог написа је да истражи улогу и значај примене разборите рачуноводствене опрезности у генерисању висококвалитетних рачуноводствених информација, као и да укаже на могуће импликације одустајања од начела опрезности од стране рачуноводствене професије.

**Кључне речи:** принцип опрезности, латентне резерве, фер вредност, неутралност, МСФИ, тржиште капитала.

\*) Асистент, Пољопривредни факултет Универзитета у Београду

\*\*) Овај напис је објављен у Зборнику 45. симпозијума "Рачуноводство и менаџмент приватног и јавног сектора"

### Увод

Конзервативизам је по својој природи веома проблематичан концепт у рачуноводству. Идеја о систематском потцењивању имовине и прецењивању обавеза, одложеном признавању прихода и ранијем признавању расхода указује да је принцип опрезности један од најдоминантнијих принципа конвенционалног рачуноводства. Потреба за опрезношћу тесно је повезана са позуданим извештавањем о насталим догађајима, што јасно указује на оријентисаност овог концепта на прошлост. Међутим, савремено финансијско извештавање, које је примарно оријентисано на будућност има за циљ да инвеститорима и осталим даваоцима капитала пружи подршку приликом доношења одлука, услед чега се инсистира на неутралности рачуноводствених информација. Додатно, финансијски извештаји припремљени у складу са МСФИ треба да буду релевантни и веродостојно приказани, упоредиви, али без конзервативне пристрасности. Концептуални оквир за финансијско извештавање који је ревидиран 2010. године не садржи опрезност нити други блиско повезани концепт (обазривост) на којима се инсистирало пре ревизије Оквира. Објашњења која поводом наведеног поступка стижу из Међународног одбора за рачуноводствене стандарде (IASB) указују на то да је главни разлог изостављања опрезности управо њена некомпатибилност са захтевом да финансијски извештаји треба да прикажу по доносиоце одлука неутралне информације.

Изостављање опрезности из Оквира имало је одјеке у научној и стручној јавности. С тим у вези, присутна су дивергентна мишљења, од тога да све док финансијске информације поседују примарне и подржавајуће квалитативне одлике, о опрезности не треба уопште бринути, преко мишљења да је кључно да Оквир и МСФИ омогуће одговарајућу улогу концепта опрезности у процесу финансијског извештавања, те да је отуда мање битно да ли ће се опрезност експлицитно идентификовати као посебна квалитативна карактеристика. Вредно помена јесте и мишљење да опрезност свакако треба да има примат над осталим квалитативним карактеристикама и да као таква треба да буде експлицитно означена и објашњена у Оквиру.

Учесници актуелне дискусије о значају опрезности нису само теоретичари и практичари из домена финансијског извештавања, већ је наведено питање попримило и институционалне размере. Наиме, у дебату о значају опрезности укључена су не само међународна и национална тела са подручја финансијског извештавања, по-

пут Асоцијације сертификованих овлашћених рачуновођа (Association of Chartered Certified Accountants - ACCA), Одбора за финансијско извештавање Уједињеног Краљевства (The UK Financial Reporting Council - FRC), Института овлашћених рачуновођа Енглеске и Велса (Institute of Chartered Accountants in England and Wales - ICAEW) и други, већ и сама Европска комисија. Користећи чињеницу да обезбеђује готово трећину средстава за финансирање пројеката IASB, Европска комисија истакла је могућност условљавања континуитета финансирања поновним сврставањем концепта опрезности у Концептуални оквир. Свој став Комисија брани страхом да би изостављање опрезности могло да покрене настанак нове економске и финансијске кризе.

Полазећи од историјске улоге рачуноводственог конзервативизма и актуелности дебате у вези са значајем опрезности у обезбеђењу релевантних финансијско-рачуноводствених информација у раду најпре указујемо на основну идеју начела опрезности, врсту и детерминанте опрезности, политику латентних резерви као манифестацију овог начела, а затим сагледавамо улогу опрезности у условима примене концепта фер вредности. У раду је такође истражено да ли је могуће помирити опрезност и неутралност информација, као и њихове импликације на ефикасност тржишта капитала.

### **1. Генеа рачуноводственог конзервативизма и његове рефлексije у МСФИ**

Један од најстаријих и најконтроверзнијих рачуноводствених принципа је конзервативизам. Његову суштину одражава систематско усвајање обазривог погледа на економске трансакције. Иако механизам опрезности може изгледати једноставан за примену у пракси, састављачи и корисници финансијских извештаја суочавају се неретко са бројним изазовима. Наиме, корисници не могу увек да разумеју зашто предузеће усваја, и у којим околностима је опрезнији приступ припремању и приказивању информација оправдан. Контроверзност рачуноводственог конзервативизма лежи у дилеми да ли опрезан приступ у извештавању доприноси унапређењу позиције предузећа и власника, или пак резултира подривањем квалитета информација, истовремено дерогирајући основне циљеве финансијског извештавања.

Конзервативизам представља приступ који рачуновође користе како би избегле вештачко хипер-

трофирање нето имовине и нето добитка када су ови износи неизвесни. На тај начин конзервативизам утиче на дефинисање рачуноводствених политика којима се утврђује да ли ефекте одређених трансакција и догађаја признати и по којим износима их у финансијским извештајима исказати. Наиме, у условима неизвесности, када су могуће алтернативне вредности за имовину и обавезе, рачуновође ће бирати износе за билансирање за које је најмање вероватно да ће узроковати прецењивање имовине и нето добитка. То се постиже уважавањем начела ниже вредности за позиције имовине и начела више вредности приликом одмеравања позиција обавеза. Додатно, опрезан приступ подразумева да рачуновође примене и начело импаритета, односно да користе ригорозније критеријуме за признавање прихода (признаје се тек када је на тржишту потврђен), док се губитак антиципира, тј. признаје на прве назнаке његовог настанка. Циљ наведене асиметрије критеријума за признавање позитивних и негативних компоненти резултата је да обрачунски период поднесе све потенцијалне губитке повезане са одлукама и околностима насталим у посматраном раздобљу и тиме спречи њихово преношење у наредне обрачунске периоде. Другим речима, рачуноводствена опрезност је усмерена на приказивање резултата који је заиста расположив за расподелу. Тиме се предупређује постојање скривених губитака у финансијским извештајима, дистрибуција фиктивних добитака и преливања супстанце предузећа у резултат.

Рачуноводствена литература успоставља разлику између *ex ante* односно безусловног (*unconditional*) конзервативизма који се манифестује у систематском, пристрасном потцењивању нето имовине и *ex post* или условног (*conditional*) конзервативизма који узрокује асиметрично признавање позитивних и неповољних ефеката пословних догађаја и трансакција. Истраживања указују да корисници сматрају да је благовремено признавање губитака корисно, док је управо безусловни конзервативизам споран<sup>1</sup>. Примери условног конзервативизма обухватају примену начела ниже вредности између тржишне и набавне вредности/цене коштања за потребе билансирања залиха и тестирање да ли је дошло до обезвређења материјалне и нематеријалне имовине, уз признавање припадајућих губитака. Ова врста

конзервативизма *de facto* зависи од врсте вести која се приказује и као таква води ажурнијем признавању неповољних ефеката пословања. Са друге стране, примери безусловног конзервативизма односе се на расходовање трошкова истраживања и развоја, некапитализовање трошкова камата за квалификовану имовину који се иначе у складу са МРС 23 - *Трошкови позајмљивања* приписују набавној вредности односно цени коштања, или убрзано отписивање сталне имовине када за то не постоје валидни разлози.

Претходна подела пружа могућност диференцирања тзв. "лоше" опрезности (у смислу намерног погрешног процењивања) која је генерално неприхватљива са аспекта циљева финансијског извештавања и "добре" опрезности (опрезности у смислу разборите обазривости) која је у финансијском извештавању општеприхваћена. С тим у вези, интересантан је став председника IASB (Hans Hoogervorst) који опрезност описује као здрав разум<sup>2</sup>.

Конзервативизам захтеван рачуноводственим правилима може се означити као недискрециони конзервативизам. Реч је о непристрасној примени општеприхваћених рачуноводствених принципа. У питању је условни конзервативизам који се рефлектује у *market to book* рачунању (однос тржишне и књиговодствене вредности предузећа), а као пример је могуће навести захтеве за проценом фер вредности и отписивањем имовине. Дискрециони конзервативизам на другој страни, могуће је дефинисати као намерну интервенцију у процесу финансијског извештавања, преко промишљеног усклађивања степена и тренутка предузимања конзервативних рачуноводствених политика<sup>3</sup>.

Резултати неколико истраживања указују да је степен конзервативизма у финансијским извештајима повећан у последњих неколико деценија, укључујући и период након увођења МСФИ, што се пре свега може приписати већој доминацији економских детерминанти које су условиле потребу за конзервативизмом<sup>4</sup>.

Академска литература указује на четири кључна разлога који налажу опрезно одмеравање имовине и резултата<sup>5</sup>:

1. *Уговарање* је свакако један од најзначајнијих мотива опрезности, нарочито када се посмат-

- 1) Детаљније о условном и безусловном конзервативизму погледати у: Beaver W., Ryan S., Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling, *Review of Accounting Studies*, Springer, Vol. 10, 2005. p. 269.
- 2) European Financial Advisory Group et al., Getting a Better Framework: Prudence Bulletin, Brussels, 2013, p. 6.
- 3) Lawrence A., Sloan R., Yuan Sun Y., "Non-discretionary conservatism: Evidence and implications", *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2013), pp. 112-133.
- 4) Погледати на пример студију Ke B., Young D., Zhuang Z., *Mandatory IFRS Adoption and Accounting Conservatism*, 2013.
- 5) Gell S., Determinants of Earnings Forecast Error, *Earnings Forecast Revision and Earnings Forecast Accuracy*, Springer Gabler, 2012, p. 53-55.

ра у контексту компензације менаџмента. Наиме, опрезност у финансијском извештавању редукује информациону асиметрију између уговорних страна и тиме снижава агенцијске трошкове. Асиметричан третман добитка и губитка, као манифестација условног конзервативизма, пружа могућност ефикасније процене ризика са којима се предузеће суочава и истовремено представља основу за прецизније дефинисање одредби уговора, нарочито у случајевима када се компензације менаџмента заснивају на рачуноводственим показатељима. Услед временски ограничених мандата, менаџмент настоји да максимизује исплате преко агресивније извештајне праксе. Watts је 2003. године спровео истраживање које је указало да условни конзервативизам утиче на висину компензација у смислу да спречава опортунизам менаџмента и тиме прекомерне исплате. На тај начин истовремено се максимизује вредност предузећа. Другим речима, асиметрично признавање добитка и губитака штити интересе акционара. Супротно, безусловни конзервативизам извор је неизвесности и арбитрарности рачуноводствених показатеља, чиме се значајно редукује ефикасност уговарања. Условни конзервативизам такође омогућава благовремену реакцију у случају кршења одредби уговора о позајмљивању. Предузећа усклађена са захтевима поверилаца у смислу примене условног конзервативизма могу повратно имати користи од значајних смањења трошкова позајмљеног капитала.

2. *Парнице* - улога опрезности у овом случају је да редукује ризике од покретања парница против предузећа и менаџмента. Уколико су повериоци или акционари претрпели губитак који се може приписати рачуноводственим информацијама зато што нису у потпуности рефлектовале стварне економске перформансе предузећа, даваоци капитала могу иницирати парницу како би рефундирани настале губитке. Сматра се да предузеће може ефикасно користити условни конзервативизам у рачуноводственој пракси како би на континуираној основи потценила имовину и тиме себе заштитила од ризика парницења и повезаних трошкова.

3. *Опорезивање* креира потребу за условним конзервативизмом. У случају позитивног резултата менаџмент може редуковати нето садашњу вредност пореских расхода, одлагањем тренутка признавања прихода и убрзаног признавања расхода. Присутно је мишљење да порески расходи самостално иницирају безусловни конзервативизам будући да се тиме омогућава признавање губитака пре него што се дође до било каквих нових информација. Garcia Lara (2009)

међутим изражава сумњу да је безусловни конзервативизам довољно флексибилан да реагује на краткорочне промене пореске регулативе. Уместо тога, очекује се да менаџмент користи условни конзервативизам како би одложио приходе посматраног на следеће обрачунске периоде и тиме редуковао садашњу вредност укупних пореских плаћања.

4. *Регулатива* - основни циљ опрезности према овом гледишту је да се умањи пажња јавности на пословање предузећа. Наиме, предузећа у појединим привредама, за које су карактеристичне високе профитне маргине, привлаче пажњу медија, запослених, купаца, државних агенција и синдиката. Повећани притисак јавности може водити поштравању постојеће и увођењу нове регулативе и стандарда, као и рестрикцијама за поједине привреде и предузећа. Отуда менаџмент предузећа има подстицај да преко конзервативне рачуноводствене праксе потцени текуће добитке са обе форме конзервативизма и тиме умањи тзв. политичке трошкове и јавну видљивост. Quing (2007) указује да фирме са вишим трошковима регулативе у већем степену посежу за безусловним конзервативизмом.

Различит степен примене конзервативизма у финансијским извештајима појединих предузећа може се објаснити чињеницом да се интензитет наведених фактора који стварају потребу да се убрза (одложи) признавање губитка (добитка) разликује између предузећа. Међутим, важно је напоменути да постоји ограничење у дискреционој примени конзервативних рачуноводствених политика, а оно се испољава кроз механизам дисциплиновања наметнут од стране институција које регулишу тржиште капитала. Наиме, улога ревизора је да утврди ли су рачуноводствени избори извршени у складу са духом начела уредног књиговодства, како би се проценила адекватност изабраних рачуноводствених политика и квалитет приказаних рачуноводствених информација.

Већ је истакнуто да председник IASB, Ханс Хугерворст, опрезност посматра као разложно понашање учесника у процесу финансијског извештавања. Тиме се истовремено потврђује чињеница да опрезност игра важну улогу у текућем раду IASB, прецизније да има импликације на развој рачуноводствених стандарда и праксе. За процес финансијског извештавања МСФИ имају суштински значај и као такви треба да буду утемељени на општеприхваћеним рачуноводственим принципима, укључујући и опрезност. Међутим, самостално примењена опрезност вероватно неће бити корисна у решавању прагма-

тичних рачуноводствених питања. Финансијске информације морају поседовати све Оквиром дефинисане квалитативне одлике.

Кључна премиса истинитог и фер приказа пословања предузећа је стандардима предвиђен слободан простор за професионално просуђивање. Иако је принцип опрезности изостављен из Концептуалног оквира, он је и даље уткан у основу бројних стандарда (МСФИ)<sup>6</sup>. Тако, на пример, према МРС 2 - *Залихе* позиција залиха се исказује по нижој вредности између набавне вредности и нето продајне вредности. У МРС 11 - *Уговори о дугорочној изградњи* услед бројних неизвесности које делују на одмеравање уговореног прихода потреба за опрезношћу се огледа у признавању прихода према методи процента извршења. Признавање прихода врши се када се исход уговора може поуздано проценити, док се истовремено свака неизвесност наплативости прихода признаје као потенцијални губитак. Идеја о опрезности додатно је наглашена преко захтева да се исход уговора мери поуздано и да исказани приход треба да одражава перформансе посматраног обрачунског периода. МРС 16 - *Некретности постројења и опрема* предвиђа могућност ревалоризације некретнина, постројења и опреме по њиховој фер вредности. Иако је такав приступ мање опрезан од признавања према начелу историјског трошка, настали добици се исказују као део ревалоризационих резерви а не у рачуну успеха, што недвосмислено одражава принцип опрезности. МРС 18 - *Приходи* предвиђа да се приход признаје када су добра испоручена и ризици пренети на купце. Чак и када постоји мала или пак уопште не постоји неизвесност да ће добра бити продата по вишем износу у кратком временском року, она се исказују по набавној вредности или цени коштања. Признавање добитка ограничено је степеном опрезности који зависи од реализације догађаја - испоруке добра. МРС 36 - *Умањење вредности имовине*, кроз тестирање на обезвређење, захтева да се осигура да исказани износи некретнина, постројења и опреме, нематеријалне имовине и финансијских средстава која се вреднују по амортизованог износа. МРС 37 - *Резервисања, потенцијалне обавезе и потенцијална имовина* предвиђа да се потенцијална имовина не признаје, иако је реализација вероватна али није сасвим извесна.

Дакле, тек када је сасвим извесно (скоро сигурно) да ће прилив настати, признају се имовина и повезани приход. До тада, предузеће само врши обелодањивање потенцијалне имовине. Са друге стране, обавезе се признају и мере опрезно када постоје индиције да су одливи ресурса вероватни, чиме се репрезентује асиметрија у признавању о којој је већ претходно било више речи. Такође, у случају постојања онерозних (штетних) уговора, Стандард захтева формирање резервисања за неизбежне трошкове извршења обавеза по основу уговора који премашују очекиване користи.<sup>7</sup> МРС 39 - *Признавање и одмеравање* и МСФИ 9 - *Финансијски инструменти* - стриктна примена опрезности не допушта признавање добитака насталих услед превредновања деривата и других финансијских инструмената. У МРС 39 модел насталог губитка замењен је моделом очекиваног губитка за потребе формирања резервисања за лоше пласмане банака. МСФИ 13 - *Одмеравање фер вредности* захтева усклађивање за ризике када се за утврђивање фер вредности користе технике *mark-to-model*.

Емпиријске студије указују да се принцип опрезности у условима МСФИ примењује на привременој, пре него на конзистентној основи. Повремена примена конзервативизма у складу са специфичним околностима и циљевима предузећа ће се према томе одразити на рачуноводствени третман одређених догађаја и повезаних позиција (прецењивање резервисања или потцењивање прихода), што води стварању латентних резерви, које ће разлагањем у наредним периодима резултирати увећаним добицима. Повремена примена начела опрезности у већем степену него обично, представља важну карактеристику савременог финансијског извештавања. То се даље одражава на кориснике у смислу да промене рачуноводствених процена имају знатно комплексније ефекте на утврђивање добитка, у односу на случајеве конзистентне примене овог принципа<sup>8</sup>.

Комбиновани приступ рачуноводствене опрезности (конзистентно опрезан приступ билансирању одређених позиција и периодична повећана опрезност у обухватању ефеката одређених догађаја) без сумње има импликације на квалитет приказаних информација. Иако постоји шира сагласност да опрезност не треба да

6) Овде нам није намера да прикажемо све случајеве примене принципа опрезности у МСФИ, будући да би такав приступ превазишао дефинисане оквире рада.

7) Детаљније о наведеним позицијама погледати МРС 37 - *Резервисања, потенцијалне обавезе и потенцијална имовина*, као и друге стандарде.

8) Helman N., *Accounting conservatism under IFRS*, Stockholm school of economics, 2007, p. 11.

пређе оквира одговарајућег нивоа обазривости, остаје прилично дивергентно гледиште о нивоу обазривости који је адекватан односно прихватљив са становишта квалитативних одлика финансијских информација, будући да као такав није експлицитно дефинисан у Оквиру. У наставку рада биће размотрено питање латентних резерви, с обзиром да се њихов настанак и разлагање, у домену политике финансијског извештавања, јављају управо као последица недоследне примене начела опрезности код састављача финансијских извештаја.

## **2. Политика латентних резерви као манифестација рачуноводственог конзервативизма**

Могућност формирања латентних резерви условљена је пре свега заснивањем финансијског извештавања на акруалној основи. Поред концепта историјског трошка као исходишта рачуноводствене опрезности приликом билансирања имовинских и позиција обавеза, али и одмеравања резултата, њиховој појави погодује тзв. *ex ante* процењивање вредности имовине и обавеза у условима неизвесности, што је посебно случај код потенцијалних обавеза, али и вредновања имовине која је предмет отписивања. Њихов настанак правда се између осталог бројним ризицима са којима се предузеће суочава у пословању и потребом да се за предузеће обезбеди одређена резерва сигурности.

Према начину настанка, латентне резерве се могу поделити на принудне, самовољне и оне које настају услед слободног маневарског простора остављеног у МСФИ. Иако свака од наведених врста латентних резерви може допринети одређеним погодностима за предузеће, имају различите импликације на квалитет исказаног резултата и повезану информациону вредност финансијских извештаја. Ово нарочито важи када је реч о самовољном формирању латентних резерви од стране опортунистичког менаџмента, чиме се у значајној мери редукује транспарентност финансијских извештаја.

Типични поступци који доприносе формирању латентних резерви су:

- убрзано отписивање (депресијација) материјалне и нематеријалне (амортизација) имовине;
- потцењивање потраживања;

- прецењивање обавеза за пензије и бенефиције након престанка радног односа, обавеза по основу гаранција, резервисања за реструктурирање и отклањање еколошких штета;
- одлагање признавања прихода;
- расхоровање трошкова камата, развоја и инвестиција у интелектуални и људски капитал.

У домену политике отписивања специфични извори дискреције су вишеструки<sup>9)</sup>:

- дискреција може постојати у смислу тајминга отписивања имовине;
- отпис се може извршити на основу раних сигнала обезвређења или алтернативно, могуће је чекати потврду претходних наговештаја;
- степен отписивања имовине тј. висина отписа.

Претходно потврђује да рачуноводствени конзервативизам представља реакцију на изражену неизвесност пословања. Отуда је циљ формирања латентних резерви предупређење дифузије финансијских информација које би за последицу имале формирање нереалних очекивања корисника. Осим тога, формирање латентних резерви усмерено је на спречавање исказивања оштријих флукуација резултата које могу довести до стварања утиска да је реч о нестабилном предузећу, чије акције представљају ризичну инвестицију. Управо наведена консеквенца формирања и разлагања латентних резерви како би се омогућило вођење политике исказивања уједначених резултата представља кључни аргумент опонената рачуноводственог конзервативизма.

Од доносилаца рачуноводствених стандарда очекује се да редукују пристрасност састављача финансијских извештаја и неразборито процењивање нето имовине, а у прилог веродостојном приказивању економске реалности предузећа. Проблем је међутим садржан у чињеници да упркос напорима хармонизације финансијског извештавања и последичном смањењу расположивих права опција у појединим стандардима није могуће стандардизовати процене и вршење професионалног просуђивања, а тиме ни степен опрезности који ће се применити. Степен конзервативизма тесно је повезан са личним преференцијама ризика менаџмента. У том смислу, конзервативизам се посматра као однос састављача финансијских извештаја према неизвесности. Међутим, обазриво просуђивање и процењивање претпостављају вредновање на начин да средства и приходи нису прецењени, а обавезе и расходи потцењени, уз истовремено ограни-

9) Roychowdhury S., Martin X., "Understanding discretion in conservatism: An alternative viewpoint", *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2013), p. 136.

чење да није дозвољено формирање скривених резерви и процењивање које дерогира субквалитет неутралности. У таквим напорима од посебног значаја су рачуноводствени принципи и стандарди, етички профил, али и просуђивања самих рачуновођа.

Резултати истраживања указују да менаџмент понекад користи дискрецију на конзервативнији начин како би исказао ниже добитке и нето имовину или на мање конзервативан начин, што води исказивању финансијске ситуације и рентабилитета предузећа у повољнијем светлу. У том смислу, у условима МСФИ начело конзервативизма се пре примењује на *ad hoc* основи у складу са потребама предузећа и менаџмента, него на конзистентној основи. Наведено указује на то да је политика латентних резерви и даље важан инструмент за остварење циљева предузећа и менаџмента.

Као супротност латентним резервама у билансу налазе се скривени губици који настају као последица прецењивања активе и потцењивања обавеза. Скривени губици увек доводе до исказивање резултата вишег од реалног (повећање позитивног или смањење негативног резултата, односно трансформација негативног резултата у фиктивно позитиван финансијски резултат). Околност да су такве радње супротне основним постулатима рачуноводства али и законским прописима значи да оне носе ознаку билансног деликта, а никако не могу имати карактер прихватљиве рачуноводствене праксе.

Политика формирања латентних резерви може се сматрати прихватљивом само уколико је усмерена на заштиту од неизвесности, а не на остваривање противправне користи. У том циљу неопходно је развијање културе стварања и разлагања тихих резерви, чија намера није да билансне адресате доведе у заблуду и наведе на погрешне пословне одлуке, већ да допринесе заштити интереса корпорације у динамичној и променама склоној пословној средини.

### **3. Рачуноводствени конзервативизам у условима примене концепта фер вредности**

Елементи финансијских извештаја могу се, као што је познато, одмерити применом различитих мерних основица, сагласно њиховој при-

роди и циљевима ради којих су иницирани од стране предузећа. Ревидирање Концептуалног оквира за финансијско извештавање (2010) и последично истицање од стране IASB релевантности и веродостојног приказивања као кључних квалитета финансијских информација чини актуелним питање да ли је начело историјског трошка адекватан инструмент за постизање наведених квалитета, а тиме и циљева финансијског извештавања. Прецизније речено, покренута је расправа о томе да ли исказивање историјске, у односу на текућу вредност често потцењене, набавне вредности или цене коштања имовине обезбеђује истинит и фер увид у имовинску и финансијску позицију предузећа.

Рачуноводствена професија није по први пут суочена са наведеном дилемом. Почетком двадесетог века била је актуелна расправа о томе да ли треба користити начело ниже вредности за залихе (набавна вредност/цена коштања или тржишна вредност). Том приликом одређени број рачуновођа одбацио је конзервативизам. Hatfield (1927) и Esquerre (1918) указују да конзервативизам нема теоријско утемељење. Paton и Stevenson (1918) такође износе критике на рачун конзервативизма. Kester (1921) наглашава да историјски трошак треба приказати у финансијским извештајима, а тржишну вредност у напоменама<sup>10</sup>.

Последњих година доносиоци рачуноводствених стандарда настоје да тежиште стандарда преусмере са концепта историјског трошка, који свакако представља једну од кључних одредница конзервативног финансијског извештавања, ка концепту фер вредности<sup>11</sup>. Транспарентност извештавања је кључна за одговорност менаџмента према стејкхолдерима. У постизању овог циља рачуноводство фер вредности је адекватно за одређене позиције у финансијским извештајима, на пример, када се финансијским инструментима активно тргује на берзи, док се примена концепта историјског трошка у таквим условима сматра ирелевантном. Непримењивање фер вредности у претходном случају води смањењу информационог садржаја и дерогирању "истинитог и фер" увида у финансијским извештајима.

Концепт фер вредности уведен је са циљем да се редукује пристрасност у финансијском извештавању, будући да један део рачуноводстве-

10) Walton P., Wolnizer P.W., *A global history of Accounting, Financial Reporting and Public Policy: Americas*, ed. Previts J.G., Emerald Group Publishing Limited, 2011, p. 112.

11) То се огледа кроз увођење фер вредности у бројне МСФИ, али свакако не треба тумачити као намеру наметања фер вредности као основице за одмеравање свих позиција у финансијским извештајима. Наиме, постоје валидни разлози зашто се примењује комбинована основица у финансијском извештавању.

не јавности конзервативизам посматра као препреку реализацији циљева финансијског извештавања - обезбеђење основе за доношења рационалних одлука о алокацији капитала. Наиме, корисници финансијских извештаја захтевају информације које су у већој мери повезане са тржишном вредношћу предузећа. За постизање истинитог и фер приказа економске реалности предузећа, фер вредност се сматра једним од најрелевантнијих мерних атрибута. Поред дела финансијских инструмената који се обухватају према фер вредности, наведени концепт је мериторан за обухватање пословних комбинација, компензација запослених, плаћања на бази акција, нематеријалну имовину, биолошка средства, инвестиционе некретнине, као и за утврђивање да ли је и у ком степену дошло до обезвређења појединих ставки имовине.

У складу са концептом историјског трошка имовина се исказује у износу плаћеном за њено стицање, уз корекције за акумулирану амортизацију и сва обезвређења. Као таква, ова вредност у контексту начела опрезности, које је током дужег временског периода било доминантан принцип извештавања, представља горњу границу за билансирање активе у смислу да се забрањује исказивање повећања вредности имовинских делова која могу настати услед деловања тржишних закона и других околности. Поред тога, конвенције опрезности усмерене на исказивање реалне нето имовине и диспонибилног резултата материјализују се кроз следеће поступке:

- амортизације у смислу систематске алокације вредности имовине према очекиваном обрасцу трошења економских користи у току њиховог корисног века употребе;
- отписивање услед смањења вредности имовинских делова;
- формирање резервисања,
- уважавање начела реализације за признавање прихода,
- импаритетни третман позитивних и негативних компоненти резултата.
- билансирање залиха према принципу ниже вредности.

Полазећи од наведених поступака и чињенице да не постоји стандардизовани степен опрезности, IASB је увео фер вредност управо са циљем да спречи намерне дисторзије билансних вредности које се могу јавити услед убрзане амортизације имовине, прекомерних отписа и високо одмерених резервисања, исказивања нереализованих добитака, и тиме допринесе афир-

мацији квалитета неутралности. Уколико се вредност имовине временом повећа, такво повећање вредности у складу са начелом опрезности неће бити исказано у финансијским извештајима. Супротно томе, фер вредност се заснива на становишту да имовина треба да буде исказана према износу који одражава колико она тренутно вреди, а не колико је предузеће за њу платило у прошлости.

Критичари концепта фер вредности истичу да процењена фер вредност у поређењу са историјским трошком не омогућава увек објективну верификацију. Наиме, када за имовину не постоји активно тржиште, процена фер вредности се заснива на различитим моделима и претпоставкама (процена дисконтних стопа, прогноза новчаних токова и осталих параметара) које имају изражену субјективну ноту. Међутим, досадашња пракса показала је да систем извештавања који се заснива искључиво на моделу историјског трошка не може ефикасно да подмири информационе потребе инвеститора. У прилог томе говори и податак да однос између тржишне и књиговодствене вредности предузећа (тзв. *mark to book ratio*) који се крајем седамдесетих година прошлог века кретао у распону 1:1, данас приближно износи 6:1. То другим речима значи да износи исказани у финансијским извештајима одражавају свега 15%-20% тржишне вредности предузећа. Тиме се потврђује да је концепт историјског трошка имао значај у периоду у којем су компаније своју активу претежно базирале на фиксној имовини, а повериоци били кључни финансијери компанија. Међутим, у економији знања и доминацији нематеријалне имовине као кључног фактора успеха предузећа, концепт историјског трошка је поуздан, али није релевантан. Околност да је примарни фокус на релевантним информацијама објашњава зашто нови стандарди као и измене постојећих стандарда нагласак стављају управо на примену концепта фер вредности.

Према Одбору за стандарде финансијског извештавања, неутралност се постиже већом применом фер вредности, импаритетним процењивањем пре него обрачуном амортизације, као и увођењем ригорознијих правила за формирање резервисања са циљем да се редукује, уколико се већ не може у потпуности спречити, обликовање (уједначавање) периодичног резултата. Међутим, изостављање опрезности и наглашавање квалитета неутралности условило је да МСФИ постану предмет критике у смислу да резултирају неопрезно одмереним вредностима у финансијским извештајима (прецењивању имовине и добити и потцењивању расхода и обавеза).

Са претходно наведеним повезано је и питање да ли увођење фер вредности и напори у смањењу опрезности значе пружање легитимитета претераном оптимизму менаџмента, односно прецењивању имовине и прихода, потцењивању обавеза и расхода и последично прецењивању резултата. Корисници финансијских извештаја могу се суочити са потенцијалним негативним ефектима усвајања концепта фер вредности и другим наведеним поступцима, посебно у случају опортунистичког менаџмента, чиме валидност повлачења конзервативизма у корист фер вредности постаје упитна. Тако, на пример, ревидирањем МРС 38 - *Нематеријална улагања* поступак амортизације гудвила замењен је његовим тестирањем на потенцијална обезвређења на периодичној основи. При томе, гудвил се признаје на неодређени временски период све док се не појаве индиције да је дошло до умањења вредности (раније је била предвиђена обавеза отписивања у року од петнаест односно четрдесет година). Прелазак са отписивања гудвила на његово тестирање на умањење вредности посматра се као један од напора редуковања конзервативизма у финансијском извештавању.

Гудвил, подсећања ради, представља резултат комбинације различитих фактора, укључујући и интерно генерисани гудвил стечене компаније и синергетске ефекте који се очекују из пословне комбинације. Иако постоји реална вредност, није могуће прецизно утврдити колико она износи. Кључни проблем у наведеном третману представља чињеница да су бројни елементи гудвила веома неизвесни и често субјективног карактера, услед чега (не)наступање одређених догађаја и околности очекивања повезана са гудвилком може веома лако претворити у илузију. Управо наведена субјективност чини гудвил подложним манипулацијама у финансијским извештајима. У околностима постојања обавезе амортизације, гудвил је отписиван постепено током периода реализације очекиваних ефеката, ради којих је и плаћен. У текућој пракси, међутим, предузећа могу оклевати да прикажу умањење вредности гудвила како би се избегло исказивање смањења резултата.

Примери редуковања опрезности услед увођења фер вредности у МСФИ не исцрпљују се изостанком амортизације за гудвил. Наиме, у случају инвестиционих некретнина које се билансирају према фер вредности, евентуално повећања вредности исказују се у извештају о успеху. У датом контексту, опрезност се посматра

као механизам који предупредује претерани оптимизам. Проблем, међутим, представља чињеница да ће намерно рефлектовање конзервативних процена имовине, обавеза, капитала и резултата који се понекад сматрају пожељним (како би се обуздао претерани оптимизам) вероватно резултирати појавом пристрасног прецењивања у неком од будућих периода, што се свакако не може сматрати ни обазривим нити неутралним.

Чињеница да је у претходном случају реч о нерализованим добицима који постају доступни за расподелу отвара питање да ли фер вредност аболира основну идеју рачуноводствене опрезности? Питање, наравно, није актуелно само услед формалног изостављања опрезности из Оквира, већ и због суштинског утицаја описаног третмана на приказивање ефикасности пословног модела предузећа, квалитет исказаног резултата, а тиме и одлуке билансних адресата.

У условима у којима фер вредност захтева ширу примену просуђивања, настаје терен за дискреционо обликовање резултата и манипулације у финансијским извештајима. Добити настали услед промене вредности нису остварени и признавање таквих резултата супротно је традиционалном опрезном приступу, посебно због често истицаних приговора о процикличности фер вредности. Евентуална расподела наведених нерализованих резултата била би прилично ризична, уз истовремено покретање питања одржања ликвидности и пословања предузећа на континуираној основи.

Наведене критике на рачун фер вредности могу се ублажити указивањем на три кључна извора неизвесности у финансијском извештавању: прво, економска волатилност се одражава на фер вредност имовине али и обавеза; други основ неизвесности проистиче из модела комбиноване (мешовите) основице мерења (поједине ставке се вреднују по фер вредности, а остале према модификованом историјском трошку тј. ревалоризованој вредности), док трећи извор неизвесности представљају грешке у мерењу промене фер вредности. Проблем је што су наведене неизвесности инхерентне свим случајевима у којима постоји потреба за процењивањем, независно од основице мерења<sup>12</sup>.

Претходно указује да суштинско питање савременог финансијског извештавања није избор између фер вредности и опрезности, дакле наведени концепти међусобно нису у антагонистичком односу. Исправно питање било би који сте-

12) Barth M., Landsman W., „How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?“ *European Accounting Review*, 2010, p. 7.

пен опрежности је адекватан за различите циљеве финансијског извештавања, због тога што “опрезна правила представљају пут ка неутралном рачуноводственом извештају уколико је менаџмент опортунистички настројен” (има подстицај и могућност да циљно обликује финансијске извештаје). Отуда проистиче закључак да оптимална рачуноводствена правила треба да буду конзервативна<sup>13</sup>.

Уколико поузданост мерила није извесна, састављачи треба пажљиво да размотре начин на који неизвесност утиче на одлуке корисника финансијских извештаја. То свакако не значи да финансијски извештаји треба да буду обојени песимизмом. Улога опрежности јесте да се присуство ризика и неизвесности одражава на финансијске извештаје како би се омогућило доношење адекватних одлука. У условима фер вредности улога опрежности може бити још важнија него што је то био случај код концепта историјског трошка. Наиме, опрезност треба да охрабри рачуновође да размотре неизвесност која постоји приликом утврђивања износа према коме ће се исказати поједине позиције имовине и обавеза, као и утицај такве неизвесности на доносиоце одлука, што је у текућим условима пословања од кључног значаја. У том смислу, доносиоци рачуноводствених стандарда али и рачуновође треба да буду свесни да опрезно извештавање засновано на здравом скептицизму изграђује поверење у систем финансијског извештавања. Приликом избора између алтернативних претпоставки рачуновође треба да буду опрезне и размотре ризике и неизвесности инхерентне имовини и обавезама које процењују. Додатно, након што се утврди најбоља процена текуће вредности, повезане ризике и неизвесности треба детаљно обелоданити кроз објашњење коришћених претпоставки и распона могућих вредности које би се у финансијским извештајима приказале у случају да су коришћене алтернативне претпоставке<sup>14</sup>.

Изостављање опрежности из концептуалног оквира усмерено је пре свега на елиминисање тзв. безусловног конзервативизма, док условни конзервативизам остаје важан имплицитни фактор обезбеђења квалитета финансијских информација. У складу с тим, корисници финансијских извештаја сходно својим потребама моћи ће да процене ризике и креирају најконзервативније процене корпоративне вредности. Додатно,

кроз примену концепта фер вредности и обелодањивање претпоставки на којима се ова вредност темељи, тежиште опрежности помера се са приказивања најпесимистичнијег сценарија ка ефикаснијем информисању корисника.

#### **4. Опрезност насупрот неутралности - импликације на тржиште капитала**

Финансијско извештавања има важну улогу у ефикасном функционисању тржишта капитала. Сматра се да у том контексту захтев да се обезбеди “истинит и фер” увид представља кључни аспект финансијског извештавања. Полазећи од тога да је примарни циљ финансијског извештавања обезбеђење информација корисних за одлучивање давалаца капитала, као и да потреба за финансијским извештавањем потиче од агенцијског односа и повезаних трошкова, информације ће имати вредност само уколико су неутралне односно ослобођене пристрасности. Уколико се информацијама манипулише како би се постигли одређени циљеви менаџмента, оне се сматрају пристрасним.

Процењени просперитет предузећа, антиципирани новчани токови, садашњи и будући ризици, ефикасност пословног модела предузећа, представљају инпуте за одлуке о управљању инвестиционим портфолијом. Реалност извршених процена, динамика цена хартија од вредности и исправност одлука о алокацији капитала под директним су утицајем квалитета рачуноводствених информација. И сам наговештај да су информације предмет менаџерских манипулација може утицати на расположивост и цену капитала. С тим у вези, поставља се питање да ли је рачуноводствени конзервативизам од значаја за кориснике финансијских извештаја, посебно због тога што се дивергентни ставови о опрежности могу чути не само од корисника финансијских информација, већ и од ауторитативних тела односно носилаца професионалне рачуноводствене регулативе.

Као аргументи у корист опрежности наводи се да она доприноси кредибилитету финансијских извештаја преко обезбеђења високог степена поверења у смислу да нето имовина приказана у билансу стања одговара њеној вредности (у циљу заштите поверилаца) и да су сви исказани профити извесни. Кредибилитету, такође, доп-

13) Gai P., „A measurement approach to conservatism and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 55, 2013, p. 253.

14) The end of conservatism in accounting  
<http://www.nzica.com/News/Archive/2013/November/The-end-of-conservatism-in-accounting.aspx>

риноси и благовремено рефлектовање постојећих ризика у финансијским извештајима чиме се спречава признавање добитака који још нису зарађени. У датом контексту опрезност се посматра као супротност неопрезности и последичног прецењивања прихода, приказивања имагинарних профита, чиме се спречавају погрешне одлуке билансних адресата.

Кључни приговор који се често истиче јесте да опрезност уводи пристрасност у извештавање што је у сукобу са неутралношћу коју финансијски извештаји треба да обезбеде. Посебна сагласност постоји у смислу да опрезност може на вештачки начин уједначити резултате у низу обрачунских периода (преко формирања и разлагања латентних резерви) тако што ће се редуковати профити у успешним годинама како би се обезбедио инструмент који ће камуфлирати резултате у мање успешним годинама, што коначно отежава могућност да корисници разумеју перформансе предузећа. Тиме се редукује транспарентност финансијског извештавања, будући да се скривене резерве лако могу преобразити у скривене губитке.

У претходном Оквиру неутралност и опрезност посматрани су као два аспекта квалитета поузданости. Док неутралност значи ослобођеност од намерних грешака и пристрасности, опрезност је потенцијално пристрасан концепт<sup>15</sup> који тежи да у условима неизвесности обезбеди да нето имовина не буде прецењена. Бити неутралан у контексту финансијског извештавања значи приказати економску реалност што верније, без обојености такве комуникације ради свесног утицаја на понашање корисника финансијских информација. IASB је оцену неутралности (у претходном Оквиру) поставио у контекст опрезности као степен обазривости приликом просуђивања у условима неизвесности. Тиме је наглашено да се информација не може сматрати неутралном ако су имовина и приходи прецењени, а обавезе и расходи потцењени.

О смишљеној пристрасности може бити речи у случајевима када преко погрешно приказаних финансијских извештаја менаџмент настоји да оствари личне користи (повећање резултата у циљу исплате бонуса, скривање неликвидности и других тешкоћа, непризнавање потенцијалних обавеза). У таквим околностима, опрезност представља својеврсни механизам који треба да спречи манипулације у финансијским извештајима. Међутим, системска пристрасност односно

прекомерна опрезност није ништа мање опасна од агресивног финансијског извештавања. Важно је, међутим, напоменути да поред опортунистичких циљева менаџмента, прекомерна опрезност може настати и услед културолошких утицаја на рачуновође. Тако, на пример, Gray конзервативизам посматра као вредност која преовладава у одређеном друштву и као таква утиче и на рачуновође, односно финансијско извештавање. Веома конзервативан приступ карактеристичан је за континенталну Европу, а нешто мање конзервативни став присутан је у рачуноводственој пракси САД и В. Британији. Познавање наведених разлика у култури од значаја је за правилно тумачење финансијских извештаја као и процену степена у коме је неопходно приказане информације кориговати да би се извели исправни закључци. Проблем је садржан у томе што корисници финансијских извештаја не могу увек да докуче да ли је примењен опрезан приступ приликом билансирања одређене позиције нити да квантификују степен опрезности.

Уколико аналитичари врше корекције финансијских извештаја на основу сопствених претпоставки о степену у коме је менаџмент био опрезан приликом састављања финансијских извештаја, може настати значајна грешка у смислу прогнозе просперитета одређеног предузећа. У ком степену су корекције билансних ставки неопходне: 5%-10%, или је можда подесније кориговати их навише за 20%? Састављање финансијских извештаја само по себи значи примену одређених процена и професионалног просуђивања. У том смислу, субјективне процене корисника информација уведе додатну комплексност која често резултира погрешним одлукама.

Рачуноводствени ризик проистиче из трошкова условљених одступањима између исказане књиговодствене вредности и реалне вредности имовине која касније постаје позната. Трошкови повезани са ризиком прецењивања зависе од примењеног концепта мерења. Овај ризик знатно је већи у условима примене рачуноводства фер вредности. То даље указује на то да из сета могућих вредности треба бирати нижу вредност имовине због њене веће прецизности. Иако је фер вредност (првог нивоа) објективна, тј. без пристрасности, асиметрична прецизност може створити условни конзервативизам, будући да је реакција тржишне цене већа на неповољне него на повољне вредности. Са друге стране, историјски трошак индукује нижи ризик од преце-

15) Потенцијална пристрасност концепта опрезности произилази из опортунистичких намера менаџмента.

њивања, будући да забрањује приказивање имовине изнад њене историјске вредности, а предузећа се не могу казнити због неприказивања имовине по вредности изнад њене набавне вредности. Правни систем може казнити прецењивање вредности имовине како би се заштитили инвеститори од вештачког повећања цена акција и управо је већина парница на томе заснована. Међутим, иако не често као у претходном случају, парнице могу бити инициране и намерним потцењивањем имовине и добити како би се заштитили интереси мањинских (неконтролних) акционара или у циљу повећања опорезивог добитка<sup>16</sup>.

На који начин корисници финансијских извештаја могу препознати конзервативне рачуноводствене процедуре односно да ли имају капацитет да препознају различите нивое опрезности услед примене алтернативних рачуноводствених процедура? Када тржишна вредност превазилази књиговодствену вредност, то недвосмислено указује на примену конзервативних рачуноводствених политика. Резултати емпиријских истраживања указују да предузећа која потцењују вредност имовине на континуираној основи настоје да неповољне вести (ризике) рефлектују у финансијским извештајима знатно ажурније у односу на предузећа која исказују књиговодствену вредност блиску тржишној вредности. Са друге стране, виша вредност *MTB* рација указује да предузеће редукује износе по којима приказују имовину у финансијским извештајима. Уколико предузећа билансирају имовину по релативно ниским износима<sup>17</sup> у околностима у којима наступи обезвређење неће моћи да искажу значајније отписе тих средстава. На тај начин безусловни конзервативизам прераста у условни конзервативизам<sup>18</sup>.

Уколико се пође од тога да рачуноводствене информације представљају основу за формирање одређених очекивања у вези са будућношћу предузећа, може се поставити питање каква очекивања ће се формирати на основу опрезно приказаног финансијског извештаја. Тако, на пример, уколико је резултат (нето добит) исказан превише ниско у одређеном периоду, инвеститор може донети одлуку о повлачењу тј. продаји

учешћа у предузећу, док потенцијални инвеститори могу одлучити да се суздрже од куповине. Услед потцењености нето имовине, рацио левегија биће прецењен, чиме се значајно ограничавају капацитети прибављања позајмљеног капитала, што даље може утицати на напредовање предузећа. Такође, постојеће власнике услед опрезности исказани ниски резултати могу охрабрити да именују нови менаџмент, а запослене да траже нове послодавце. Претходно описани сценарио иницира питање да ли опрезност има информациони садржај за све кориснике односно да ли постоји разлика у информационом садржају опрезног и неутрално одмереног резултата. Додатно питање је да ли корисници могу препознати сигнале које им преко конзервативних рачуноводствених политика шаље менаџмент. Наведене недоумице неопходно је размотрити посебно услед чињенице да емпиријска истраживања потврђују постојање рачуноводственог конзервативизма у текућој пракси финансијског извештавања, чиме се може оценити (не)прихватљивост таквог понашања.

У литератури постоје супротна гледишта у вези са информационом садржајем опрезности: једни истраживачи сматрају да је опрезност корисна за аналитичаре и власнике капитала и да као таква има информациону вредност за њих. Они истичу да опрезност јача квалитет информација и редукује информациону асиметрију између предузећа и корисника финансијских извештаја, чиме се редукују агенцијски трошкови. У условима неизвесности реч је о процедури која увећава вредност предузећа. Опоненти опрезности наводе да опрезност редукује квалитет и да се отуда корисници могу суочити са губицима.

Пенман и Занг (2002) указују да конзервативно рачуноводство може условити настанак добитка нижег квалитета путем разлагања латентних резерви и да берза не реагује увек адекватно на такву појаву. Hossein (2010) испитује утицај рачуноводственог конзервативизма на трајност добитка и мултипликовање цена. Студија указује да конзервативније одмерене добитке карактерише нижи степен континуитета у односу на мање конзервативни добитак. Wu

16) Gox R., Wagenhofer A., „Optimal Precision of Accounting Information in Debt Financing“, *European Accounting Review*, Vol. 19, no. 3, p. 594-5.

17) Интересантан је случај немачких предузећа која су почетком XX века читава постројења вредновала и исказивала у износу од једне немачке марке. Rosendorff, R. 1917. *Die stillen Reserven der Aktiengesellschaften, ihre rechtliche Zulässigkeit, wirtschaftliche Bedeutung und steuerliche Behandlung, zweite Auflage*. Berlin:Verlag von Franz Dahlen, p. 7. према: Dahlgren J., Nilsson S., Neither true nor fair-The Case of Hidden reserves in Swedish and German Accounting, Working Paper, School of Management, Linköping university, 2000, p. 6.

18) Gell S., Determinants of Earnings Forecast Error, Earnings Forecast Revision and Earnings Forecast Accuracy Sebastian Gell, Springer Gabler, p. 60.

(2010) истражује степен у коме конзервативно рачуноводство утиче на вредност за акционаре и открива да постоји позитивна веза између опрезности и кумулативног приноса на акције током текуће финансијске кризе. Тиме су подржани резултати позитивне рачуноводствене теорије да је опрезност ефикасан механизам управљања који ублажава информационе ризике и истовремено инструмент контроле за агенцијски проблем и повезане трошкове, што указује да акционари имају користи од наведене праксе<sup>19</sup>.

Везу између информационог садржаја и опрезности истраживали су бројни аутори (Penman, Zhang, Basu). Они нису нашли доказ да повећана опрезност у финансијском извештавању доприноси смањењу информационог садржаја. Brown је након истраживања односа између условног конзервативизма и информационог садржаја дошао до сазнања да је повезаност наведених феномена условљена степеном примене акруалне основе у одређеној држави. Резултати су у складу са назнаком да условни конзервативизам ублажава опортунизам менаџмента у оквиру акруалне основе. Konsenidis и други су истраживали информациони садржај добитка и дошли до сазнања да се информациони садржај повећао преласком са ниске опрезности на умерени ниво опрезности ("семи-опрезност"), док се информациони садржај редуковао након преласка на висок степен опрезности<sup>20</sup>.

Истраживачи рачуноводствене опрезности запазили су ефекте различитог степена опрезности. Тако, Li (2009) указује да предузећа у земљама са конзервативнијим системом рачуноводства имају ниже трошкове капитала, потцењену вредност нето имовине, а тиме и виши износ МТВ рација у односу на земље које одликује нижи степен опрезности<sup>21</sup>.

Најновије емпиријске студије додатно истражују теоријску загонетку о томе да ли је опрезност корисна за предузеће у условима постојања уговора о задуживању. Резултати истраживања указују да опрезност снижава степен информационе асиметрије између предузећа дужника и његових поверилаца, чиме се истовремено

но редукују и трошкови позајмљеног капитала. Додатно, предузећа која се финансирају путем емисије и продаје дужничких хартија од вредности приказују већи степен условног конзервативизма<sup>22</sup>.

Рачуноводствени конзервативизам представља важан управљачки механизам који одвраћа менаџмент од предузимања пројеката са негативном нето садашњом вредношћу (НСВ) преко убрзаног признавања будућих губитака повезаних са инвестирањем у текућем периоду. Наиме, наведени губици одразили би се не само на компензације и репутацију менаџмента, већ и сигурност њиховог радног места. Рачуноводствени конзервативизам пружа решење за агенцијски проблем, јер како Ball истиче - усвајањем конзервативног извештавања менаџмент се обавезује да ради у интересу предузећа. Захтевајући да се губици одсликају у рачуноводственом добитку текућег периода на прве знаке ревизије очекиваних новчаних токова наниже, конзервативизам омогућава благовремено деинвестирање из нерентабилних пројеката<sup>23</sup>.

Међутим, у литератури се може срести и мишљење да рачуноводствени конзервативизам може довести до одбацивања пројеката са позитивном НСВ. Признавање добитака тек након што су потврђени на тржишту може узроковати дисфункционално понашање менаџмента и условити одбацивање пројеката са позитивном НСВ. Наиме, може се догодити да у условима вођења политике дугорочних инвестиција позитивни ефекти инвестиција почну да пристижу тек када менаџмент више не буде ангажован у датом предузећу, услед чега ће се заслуге приписати другим менаџерима. Претходно ипак не значи да се услед конзервативизма сва предузећа са ограниченим приступом екстерним изворима понашају ирационално и да бирају субоптимални ниво опрезности. Постоји вероватноћа да ће оптимално одабрани ниво конзервативизма максимизовати вредност предузећа. Конзервативизам може увећати вредност предузећа омогућавајући ефикасније уговарање са његовим стејкхолдерима, који су заинтересова-

- 19) Tariq H. Ismail, Rasha M. Elbolok, "Do Conditional and Unconditional Conservatism Impact earnings Quality and Stock Price in Egypt?" *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol 2, No.12, 2011, p. 10-11.
- 20) Nahandi Y., Khanlari M., "Investigation on Information Content of Conservative and Non-Conservative Accounting Earnings", *Internattional Journal of Finance and Accounting*, 2012.1(4), pp. 53-58.
- 21) Barth M., Biscarri J., Lopez-Espinosa G., *Fair value accounting and Firm Valuation, American Accounting Association Annual Meeting and Conference on Teaching and Learning in Accounting*, San Francisco, 2010.
- 22) Bissessr S., *A Framework for Conservatism and Measurement in Financial Reporting*, 2010, p. 7.
- 23) Kim J., Quinn P., *The Choice of Liquidity and Accounting Conservatism*, Working paper, University of Iowa, 2011, p. 7.

ни да рачуноводствени избори буду адекватни и опрезни<sup>24</sup>.

Неопходно је, међутим, указати на то да захтеви за конзервативизмом потичу из различитих извора - кредитора, ревизора и правних обавеза менаџмента, услед чега конзервативно извештавање није више само питање дискреције менаџмента или корпоративног борда. Егзогени карактер конзервативног извештавања може условити да укупан ниво конзервативизма не буде оптималан за одређено предузеће<sup>25</sup>.

Претходно указује на то да рачуноводствени конзервативизам и поред изостављања из Концептуалног оквира задржава важну улогу у процесу финансијског извештавања али само уз претпоставку да не прелази оптималан, разборити ниво, тј. износ који се може бранити општеприхваћеним рачуноводственим принципима и духом начела уредног књиговодства.

### Уместо закључка

Питање да ли рачуноводствени конзервативизам унапређује квалитет финансијских извештаја или не у рачуноводственој литератури постављено је пре много година, а актуелно је и у савременим условима пословања. Финансијске информације имају информациони садржај који корисници користе за доношење одлука. Опрезност је мач са две оштрице. Она је одраз мудрости (разборитости) састављача финансијских извештаја, у смислу заштите од потенцијалних ризика, који се пре свега огледају у расподели нерезализованог резултата, преливању супстанце у резултат и повезаној угрожености опстанка предузећа. Са друге стране, опортунизам менаџмента и прекомерна опрезност редукују квалитет финансијских извештаја. Циљ конзервативизма је да се неизвесност и ризик на адекватан начин обухвате у финансијским извештајима. Околност да рачуноводство није егзактна наука у смислу да не постоји апсолутна истина која би била приказана у финансијским извештајима указује на то да је одређени степен ризика и неизвесности увек присутан у процесу финансијског извештавања. Ово постаје посебно уочљиво у ситуацијама у којима је неопходно извршити одређене процене и професионална просуђивања.

Инсистирање на неутралности информација не аболира опрезност. Напротив, опрезан приступ представља пут ка неутралном финан-

сијском извештавању посебно када постоје подстицаји да се утиче на садржај финансијских извештаја. У условима примене концепта фер вредности потреба за опрезним приступом може бити још израженија, нарочито када се утврђивање фер вредности врши за имовинске предмете за које не постоји активно или ликвидно тржиште.

У контексту тржишта капитала, опрезан приступ је прихватљив од стране поверилаца, али и акционара. Наиме, истраживања су доказала да конзервативан приступ ствара вредност за акционаре. Истовремено, информациони садржај добитка у условима примене опрезности није редукован. Претходно указује на то да независно од тога да ли је експлицитно наведена у Концептуалном оквиру за финансијско извештавање или не, разуман степен опрезности има значај како за предузеће, тако и за кориснике финансијских извештаја.

### Литература

1. Barth M., Landsman W., „How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis?“ *European Accounting Review*, 2010.
2. Barth M., Biscarri J., Lopez-Espinosa G., *Fair value accounting and Firm Valuation*, American Accounting Association Annual Meeting and Conference on Teaching and Learning in Accounting, San Francisco, 2010.
3. Beaver W., Ryan S., „Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling“, *Review of Accounting Studies*, Springer, Vol. 10, 2005.
4. Bissessr S., *A Framework for Conservatism and Measurement in Financial Reporting*, 2010.
5. Dahlgren J., Nilsson S., *Neither true nor fair-The Case of Hidden reserves in Swedish and German Accounting*, Working Paper, School of Management, Linkoping university, 2000.
6. European Financial Advisory Group et al., *Getting a Better Framework: Prudence Bulletin*, Brussels, 2013.
7. Gai P., „A measurement approach to conservatism and earnings management“, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 55, 2013.

24) Roychowdhury S., Martin X., „Understanding discretion in conservatism: An alternative viewpoint“, *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2013), p 136.

25) Ma T., *Accounting Conservatism and Corporate Investment*, Olin Business School, Washington University in St. Louis, p. 8.

8. Gell S., *Determinants of Earnings Forecast Error, Earnings Forecast Revision and Earnings Forecast Accuracy*, Springer Gabler, 2012.
9. Helman N., *Accounting conservatism under IFRS*, Stockholm school of economics, 2007.
10. Ke B., Young D., Zhuang Z., *Mandatory IFRS Adoption and Accounting Conservatism*, 2013.
11. Kim J., Quinn P., *The Choice of Liquidity and Accounting Conservatism*, Working paper, University of Iowa, 2011.
12. Lawrence A., Sloan R., Yuan Sun Y., "Non-discretionary conservatism: Evidence and implications", *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2013).
13. Ma T., *Accounting Conservatism and Corporate Investment*, Olin Business School, Washington University in St. Louis,
14. Nahandi Y., Khanlari M., "Investigation on Information Content of Conservative and Non-Conservative Accounting Earnings", *International Journal of Finance and Accounting*, 1(4), 2012.
15. Roychowdhury S., Martin X., "Understanding discretion in conservatism: An alternative viewpoint", *Journal of Accounting and Economics*, 56 (2013),
16. Tariq H. Ismail1, Rasha M. Elbolok, "Do Conditional and Unconditional Conservatism Impact earnings Quality and Stock Price in Egypt?" *Research Journal of Finance and Accounting*, Vol 2, No.12, 2011.
17. The end of conservatism in accounting <http://www.nzica.com/News/Archive/2013/November/The-end-of-conservatism-in-accounting.aspx> доступно 27.12.2013.
18. Walton P., Wolnizer P.W., *A global history of Accounting, Financial Reporting and Public Policy: Americas*, ed. Previts J.G., Emerald Group Publishing Limited, 2011.

### Аналитички контни план

Објављен је најновији Аналитички контни план за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике, усклађен са *Правилником о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге и предузетнике* ("Сл. гласник РС", бр. 95/14).

Аналитички контни план омогућава пуну примену Најновијег контног оквира, и приказује новопрописана конта детаљно рашчлањено. Примена Аналитичког контног плана омогућава вођење одговарајуће аналитичке евиденције у књиговодству у складу са правилима која важе при састављању финансијских извештаја на дан 31.12.2014. године за привредна друштва, задруге и предузетнике.



Више информација на [www.srrs.rs](http://www.srrs.rs) или [www.praksa.rs](http://www.praksa.rs)

мр Снежана  
МИЛЕТИЋ\*

# Инвестициони фондови за улагања у некретнине (REIT): специфичности финансијског извештавања\*\*

## Резиме

Затворени инвестициони фондови за улагања у некретнине (*Real Estate Investment Trusts – REIT*) су економско-финансијска творевина која обележава последњу деценију развоја индустрије некретнина. REIT постоје већ четрдесет година, али су пажњу стручне и научне популације привукли тек у протеклој деценији, услед све изражене тежње појединачних инвеститора ка овим улагањима. У периоду од 1992. до 2004. године, REIT индустрија у САД је порасла за око двадесет пута, узимајући десетпроцентно учешће на тржишту комерцијалних некретнина вредном 4 милијарди долара. Овакву популарност REIT су стекли захваљујући комбинацији супериорних карактеристика два типа улагања: сигурности и исплативости улагања у некретнине и високе ликвидности улагања у акције.

Процеси добијања и одржавања статуса REIT строго су законски регулисани и подразумевају значајну рестриктивност у погледу: структуре активе, структуре прихода и расподеле добитка. Порески третман једнако је специфичан. Исплаћене дивиденде третирају се као одбитна ставка у обрачуну опорезивог добитка компаније, што за резултат има традиционалну исплату целокупног добитка акционарима, односно изостанак пореских обавеза на корпоративном нивоу. С тим у вези, отвара се проблем маневарског простора који остаје на располагању менаџменту REIT-а у вођењу дивидендне политике.

Финансијско извештавање REIT-а уређено је професионалном регулативом, услед чега се у финансијским извештајима REIT-а транспарентно виде висина оствареног нето добитка, као најшире коришћеног мерила профитабилности, и зарада по акцији, чији обрачун полази од нето добитка у финансијским извештајима REIT-а, годинама уназад, поред нето добитка, фигурира и паралелна метрика која меродавније одражава постигнуте перформансе и омогућава њихово поређење у сукцесивним обрачунским периодима. Обелодањивање ових, нестандартних, показатеља мотивисано је отклањањем ограничења важећих рачуноводствених концепата која се испољавају приликом квантитативног изражавања финансијских перформанси REIT-а.

**Кључне речи:** Затворени инвестициони фондови за улагања у некретнине (REIT), нето добитак, средства из пословне активности (FFO), трошкови депресијације, дивидендна политика.

\*) Економски факултет Универзитета у Београду, асистент

\*\*) Овај напис је објављен у Зборнику 44. симпозијума "Рачуноводствено регулаторно окружење: подстицаји или ограничење привредног раста"

### Увод

Индустрија некретнина стара је колико и чо-векова потреба за склоништем од немилосрдне природе. Данас готово не постоји појединац који није, на директан или индиректан начин, повезан са функционисањем моћног механизма ове индустрије. Она више није примарно оријентирана на задовољење основних људских потреба већ је еволуирала, путем различитих организационих облика, у софистицирани систем прикупљања и оплодње капитала. Иако традиционални модели алокације ресурса и инвестиционе теорије третирају улагања у комерцијалне некретнине као вид инвестирања у материјални облик генеричких средстава, са циљем диверзификације портфолија укупних улагања оне, због низа специфичности, у суштини функционишу као засебна, циклична и капитално интензивна индустријска грана. Некретнине су, другим речима, засебан бизнис, како у животу појединца, тако и у пословним подухватима предузећа.

Индустрија некретнина издвојила се као специфично инвестиционо подручје јер се, како су показале анализе (видети нпр. Saint-Pierre, "Real Estate – On the Threshold of Industry Status", *Journal of Financial Planning*, 1990, 74-77), укључивањем некретнина у портфолио улагања, повећава ниво диверзификације, значајно редукује ризик портфолија и омогућава постизање виших приноса, услед чињенице да стопе приноса на улагања у некретнине и стопе приноса на улагања у хартије од вредности имају низак степен корелације. Осим тога, улагање у некретнине окарактерисано је као захвалан инструмент хеџинга од инфлаторних ризика, због својеврсног тржишног циклуса који омогућава реализацију релативно високих реалних приноса, односно стопа приноса које надилазе индексе инфлације. Када се томе дода чињеница да ове инвестиције доносе и номинално веће зараде у односу на акције и обвезнице, при томе уз значајно мањи ризик улагања, постаје јасно због чега финансијски аналитичари и портфолио менаџери, чак и у светлу донедавно актуелне кризе, саветују мале и институционалне инвеститоре да закуцају на врата тржишта некретнина.

Овакви ставови подржани су догађајима на тржишту некретнина у САД током 1970-их, па све до средине 1980-их година. Приноси на улагања у некретнине су доживели врхунац у периодима са израженим инфлаторним тенденцијама и високим степеном волатилности цена хартија од вредности, истичући стабилност тржишта некретнина и додатно истичући перформансе индустрије некретнина. Не треба, ипак, изгубити

из вида да поређење улагања у некретнине са улагањима у власничке и дужничке хартије од вредности није у потпуности меродавно. Суштинска разлика између ових видова инвестиција је у томе што су акције и обвезнице медијум путем којег инвеститори врше улагања у најразличитије облике пословања, привредних грана и сектора, док су инвестиције у некретнине заправо улагања у класу средстава која се налазе у фокусу једне индустрије. Због тога је свака анализа заснована на њиховом поређењу еквивалентна поређењу перформанси индустрије некретнина са комбинованим перформансама свих осталих индустрија отворених за инвестиције. Крајем 1980-их година, тржиште некретнина се суочило са презасићеношћу капиталом и вишком капацитета. Излазећи у сусрет великој инвестиционој тражњи, индустрија је приступила интензивном развоју нових производа, што је довело до модерних грађевинских и техничко-технолошких решења и појаве савремених видова инвестирања и услуга у области некретнина.

У ново доба, индустрију некретнина чине два сегмента: индустрија управљања и развоја некретнина и затворени инвестициони фондови за улагања у некретнине (*Real Estate Investment Trusts* – REIT).

Амерички конгрес је 1960. године створио REIT-е, како би тржиште инвестиционих некретнина учинио доступним свим инвеститорима, на приступачан начин, еквивалентан куповини и продаји ликвидних хартија од вредности, омогућивши додатни подстицај за даљи развој привреде. Укључивање REIT-а у *Standart & Poor* индекс, као најшире коришћено мерило инвестиционих перформанси на територији САД, од 2001. године, наглашава значај који они имају на тржишту капитала и представља јавно признање интегралне улоге ових фондова у доминантној светској економији и процесу диверзификације инвестиционог портфолија. Пре њиховог оснивања, приноси од улагања у комерцијалне некретнине били су бенефиција великих институција и богатих појединаца који су имали довољно финансијске снаге да предузимају ову врсту инвестиција.

### **1. REIT: институционални оквир, врсте и предности инвестирања**

Велику популарност у инвестиционој јавности REIT-и су стекли захваљујући комбинацији супериорних карактеристика два типа улагања: сигурности и исплативости улагања у некретнине и високе ликвидности улагања у акције. Ди-

ректно инвестирање у некретнине има своје предности, али се не може назвати ликвидним, због тога што преображај овог вида средстава у новчани облик подразумева релативно дуг временски период, високе трошкове конверзије и неизвесност будуће тржишне вредности. Овај недостатак превазилази се инвестирањем у REIT-е које, осим што се у дужем временском периоду показало као профитабилно и стабилно, омогућава да се, продајом акција на берзи, једноставно и брзо поново дође до готовине. Не чуди, стога, што је овај вид инвестиција постао веома атрактиван како за појединце, тако и за институционалне инвеститоре (пензионе фондове, осигуравајућа друштва и велике комерцијалне банке). Захваљујући релативно предвидљивим новчаним токовима повезаним са инвестицијама у REIT, институционални инвеститори могу боље излазити у сусрет динамици пројектованих финансијских обавеза и редуковати ризик сопственог портфолија улагања.

Предности инвестирања путем REIT-а, у односу на директно улагање у некретнине, могу се сажети у следећем:

- Акције REIT-а могу се прибавити или продати са лакоћом којом се тргује акцијама било које јавно котиране компаније;
- Акционари REIT-а остварују приносе у виду дивиденди, и у облику апresiasi вредности акција;
- Најчешће потенцирана квалитативна карактеристика REIT-а је финансијски истанчан, професионалан, искусан и проактиван менаџмент, обазрив према ризицима, лично мотивисан на успех јер су, у највећем броју случајева, чланови менаџмент тима истовремено и немали акционари, који немају ништа мању аверзију према губитку капитала од било ког другог инвеститора. Резултати студије коју су спровели Енглин и други (Anglin et al., "How Does Corporate Governance Affect the Quality of Investor Information? The Curious Case of REITs", *Journal of Real Estate Research*, 2011, 1-23), указују на то да специфичан законски и организациони оквир у коме послују REIT-и умањује потребу за екстерним надзором ових фондова, односно да регулаторна ограничења и начин функционисања REIT-а редукују информациону асиметрију у овој индустрији, у односу на остале типове корпорација;
- Јавно котирани REIT-и, као и све остале јавне компаније, морају да задовоље ригорозне и обимне критеријуме у вези са презентовањем кварталних и годишњих ревидираних финан-

сијских извештаја, са свим пратећим документима захтеваним од надлежних комисија за хартије од вредности;

- Одговорност акционара за преузете обавезе REIT-а је ограничена;
- REIT-и, по правилу, претендују на умерен степен задуживања, о чему сведочи и податак да је просечни рацио дуга (односно дуга и укупних средстава) на нивоу индустрије био испод 55% у протеклој деценији.

Затворени инвестициони фондови за улагања у некретнине, за добијање и одржавање статуса, морају континуирано испуњавати неколико услова<sup>1</sup>: некретнине морају чинити бар 75% укупне активе компаније, које генеришу минимум 75% укупног прихода у виду закупнина и/или камата на хипотекарне зајмове, а најмање 90% опорезивог добитка компаније мора бити дистрибуирано акционарима у виду дивиденди. Истовремено, REIT-и морају имати минимум 100 акционара, при чему, у рукама пет или мање акционара не сме бити концентрисано више од 50% акција.

Специфичност пореског третмана огледа се у томе да се исплаћене дивиденде одузимају од опорезивог добитка компаније, што за резултат има традиционалну исплату целокупног добитка акционарима, односно изостанак пореских обавеза на корпоративном нивоу. Порез, другим речима, плаћају инвеститори, како на дивиденде, тако и на капиталне добитке приликом продаје акција.

Овако високо постављени критеријуми класификације условили су да акционари REIT-а у просеку остварују приходе од дивиденди далеко изнад приноса на улагања у остале ликвидне хартије од вредности, и ставили индустрију некретнина на пиједестал стабилности, због изражене историјске способности да избегне волатилност приноса, чак и у променљивим тржишним околностима. Захваљујући континуираном расту индустрије, једна трећина укупног повраћаја на инвестиције у REIT, од 1972. године, последица је умереног али дугорочног раста тржишних цена акција ових фондова (NAREIT, *The Investor's Guide to the Real Estate Investment Trusts Industry*, 2011, 4).

Дистинкција између инвестиција у REIT и осталих улагања произилази из специфичности које се не могу пронаћи у карактеристикама било које друге индустрије. Предвидљивост приноса на ове инвестиције заснована је на чи-

1) Услови су дефинисани на савезном нивоу, пореским регулаторним актом IRC (*Internal Revenue Code*).

њеници да REIT-и остварују приходе по основу закупнина, које су последица лизинг уговора са дугим периодима трајања, и камата на дугорочне зајмове које REIT-и емитују приликом продаје некретнина. Дуг временски оквир појединачних послова, подржан јаким законодавним и судским системом, омогућава садашњим и потенцијалним инвеститорима да уз велики степен поузданости предвиде ионако стабилан ток прихода ових извештајних ентитета. Једноставност бизнис модела на коме је засновано пословање REIT-а додатно поједностављује пројекције и чини их разумљивим и најмање едукованим инвеститорима који лако могу закључити да ће се принос на инвестиције повећавати сразмерно повећању попуњености капацитета некретнина и расту лизинг рата током времена.

Дуалност подједнако стабилних приноса (годишња дивидендна стопа од 5% увећана за апresiasiју тржишних цена акција REIT-а која се креће од 4%-6% годишње, даје укупну стопу повраћаја на инвестиције која се креће у размаку од 9%-11% (Block, Investing in REITs, 2006, 9)) доприноси већем степену заштите од инфлаторних ризика (да су инвестиције у REIT парцијална мера заштите од антиципиране инфлације показано је у раду: Park et al., „ Are REITs Inflation Hedges?“, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, 1990, 91-103), чинећи REIT инвестиције здравим, атрактивним, доступним и конкурентним на тржишту капитала, у такмици са осталим акцијама, великог и малог степена тржишне капитализације, и хартијама од вредности са фиксним приносима (према истраживањима Ibbotson Associates, ауторитета у области алокације ресурса, предвиђања кретања на тржиштима капитала и прављења инвестиционих портфолија: [www.ibbotson.com](http://www.ibbotson.com)).

Често постављано питање у научним круговима, чије расветљавање омогућава инвеститорима да сагледају ризике улагања, користи од диверзификације у REIT, и понашање приноса је, да ли су јединице које емитују REIT-и ближе, по својим одликама, обичним акцијама, или хартијама од вредности са фиксним приносима. Контроверзни резултати различитих истраживања указују на хибридна својства REIT-а која, у датим околностима, производе ефекат хеџинга у мешовитом инвестиционом портфолију, нарочито када тржиште акција значајно осцилира услед економских шокова (више о мешовитим карактеристикама хартија од вредности које емитују REIT-и, као и о начину понашања приноса на различитим тржиштима писано је у: Hsin-Mei et al., „The Hybrid Characteristic of REIT Returns: Evidence from Japanese and U.S. States

Markets“, *Journal of Real Estate Literature*, 2010, 77-98).

Перформансе REIT-а зависе од много фактора, премда је занимљиво издвојити један од њих, који се односи на тип REIT-а, односно примарну делатност. У прву групу фондова (equity REIT) спадају компаније које у фокусу пословања имају куповину, управљање, реновирање, одржавање, развој (изградњу) - када се укаже повољна економска околност, и само повремено, продају некретнина. Њихови инвеститори имају могућност да спецификују своја улагања бирајући не само врсту некретнине, већ и географску локацију за коју ће инвестиција бити директно везана. Није на одмет напоменути да и међу њима постоје додатне специјализације, односно ближа одређења. Неки REIT-и за опредељење имају само једну врсту некретнина (примера ради, станове или тржне центре, или пословне објекте, или објекте здравствено рекреативног типа), док се други концентришу на географску локацију која комбинује различите типове некретнина.

Другу групу чине REIT-и оријентисани на продају некретнина путем дугорочних зајмова са колатералним обезбеђењем у некретнинама (mortgage REIT). Очигледно, разлике између различитих типова фондова нису безначајне, почев од структуре активе (у првој групи доминантан облик средстава чине различити типови некретнина, а у другој потраживања), преко осетљивости на промене каматних стопа, до висине дугорочних укупних приноса, волатилности тржишних цена акција, изложености ризицима и ликвидности. Зајмодавне REIT-е карактерише повећан левериџ који условљава веће осцилације зарада, а самим тим и дивиденди. Поред тога, оваква финансијска структура изложена је ризицима промене каматних стопа, па чак и ризицима промене спреда између дугорочне и краткорочне каматне стопе, чијим испољавањем може доћи до суштинског нарушавања предвиђених токова рентабилитета. Коначно, с обзиром да ови фондови не поседују некретнине чију вредност је могуће поуздано утврдити (већ хипотеке над њима), вредновање акција зајмодавних REIT-а је значајно отежано. У пракси се, додуше спорадично, срећу и мешовити REIT-и који представљају комбинацију претходна два типа.

Чињеница да данас на тржишту некретнина преовлађује први облик REIT-а, те да су фондови ове групе у периоду од јануара 1978. године до децембра 2012. године остварили просечан укупан повраћај на инвестиције по стопи од 12.9% ([www.reit.com](http://www.reit.com)), уз прихватљив инвестициони ризик, и релативно малу волатилност тржиш-

них цена акција, довољно говори о предностима улагања путем овог, супериорног изума индустрије некретнина.

Организациона форма REIT-а, осим наведених користи, са собом носи и значајан обим трошкова (према: Chan et al., *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment*, 2002, 37-40). Две, у литератури најчешће наглашаване, предности коришћења позајмљених извора финансирања су: умањење опорезивог добитка за износ камате, и смањење агенцијских трошкова. С обзиром да REIT-и не подлежу опорезивању добитка на корпоративном нивоу, не могу ни остварити пореске уштеде по основу задуживања. Ова околност доводи REIT-е у неповољнију позицију у односу на остале компаније, јер повећава трошкове дуга, па не чуди конзервативна политика задуживања којој у прилог говори и податак да је просечни рацио дуга, у equity REIT-има, који се јавно котирају на берзама у САД, за 2012. годину износио око 35% (www.reit.com).

Коришћење позајмљеног капитала смањује ризик од инвестирања слободних новчаних средстава у непрофитабилне пројекте из два разлога. Први разлог је што менаџерима остаје мањи обим новчаних средстава за инвестирање, макар у делу у коме средства морају да буду ангажована за враћање дугова, а други разлог је што повериоци врше додатни надзор над менаџерским активностима, што заједно посматрано смањује агенцијске трошкове. Могло би се рећи да овај проблем не долази до изражаја у REIT-има, јер се највећи део слободних новчаних средстава усмерава ка исплати дивиденди. Међутим, ако имамо у виду да минимум 75% активе REIT-а чине некретнине, те да оне имплицирају значајан обим трошкова амортизације, као неновчане ставке која улази у обрачун нето добитка, јасно је да REIT-има на располагању ипак остаје значајан износ слободних новчаних средстава, у вези са којима инвеститори REIT-а подносе веће агенцијске трошкове, него инвеститори компанија са вишим финансијским левериџом.

Најзначајније ограничење REIT-а је веома редукован потенцијал раста. Излазећи у сусрет законској обавези да бар 90% опорезивог добитка буде исплаћено путем дивиденди, REIT-и, готово да остају без могућности да из интерних извора (задржаног добитка) финансирају раст. Екстерни извори финансирања, са друге стране, за REIT-е су донекле неповољни: дуг из разлога о којима је већ било речи, док емисија нових

акција са собом носи ризик од депресијације тржишне цене акција.

Још један потенцијални ризик пословања REIT-а везан је за немогућност брзих измена структуре портфолија у складу са кретањима на тржишту. За разлику од осталих компанија које могу прибављати и отуђивати некретнине у најповољнијем тренутку тржишног циклуса, REIT-има институционални оквир ускраћује слободу да прибављене некретнине отуђе у кратком периоду (од четири године), и додатно пенализује продају некретнина класификованих као некретнине намењене продаји, стопостотним опорезивањем капиталног добитка од продаје (Gore, Stott, "Toward a More Informative Measure of Operating Performance in the REIT Industry: Net Income vs. Funds From Operations", *Accounting Horizons*, 1998, 325).

Тиме се REIT-и обесхрабрују да развијају пројекте са некретнинама у циљу препродаје, услед чега се суштина њиховог пословања заснива на поседовању и ангажовању некретнина у пословима који доносе стабилне приходе (најчешће рентирање и лизинг).

## 2. Карактеристике тржишта REIT-а

Глобално тржиште некретнина структурирано је из REIT-а и осталих компанија које се баве развојем и управљањем некретнинама, али немају облик инвестиционих фондова. REIT-и се, за разлику од осталих компанија индустрије, у складу са стандардима класификације глобалне индустрије GISC (*Global Industry Classification Standard*), евалуирају према величини тржишне капитализације.

**Табела 1: Приказ кретања показатеља раста и стопа раста глобалне индустрије REIT-а за период 2006-2010. године**

Година	Тржишна капитализација у милијардама долара	Стопа раста
2006.	1.675,7	-
2007	1.366,5	(18,5%)
2008.	799,2	(41,5%)
2009.	568,0	(28,9%)
2010.	795,0	40,0%

Datamonitor, 2011.: Real Estate Investment Trusts Industry Profile, стр. 10

Тржишни сегмент који држе компаније у REIT организационом облику, законски је строго

регулисан у свим националним економијама у којима постоји, а ригорозно дефинисана правила у вези са ограничењем врсте пословних операција, начина расподеле добити и структуре активе отежавају улазак нових учесника. Осим тога, у појединим земљама, као што је Велика Британија, приступ овом тржишном сегменту који има огромне пореске олакшице умањен је и због обавезе плаћања регистрационе таксе за компаније које желе да стекну статус REIT-а, чија висина је 2% укупне тржишне вредности инвестиционих некретнина.

Иако је у 2007. и 2008. години била снажно погођена светском економском кризом, што се види из пада тржишне капитализације за 18,5% и 41,5% респективно, REIT индустрија се већ у 2009. години ревитализовала отпочињући убрзани раст који би требало да резултује у просечној стопи раста од 11,6% и тржишној капитализацији вредној 1.375,2 милијарди долара, до краја 2015. године (према пројекцијама Datamonitora из 2011. године). Без обзира на негативне стопе раста које је REIT индустрија забележила услед уласка светске економије у рецесивну фазу, не треба губити из вида да су стопе раста ове индустрије, од њеног оснивања, имале позитиван тренд. Примера ради, у периоду 1990-1995. године тржишна капитализација свих јавно котираних REIT-а у САД порасла је са 8.5 милијарди долара на 56,2 милијарде долара, док је у 2000. години износила 140 милијарди долара (према: Chan et al., 2002, 19).

За разлику од осталих сегмената тржишта некретнина, који примарно задовољавају потре-

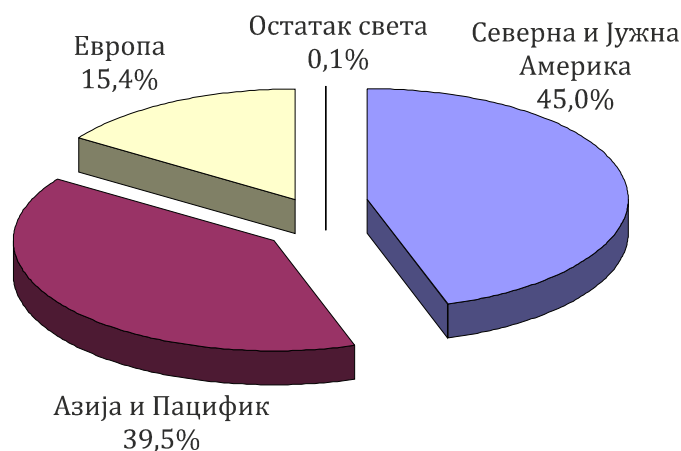
бе за стамбеним простором, REIT су, у већој мери, оријентисани на послове у вези са корпоративним некретнинама. Наведеном у прилог је чињеница да REIT-и специјализовани за послове изградње, менаџмента и лизинга малопродајних објеката узимају највеће учешће у вредности индустрије од 25,9%, а прате га REIT-и фокусирани на индустријске некретнине и пословне зграде са учешћем од 19,8%, док 15,4% тржишта окупирају стамбени REIT-и.

Географска распрострањеност и финансијска снага фондова чије инвестирање је фокусирано на некретнине показују да, иако настали у САД, REIT-и су организациони облик који има велику популарност на територији Азије.

Тржиштем REIT-а доминира мали број великих фондова, при чему четири компаније, које су на самом врху индустрије (Simon Property Group, Public Storage, Vornado Realty Trust, i Equity Residential), генеришу нешто мање од 10% укупне тржишне вредности индустрије.

Закон о инвестиционим фондовима Републике Србије, оставља могућност оснивања затворених инвестиционих фондова за улагање у некретнине на територији Србије. Они се дефинишу као "правна лица организована као акционарска друштва која се сматрају јавним друштвима, у смислу закона којим се уређује тржиште капитала, која као институције колективног инвестирања функционишу на принципу прикупљања новчаних средстава путем издавања акција јавном понудом, при чему, више од 60% своје имовине улажу у непокретности" (чл. 100. и 101. Правилника о инвестиционим фондовима). Не-

**Слика 1 - Сегментација глобалне индустрије REIT-а према учешћу географских тржишта у укупној тржишној капитализацији**



покретности које чине активу ове врсте фондова морају бити уписане у јавне књиге о евиденцији непокретности без икаквих терета и осигуране од свих врста ризика. Истовремено, затворени инвестициони фондови не смеју уложити више од 20% своје имовине у једну непокретност и не могу се појављивати у својству инвеститора, извођача или другог учесника у градњи, у смислу закона којим се уређују планирање и изградња објеката.

Без обзира на предвиђену законску могућност оснивања REIT-а у Србији, у Регистру инвестиционих фондова Комисије за хартије од вредности Републике Србије још није евидентирано постојање ове врсте фондова. Разлози су вишеструки. Статус REIT подразумева много сложенији институционални оквир него што је то пука законска могућност за оснивање. Пословање REIT-а по принципима који важе у земљама у којима они имају већ дугу историју пословања, подразумева координацију низа законских их подзаконских аката, пре свега из домена фискалних прописа. У том контексту, да би се REIT-и појавили на нашем тржишту, неопходно је релаксирање плаћања пореза на добитак на корпоративном нивоу, уз истовремено онемогућавање избегавања плаћања пореза од стране инвеститора. Примера ради, уколико би REIT био регистрован на територији Србије, док би неки инвеститор био држављанин или правно лице регистровано на територији неке државе са којом Србија има потписан споразум о избегавању двоструког опорезивања, без адекватног усклађивања пореске регулативе, порез не би платио ни фонд, а ни страни инвеститори. То је један од основних разлога због којих су се многе развијене европске земље тек пре неколико година одлучиле на измену законских решења, како би омогућиле оснивање и рад REIT-а. На нивоу Европске уније већ постоје идеје да се питање правне регулативе, која би уређивала пословање REIT-а, уреди на јединственој основи (Lerner, "EU REITs", 2006, [www.nareit.com](http://www.nareit.com)).

Баријеру оснивања и пословања REIT-а у Србији, осим наведеног, представљају и плитко финансијско тржиште, у вези са којим настају високи трошкови финансирања пројеката, недостаци правног оквира у чијем су домену имовинско-власнички односи, планирање и изградња, спорост судског система у решавању сложених спорова у пословима са некретнинама, што заједно узевши значајно повећава ризик улагања.

Са друге стране, неспорно је да у Србији постоји простор за профитабилно пословање ове врсте фондова. Изражени раст тражње за некретнинама (посебно за стамбеним, малопродај-

ним, пословним и хотелским објектима) у другој половини претходне деценије, узрокован дуготрајно ниском понудом са једне стране, и све широм доступношћу хипотекарних кредита са друге стране, условио је улазак на тржиште великих мултинационалних компанија које немају организациони облик REIT-а (CB Richard Ellis Colliers International, Danos Group, Mace Group, Soravia Group и других). Захваљујући томе, индустрија некретнина је узела учешће од 9,5% у укупном друштвеном бруто производу Србије у 2008. години, а стране директне инвестиције у српско тржиште некретнина у периоду 2005-2009. године износиле су 741,6 милиона евра (SIEPA, Real Estate Industry in Serbia, 2010, 6).

Након окончања економске кризе, у Србији ће се отворити велики потенцијал за развој REIT индустрије која би могла дати замајац развоју читаве привреде, под условом да се донесе одговарајућа политичка одлука, коју би пратиле обимне измене институционалног оквира. Дobar пример за то је Бугарска, чија влада је препознала потенцијал и обим страних инвестиција које REIT-и могу донети, па је 2007. године у овој земљи већ функционисало 45 REIT-а (видети више у: Murphy, "Bulgaria Beats U.K. and Germany to REIT Market", 2006, International forum).

### **3. Средства из пословних активности (Funds from Operations) vs. Нето добитак: информациони садржај, поузданост и релевантност показатеља**

Финансијско извештавање REIT-а уређено је професионалном регулативом, односно рачуноводственим стандардима под чијим су окриљем и све остале јавно котиране компаније. Због тога се у финансијским извештајима REIT-а транспарентно виде висина оствареног нето добитка, као најшире коришћеног мерила профитабилности, и зарада по акцији чији обрачун полази од нето добитка. У свету REIT-а, ипак, традиционално постоји преференција ка показатељима који меродавније одражавају постигнуте перформансе и омогућавају њихово поређење у временском континуитету. Обелодањивање ових показатеља мотивисано је отклањањем ограничења важећих рачуноводствених концепата, која се испољавају приликом квантитативног изражавања финансијских перформанси REIT-а. Реч је о томе да још увек навелико распрострањена употреба метода историјских трошкова, амортизацију некретнина третира као трошак који целокупном обрачунатом и исказаном висином

умањује најрелевантнији показатељ рентабилних остварења - нето добитак.

Ако пођемо од основног рачуноводственог постулата према којем суштина има предност над формом, а срж послова са некретнинама је да њихова вредност расте, не само услед константног одржавања, већ и због тржишне апresiasi земљишних парцела на којима се објекти налазе, израженог тренда раста цена закупа, свеприсутне модернизације постојећих и техничко-технолошким напретком условљених поскупљења изградње нових некретнина, јасно је да конвенционална рачуноводствена решења доводе до дисторзије пословних остварења REIT-а у финансијским извештајима.

Финансијско-рачуноводствена категорија која је, у пракси и стручној литератури, искључиво везана за REIT-е, и јавно промовисана као информативно надмоћнија у односу на нето добитак, су средства из пословне активности - FFO (*Funds from operations*). FFO су мера новчаних токова проистеклих из послова са некретнинама, и нису синоним за новчане токове из пословне активности, који су кључна компонента индиректне методе добијања извештаја о токовима готовине, јер се израчунавају према формули:

$FFO = \text{нето добитак} + \text{амортизација} - \text{добици од продаје некретнина}$

Прилагођавањем рачуноводственог нето добитка додавањем амортизације, исказане перформансе приближавају се економској реалности, а добитна остварења се филтрирају од вештачких, и у најмању руку, неправедних потцењивања.

Одузимање капиталних добитака, који су резултат продаје непокретности, а самим тим у equity REIT-има имају спорадичан карактер, срачунато је на пружање поузданије информационе основе корисницима финансијских извештаја на основу које се процењује текући и прогнозира будући капацитет REIT-а у погледу исплате дивиденди. Повремени добици од продаје некретнина, у материјално значајној мери утичу на висину нето добитка периода у коме је трансакција извршена, али немају реперкусије на будућа профитна остварења чији обрачуни почивају на дисконтовању релативно стабилних будућих новчаних токова који, као што смо видели, потичу од камата и закупнине. Стога је апстраховање капиталних добитака поступак којим се исправљају повремени деформитети нето добитка, у циљу добијања поузданијих пројекција и трендова перформанси REIT-а, и компарације пословних остварења различитих фондова унутар индустрије.

Иако веома популарна у институционалним и инвестиционим круговима индустрије некретнина, FFO је, као супститутивна мера за нето добитак, критикована из неколико разлога:

- Поступци обрачуна FFO, као и обим и квалитет обелодањивања нису уређени професионалном рачуноводственом регулативом.
- Средства из пословних операција нису предмет екстерне ревизије због чега је њихова информациона поузданост на нижем нивоу у односу на нето добитак, који је под сталном лупом различитих интерних и екстерних органа.
- Менаџмент REIT-а има превелику слободу у начину обрачунавања и исказивања ове величине што повећава ризик од манипулација.
- Континуирана еволуција дефиниције FFO, која је довела до појаве категорије прилагођених средстава из пословних операција - AFFO (*Adjusted Funds from operations*), а чији се обрачун заснива на одузимању од FFO неких трошкова који се за потребе финансијског извештавања капитализују и амортизују у процењеном економском веку трајања, што због додавања амортизације у обрачуну FFO неоправдано повећава његову висину, указује на низ проблема везаних за поштено извештавање садашњих и потенцијалних инвеститора REIT-а, и додатно открива недостатке овог показатеља перформанси.

Национална асоцијација затворених инвестиционих фондова за некретнине (*National Association of Real Estate Investment Trusts - NAREIT*) је још 1991. године јавно изнела аргументе у прилог увођењу специфичне метрике пословних перформанси REIT-а, и дефинисала FFO као информативно надмоћнију категорију у односу на нето добитак, а у контексту институционалног оквира, као најважније детерминанте њиховог пословања. Имајући у виду да концепт FFO није дефинисан рачуноводственим стандардима (GAAP), америчка Комисија за хартије од вредности (SEC) је до 1998. године забрањивала припадницима индустрије да у својим финансијским извештајима обелодањују висину FFO. До данас објављен велики број научних и емпиријских студија потврдио је да је FFO, ако не надмоћнија, а оно бар једнако информативно корисна мера перформанси REIT-а као и нето добитак. Ово је, заједно са чињеницом да готово сви затворени инвестициони фондови за улагања у некретнине, својим инвеститорима, пружају и тај показатељ, условило одлуку SEC-а да допусти обелодањивање FFO у финансијским извештајима припадницима ове специфичне индустрије, с тим што обрачун мора да буде, у што већој мери, усаглашен са концептом резултата са којим је

директно повезан, а који је спецификован смерницама стандарда.

Околност да је NAREIT објавио Национални билтен (*National Policy Bulletin*) чија примена је почела 1. јануара 2000. године, у коме је дефинисао FFO и дао упутства за његов обрачун на основу рачуноводствених информација садржаних у финансијским извештајима састављених на основу Општеприхваћених рачуноводствених принципа, те да је SEC одобрила обелодањивање ове мере перформанси REIT-а у званичним финансијским извештајима, представљала је добру подлогу за емпиријско сагледавање степена манипулација овом мером пре и након ступања на снагу Билтена. Студија која је за предмет анализе имала 1205 опсервација годишњих финансијских извештаја REIT-а, за период 1995-2003. године (Baik et al., "Reliability and Transparency of Non-GAAP Disclosures by Real Estate Investment Trusts (REITs)", *The Accounting Review*, 2008, 271-301) потврдила је већи степен транспарентности FFO, као и мањи обим манипулација овом нестандартном метриком перформанси REIT-а, након ступања на снагу Билтена. Истовремено, стандардизација FFO повећала је његову корелацију са ценама акција, што заправо значи да су инвеститори, путем цена акција на тржишту, рефлектовали промену перцепције квалитета информационог садржаја FFO, у смислу поузданости и релевантности, за све REIT-е који су вршили усаглашавање његовог обрачуна са смерницама рачуноводствених стандарда за обрачун нето добитка. REIT индустрија је, стога, специфичан пример индустрије која се у историји финансијског извештавања изборила за дозволу за обелодањивање нестандартне метрике пословних перформанси, при чему је и на том јединственом примеру потврђено колико високо инвеститори вреднују напоре да се такви показатељи учине униформним.

Имајући у виду начин обрачуна FFO, нето добитак би се, за потребе анализе релевантности показатеља перформанси REIT-а, могао рашчланити на три главне компоненте: FFO, добитке/губитке од продаје некретнина, и трошкове амортизације. Дескриптивни статистички подаци из студије која је проучавала корелацију између стопе повраћаја на акције REIT-а као зависне варијабле, и наведене три компоненте нето добитка, као независних варијабли, указују на два, не тако изненађујућа, закључка (Gore, Stott, 1998, 323-339):

- просечан износ дистрибуираних дивиденди REIT-а превазилази висину просечног нето добитка, али је нижи од просечног износа обелодањеног FFO, што је податак у складу са ставовима

припадника индустрије да нето добитак није поуздана основа за предвиђање рентабилитетних остварења и дивидендног потенцијала REIT-а и,

- исказани трошкови амортизације су у просеку десет пута већи од добитака/губитака од продаје некретнина, из чега се може извући закључак да послови продаје некретнина не чине есенцијалну пословну активност REIT-а.

Резултати овог истраживања показују да су и нето добитак и FFO високо корелисане са стопом повраћаја на акције, те да није могуће донети једнозначан закључак да FFO објашњава већи степен варијација зависне варијабле од нето добитка. Разлог је у чињеници што FFO систематски изоставља информацију корелисану са повраћајем на акције, а која је садржана у нето добитку. Рашчлањењем нето добитка на поменуте компоненте и тестирањем статистичке значајности њихових регресионих коефицијената, недвосмислено проистиче да компонента амортизације (депресијације) нема статистички значајан утицај на повраћај на акције, због чега њено укључивање у обрачун рентабилитетних перформанси REIT-а уноси забуну у инвестициону јавност.

Са друге стране, добици од продаје некретнина, према резултатима овог модела, јесу релевантна рачуноводствена информација која је искључена из обрачуна FFO. Очигледно да је информационо предност FFO у томе што отклања утицај амортизације на перформансе REIT-а, али је та предност умањена чињеницом да изоставља релевантну информацију о оствареним резултатима из трансакција продаје некретнина.

Питање рачуноводствене депресијације посебно је релевантно за REIT-е због тога што некретнине чине највећи део њихове активе, при чему су, очигледно, предмет економске апресијације, а не депресијације. Према подацима Националног одбора повереника за инвестиције у некретнине (*National Council of Real Estate Investment Fiduciaries*) из 2006. године, тржишна вредност комерцијалних некретнина је у просеку расла за 1,98% годишње у периоду од 29 година (1977-2006). Када би рачуноводствена депресијација некретнина приближно била једнака економској депресијацији, књиговодствена вредност некретнина подударала би се са садашњом вредношћу будућих новчаних токова од њихове употребе. Како то није случај, у инвестиционој јавности REIT-а, а приликом доношења инвестиционих одлука, неретко се врши поређење цена акција REIT-а са нето вредношћу средстава по акцији (*Net asset value per share - NAV*). NAV је мера заснована на збиру појединачних тржиш-

них вредности некретнина REIT-а, од кога се одузимају укупне обавезе, након чега се помену-та разлика дели са бројем издатих акција REIT-а.

Емпиријски подаци показују да рачуноводствена акумулирана депресијација систематски потцењује књиговодствену вредност средстава REIT-а, односно да рачуноводствена депресијација значајно надилази економску. С обзиром да се тржишна вредност некретнина, као и њихова економска депресијација, најочигледније могу утврдити у трансакцијама продаје, појава као и висина добитака од продаје некретнина представља апроксимативну меру одступања економске од рачуноводствене депресијације. На узорку трансакција продаје некретнина REIT-а показано је да рачуноводствена депресијација у просеку надилази економску за око 54%, док је тај проценат у компанијама различитим од REIT-а свега 2,7% (Kang, Zhao, "Information Content and Value Relevance of Depreciation: A Cross-Industry Analysis", *The Accounting Review*, 2010, 253).

Акумулирана амортизација суштински представља непродуктивну (потрошену) компоненту вредности некретнина, па не би требало да има било какав предиктиван потенцијал у вези са будућим користима тј. приходима од коришћења некретнина. То, наравно, не важи за рачуноводствену акумулирану амортизацију некретнина REIT-а, имајући у виду да висина рачуноводствене амортизације позитивно утиче на будуће оперативне приходе REIT-а (Kang, Zhao, 2010, 253), што је додатна потврда тезе о значајном потцењивању књиговодствене вредности активе REIT-а, до које доводи доследно придржавање рачуноводствене регулативе.

Евидентно је, такође, да се инвеститори приликом доношења инвестиционих одлука у већој мери ослањају на информациони садржај FFO у периодима у којима нето добитак садржи материјално значајно учешће транзиторних компоненти (Stunda, Турпо, "The Relevance of Earnings and Funds Flow from Operations in the Presence of Transitory Earnings", *Journal of Real Estate Portfolio Management*, 2004, 37-45). Транзиторне компоненте нето добитка подразумевају ставке ванредних добитака/губитака, промене у професионалној регулативи са утицајем на нето добитак, и сличне једнократне утицаје за које се не очекује да ће се појављивати у будућим обрачунским периодима. У периодима у којима је висина нето добитка под значајним утицајем транзиторних компоненти, услед чега се смањује релевантност овог показатеља за потребе пројектовања будућих перформанси, FFO који је, по дефиници-

ји, у великој мери лишен ових једнократних утицаја, инвеститорима REIT-а пружа поуздану информациону основу за предвиђање и доношење инвестиционих одлука. Инвеститори осталих компанија се, са друге стране, у таквим околностима, не могу ослонити на неки други показатељ, комплементаран нето добитку.

Надмоћ FFO, у односу на остале рачуноводствене аутпуте, и поред наведених слабости, је неоспорна. Истраживања су показала да су, у пракси, пројекције засноване на овом показатељу много поузданије од оних које полазе од нето добитка (детљаније видети у: Downs, Guner, „On the Quality of FFO Forecasts“, *Journal of Real Estate Research*, 2006, 257-274), што у позадини може имати значајне реперкусије на индустрију некретнина. Добро структуриран, поуздан, и на нивоу индустрије релевантан показатељ перформанси извештајних ентитета, могао би значајно да редукује билансне и пословне ризике, и да подстрек инвеститорима да свој капитал усмере на тржиште некретнина.

#### **4. Специфичности дивидендне политике REIT-а**

Исплатом дивиденди, компаније инвеститорима дистрибуирају део интерно генерисаног капитала, односно врше трансфер корпоративне имовине. У циљу одржања висине оригинално уложеног капитала, дивидендна плаћања не би требало да премаше расположиви добитак текућег и акумулирани добитак ранијих обрачунских периода. Кључно питање у вођењу политике дивиденди јесте у којој сразмери треба поделити нето добитак на део који ће бити дистрибуиран акционарима, и део који ће бити задржан у компанији. Већи обим добити задржане у предузећу подразумева више интерних извора за инвестирање у профитабилне пројекте, односно већи потенцијал раста. И једна и друга компонента расположивог добитка се, у теорији и пракси, могу довести у везу са кретањем тржишне вредности компаније, што политици дивиденди даје епитет изразито сложеног и контроверзног подручја стратегије предузећа. Ипак, могло би се рећи да је, судећи по компанијама чије акције се котирају на берзама, најшире прихваћени тип политике дивиденди, политика стабилних дивиденди, која и највише привлачи инвеститоре (више о проблемима дефинисања политике дивиденди писано је у: Малинић, *Политика добити корпоративног предузећа*, 2007, 289-363).

Имајући ово у виду, поставља се питање каква је, и колики, маневарски простор менаџмента REIT-а на овом подручју, ако се пође од законског ограничења у погледу дистрибуције добитка, које подразумева обавезну исплату минимум 90% опорезивог добитка. Задати рацио исплате дивиденди води закључку да ће висина дистрибуираних дивиденди REIT-а зависити искључиво од нивоа оствареног нето добитка, те да ће свега 10% зараде бити акумулирано за потребе будућег раста. Могло би се рећи да менаџмент REIT-а готово да нема простора за вођење политике уравнотежених дивиденди, услед обавезујућег, високо постављеног, минималног рација плаћања дивиденди са једне стране, и флукутирајуће висине нето добитка, са друге стране. То повлачи ризик да ће тржиште пенализовати нестабилне дивиденде, потцењивањем вредности акција REIT-а. У таквим околностима дискутабилно је какве сигнале, садашњим и потенцијалним инвеститорима, шаљу REIT-и дивидендним исплатама условљеним законским ограничењима, и како на њих реагују инвеститори који преферирају стабилност дивиденди.

Аутори који су први емпиријски потврдили да су REIT-и у најмању руку специфични, када је дивидендна политика у питању, те да законска обавеза исплате бар 90% добитка не подразумева тако стриктно ограничење маневарског простора за њене носиоце, као што се то на први поглед чини, били су Ванг и други (Wang et al., Dividend Policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts, *Real Estate Economics*, 1993, 185-201). Они су на посматраном узорку REIT-а показали да су исплаћене дивиденде, на нивоу од 165% опорезивог добитка. Касније студије (Bradley et al., "Dividend Policy and Cash-Flow Uncertainty", *Real Estate Economics*, 1998, 555-580) потврдиле су да су дистрибуиране дивиденде, у просеку, чак дупло више од износа исказаног нето добитка. Емпиријски подаци указују на то да, већина правила постављена теоријом политике дивиденди (правило нето профита и правило одржања уложеног капитала) не важе за ову врсту инвестиционих фондова.

Оно што REIT-има омогућава да дистрибуирају акционарима знатно већи проценат добитка од законског минимума је нето новчани ток чији ниво, у нормалним околностима, значајно надилази висину нето добитка. Познато је да портфолијом улагања најзаступљенијег типа REIT-а - equity REIT-а, доминирају некретнине које повлаче високе обрачунате трошкове амортизације, што им омогућава исказивање нижег добитка, а у складу са професионалном регула-

тивом. Како је амортизација неновчани, и при том, материјално најзначајнији расход у билансима успеха REIT-а, она узрокује велико позитивно одступање новчаних од рентабилитетних токова. Чињеница да актива REIT-а, како смо већ видели, апресира током времена, те да рачуноводствена амортизација нема економско упориште, менаџменту REIT-а отвара простор за вођење политике дивиденди који надилази законске оквире.

Дистрибуиране дивиденде REIT-а, из наведених разлога, садрже две компоненте. Прва компонента има недискрециони карактер и подразумева висину дивиденди коју је неопходно трансферисати акционарима како би се задржао статус REIT-а. Осим тога, пуко задовољавање законског минимума у погледу рација исплате дивиденди, подразумева да ће део задржаног добитка бити опорезован на корпоративном нивоу, због чега инвеститори REIT-а могу негативно реаговати на чињеницу да се део њихових приноса дистрибуира држави. То је разлог због кога менаџмент ових фондова целокупни опорезиви добитак, као и све нето капиталне добитке од продаје некретнина, трансферишу инвеститорима у виду недискреционих дивиденди.

Део укупно исплаћених дивиденди REIT-а који надилази ниво дивиденди потребан да се задржи статус и избегне плаћање федералног пореза на корпоративном нивоу, представља дискреционе дивиденде. Дефинисање висине ове компоненте је у искључивој ингеренцији менаџмента REIT-а. Истраживања показују да дискрециони део дивиденди који REIT-и исплате изнад висине дивиденди који је потребан да се избегне опорезивање, чини у просеку 17,9% укупно дистрибуираних дивиденди. Учешће исплаћених дискреционих дивиденди који надилази ниво дивиденди потребан да се одржи статус REIT-а, у укупно исплаћеним дивидендама је нешто веће, и износи 35,1% (Boudry, „An Examination of REIT Dividend Payout Policy”, *Real Estate Economics*, 2011, 612).

Потребно је напоменути да су недискрециона и дискрециона компонента дивиденди негативно корелисане варијабле, што значи да повећање висине исплаћених дивиденди потребне да се задржи статус и/или избегне опорезивање, смањује висину дискреционих дивиденди. Јасно је да менаџмент REIT-а користи дискрециону компоненту дивиденди као инструмент вођења дивидендне политике, односно постизања циљне висине укупно трансферисаних дивиденди. Дескриптивне статистике узорка од 113 equity REIT-а чија дивидендна политика је

праћена у периоду 1997-2007. године (Boudry, 2011, 601-634), указују на то да постоји велики варијабилитет исплаћених дискреционих дивиденди, како по различитим јединицама посматрања, тако и у оквиру истих јединица посматрања у различитим периодима. Неки REIT-и изузетно ретко исплаћују дискреционе дивиденде, док други то чине сваке године, при чему њихова висина варира од године до године, у зависности од флукуације новчаних токова и FFO.

Проблем информационе асиметрије једнако је изражен у REIT-има као и у осталим јавно котираним компанијама. Објава менаџмента REIT-а о висини дивидендних исплата, један је од најзначајнијих комуникационих канала којим се редукује степен информационе асиметрије. Многе студије су, емпиријским анализама потврдиле да се степен информационе асиметрије, мерен бид-аск спредам (*Bid-Ask Spread*), значајно смањује убрзо након објаве висине дивиденди (видети нпр.: *Downs, Guner, "Capital Distribution Policy and Information Asymetry: A Real Estate Market Perspective", Journal of Real Estate Finance and Economics, 2000, 235-250*).

Како су новчани токови оквир у коме се врше дивидендна плаћања REIT-а, а не нето добитак, њихово пројектовање чини окосницу дивидендне политике. Из литературе је познато да инвеститори реагују на објаву о повећању висине дивиденди на начин који доводи до повећања цена акција тј. да тржиште кажњава информацију о редуковању дивиденди кроз пад цена акција. Имајући у виду традиционално висок рацио исплате дивиденди у REIT-има, јасно је да менаџери, објавама о висини дивиденди, преносе на инвеститоре информације о сопственим очекивањима у вези са будућим перформансама REIT-а.

Видели смо да је маневарски простор за вођење политике дивиденди REIT-а релативно широк, и да се креће у распону од 90%-200% опорезивог добитка. Имајући на уму каузални однос дивиденде-цена акција, менаџери REIT-а у којима је изражена волатилност новчаних токова (услед већег леверица, ниже вредности портфолија или недовољно диверзификованог портфолија), водиће конзервативну дивидендну политику, одржавајући нижи рацио плаћања дивиденди. Тиме умањују ризик да, у периодима у којима је ROA (*Return on Assets*) на ниском нивоу, не буду у могућности да одрже рацио исплате дивиденди на претходно достигнутој висини. У таквим обрачунским периодима највећи део акумулираних новачних средстава ће бити дистрибуиран акционарима, а мањи део задржан у фонду за потребе инвестирања, и *vice versa*. Висока извесност по питању новчаних прилива REIT-а прои-

зилази из начина оперативног ангажовања некретнина, заснованог на дугорочним уговорима о закупу или лизингу. Ова врста стабилности пословања, својствена REIT-има, омогућава им да, у последњих двадесет година, одржавају тренд високих дивидендних приноса.

Дефинисање дивидендне политике REIT-а у оквирима новчаних токова не значи да токови рентабилитета немају једнако важан утицај. Једна од кључни детерминанти висине текућих дивиденди јесу обрачунати приходи и расходи који ће изазивати новчане токове у будућим обрачунским периодима. Неадекватно антиципирани ових утицаја могло би имати реперкусије на прецењивање потенцијала плаћања дивиденди и последично, немогућности плаћања доспелих пословних обавеза. С тим у вези, показатељи перформанси REIT-а, FFO и нето добитак могу се рашчланити на три компоненте:

1. новчану компоненту садржану у FFO и нето добитку (признати и наплаћени приходи, и признати и исплаћени расходи),
2. неновчану компоненту садржану у FFO и нето добитку (обрачунати приходи и расходи који ће изазвати новчане токове у будућим обрачунским периодима) и,
3. неновчану компоненту садржану у нето добитку, а искључену из обрачуна FFO (највећи део ове компоненте чине трошкови депресијације некретнина).

У регресији која објашњава варијације висине дивиденди, као зависне варијабле, променама у висини ове три компоненте, као независних варијабли, аутори Бен-Шахар и други (*Ben-Shahar et al., "Funds from Operations versus Net Income: Examining the Dividend Relevance of REIT Performance Measures", Journal of Real Estate Research, 2011, 415-440*) показали су да су новчана и неновчана компонента садржане у оба показатеља перформанси REIT-а статистички значајно корелисане се висином дивиденди, и да се регресиони коефицијенти уз ове две варијабле статистички не разликују значајно. Рачуноводствена интерпретација ових закључака подразумева да менаџери REIT-а, при дефинисању текућих дивидендних исплата, придају подједнако велики значај како новчаним, тако и рентабилитетним токовима који ће новчане приливе и одливе изазивати у будућим обрачунским периодима.

Трећа компонента (варијабла) тј. амортизација која је искључена из обрачуна FFO, нема значајног утицаја на висину дивиденди, чиме је потврђено да је FFO, и када су дивиденде у питању,

релевантнији показатељ перформанси REIT-а у односу на нето добитак.

С обзиром да су REIT-и врста инвестиционих фондова јавности позната по традиционално високим дивидендним приносима, дивидендна политика REIT-а намеће огромну одговорност својим носиоцима. Иако на први поглед, не тако очигледно, маневарски простор за њено формулисање и имплементацију, поприлично је широк, и у најмању руку специфичан. Доња граница оквира дивидендне политике дефинисана је институционалним ограничењима, али се изнад ње појављује простор чија величина зависи од односа новчаних и рентабилитетних токова, њихове волатилности, могућности и последица екстерног финансирања раста, висине левериџа, степена информационе асиметрије, очекивања и пројекција менаџмента у вези са будућим перформансама и низом других фактора.

### **Закључак**

Иако не послују на тржишту Србије, атипичност REIT-а, у односу на све остале организационе облике и пословне ентитете, чини се као аргумент који би могао да привуче пажњу домаће јавности, као и позорност регулаторних тела усмерену на стварање институционалног оквира, као неопходног услова да се ова врста фондова појави и на нашим просторима. Прецизно дефинисање принципа њиховог пословања подразумева законско регулисање ограничења структуре портфолија улагања, структуре прихода које морају реализовати и рација исплате дивиденди који мора бити трансферисан инвеститорима. Осим тога, требало би донети сет међусобно координираних фискалних прописа, који би омогућио да високи критеријуми и трошкови добијања и задржавања статуса REIT-а буду компензовани елиминисањем обавезе плаћања пореза на добит на корпоративном нивоу.

Појава REIT-а на нашем тржишту отворила би додатни простор за улазак страних инвеститора, омогућила појединцима и предузећима са невеликим капиталом да улажу у некретнине, и тиме додатно диверзификују свој портфолио, повећала квалитет понуде индустрије, а због пружања услуга ефикасног управљања некретнинама, смањила тржишне цене. Чини се да би ова врста инвестиционих фондова могла донети вишеструке користи по целокупну привреду, које би, дугорочно посматрано, надмашиле трошкове изградње институционалног оквира.

У научној и стручној јавности, већ више од две деценије, не јењава актуелност питања у вези са избором поузданог и релевантног показатеља перформанси REIT-а. Јасно је да се пред највишим регулаторним телима налази изазован задатак дефинисања садржине најбољег показатеља успешности пословања ових извештајних ентитета, како би се инвеститорима пружио униформна информациона основа за доношење инвестиционих одлука. У емпиријским анализама постоји довољно аргумената који говоре у прилог супериорности FFO у односу на традиционални нето добитак. Ограничења која му се приписују своде се управо на висок степен дискреције у поступку његовог обрачуна, који је последица чињенице да његово дефинисање и одмеравање још нису нашли место у професионалној рачуноводственој регулативи. Ако финансијско извештавање REIT-а у будућности буде имало упориште у конкретном рачуноводственом стандарду, који би пружио смернице за структурирање овог показатеља и обезбедио потребан ниво обелодањивања релевантних информација у вези са њим, квалитет финансијских извештаја ове индустрије, услед редукованих билансних и пословних ризика, могао би да пружи додатни подстрек јачању и стабилности индустрије некретнина.

REIT-и су у основни вид готовинског пословања. Последично, њихова дивидендна политика није ништа мање специфично и изазовно подручје финансијске стратегије. Портфолио улагања ових фондова, законски оријентисан ка комерцијалним некретнинама, структура расхода у којој највеће учешће узимају неновчане позиције (трошкови депресијације) и могућност апсолутног изостанка опорезивања добитка на корпоративном нивоу, уколико се опорезиви добитак у целини дистрибуира путем дивиденди, фактори су који померају фокус политике дивиденди са подручја нето добитка на подручје новчаних токова. Посве другачији принципи пословања REIT-а, у односу на остале облике корпоративних предузећа, имају реперкусије на изузетно високе дивидендне приносе. Новчане дивиденде које достижу двоструку висину исказаног нето добитка, не еродирају капитал фондова и последица су како високих и стабилних приноса REIT-а са једне, тако и чињенице да имовински и рентабилитетни положај REIT-а, приказан у званичним финансијским извештајима, у материјално значајној мери искривљује њихову економску реалност, са друге стране.

### Литература

#### Књиге и монографије:

1. Block R., (2006), *Investing in REITs*, Bloomberg Press.
2. Малинић Д., (2007), *Политика добити корпоративног предузећа*, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду.
3. Chan K., Erickson S. H., Wang J., (2002), *Real Estate Investment Trusts: Structure, Performance, and Investment*, Oxford University Press.

#### Чланци у научним часописима:

1. Anglin P., Edelstein R., Gao Y., Tsang D., „How Does Corporate Governance Affect the Quality of Investor Information? The Curious Case of REITs“, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 33, Issue 1, 2011, стр. 1-23.
2. Baik B., Billings B., Morton R., „Reliability and Transparency of Non-GAAP Disclosures by Real Estate Investment Trusts (REITs)“, *The Accounting Review*, Vol. 83, No. 2, 2008, стр. 271-301.
3. Ben-Shahar D., Sulganik E., Tsang D., „Funds from Operations versus Net Income: Examining the Dividend Relevance of REIT Performance Measures“, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 33, No. 3, 2011, стр. 415-440.
4. Boudry W., „An Examination of REIT Dividend Payout Policy“, *Real Estate Economics*, Vol 39, No. 4, 2011, стр. 601-634.
5. Bradley M., Capozza D., Seguin P., „Dividend Policy and Cash-Flow Uncertainty“, *Real Estate Economics*, Vol. 26, No. 4, 1998, стр. 555-580.
6. Gore R., Stott D., „Toward a More Informative Measure of Operating Performance in the REIT Industry: Net Income vs. Funds From Operations“, *Accounting Horizons*, Vol. 12, No. 4, 1998, стр. 324-339.
7. Downs D., Guner N., „Capital Distribution Policy and Information Asymmetry: A Real Estate Market Perspective“, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 21 Issue 3, 2000, стр. 235-250.
8. Downs D., Guner N., „On the Quality of FFO Forecasts“, *Journal of Real Estate Research*, Vol. 28, Issue 3, 2006, стр. 257-274.
9. Kang S-H., Zhao Y., 2010.: „Information Content and Value Relevance of Depreciation: A Cross-Industry Analysis“, *The*

*Accounting Review*, Vol. 85, No. 1, 2010, стр. 227-260.

10. Park J.Y., Mullineaux D.J., Chew It-K., „Are REITs Inflation Hedges?“, *Journal of Real Estate Finance and Economics*, Vol. 3, No.1, 1990, стр. 91-103.
11. Saint-Pierre P., „Real Estate – On the Threshold of Industry Status“, *Journal of Financial Planning*, Vol. 3, Issue 2, 1990, стр. 74-77.
12. Stunda R., Typpe E., „The Relevance of Earnings and Funds Flow from Operations in the Presece of Transitory Earnings“, *Journal of Real Estate Portfolio Management*, Vol. 10, No. 1, 2004, стр. 37-45
13. Hsin-Mei Su, Chien-Ming Huang, Tung-Yueh Pai, „The Hybrid Characteristic of REIT Returns: Evidence from Japanese and U.S. States Markets“, *Journal of Real Estate Literature*, Vol. 18, Issue 1, 2010, стр. 77-98.
14. Wang K., Erickson J., Gau G., „Dividend Policies and Dividend Announcement Effects for Real Estate Investment Trusts“, *Journal of the American Real Estate and Urban Economics Association*, Vol. 21, No. 2, стр. 185-201.

#### Студије истраживачких кућа и релевантних организација:

1. Datamonitor, 2011, „*Real Estate Investment Trusts Industry Profile*“.
2. National Association of Real Estate Investment Trusts, 2011, „*The Investor's Guide to the Real Estate Investment Trusts Industry*“.
3. SIEPA, 2010, „*Real Estate Industry in Serbia*“.

#### Прописи:

1. Закон о инвестиционим фондовима, „Сл. гласник РС“, бр. 46/2006, 51/2009 и 31/2011, члан 58. и 60, стр. 29-30.
2. Правилник о инвестиционим фондовима, „Сл. гласник РС“, бр. 15/2009, 76/2009 и 41/2011, члан 100. и 101, стр. 36.

#### Извори са интернета:

1. [www.reit.com](http://www.reit.com)
2. [www.ibbotson.com](http://www.ibbotson.com)
3. [www.sec.gov.rs](http://www.sec.gov.rs)
4. [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
5. [www.propertywisebulgaria.com](http://www.propertywisebulgaria.com) (Murphy T., „Bulgaria Beats U.K. and Germany to REIT Market“, 2006, International forum)

др Љиљана  
ДМИТРОВИЋ ШАПОЊА\*

## Рачуноводствена подршка процесу пословног одлучивања\*\*

### Резиме

*Процес глобализације, развој тржишта, економско – финансијска криза, напредак информационих технологија, експанзија електронског пословања и турбулентно пословно окружење подстичу реорганизацију корпорација и њихов преображај у савремене корпорације. Најбољи механизам за превазилажење негативних утицаја оваквог пословног амбијента је савремено корпоративно управљање подржано квалитетним корпоративним финансијским извештавањем. Важан сегмент корпоративног управљања представља процес пословног одлучивања. Природа овог процеса и могуће последице реализације донетих пословних одлука захтевају пуну подршку рачуноводства и информационих технологија у свим фазама пословног одлучивања. Наведена подршка представља уједно и основни темељ за ефикасан оквир корпоративног управљања. Системи подршке одлучивању и рачуноводствени информациони систем уз информационо–технолошку подршку представљају алате за рад менаџмента без којих се не може замислити успешно функционисање савремених корпорација.*

**Кључне речи:** квалитетне рачуноводствене информације, РИС, финансијски извештаји, корпоративно управљање, системи подршке одлучивању.

### Уводна разматрања

Последњих година корпорације послују у изражено нестабилном, кризном, динамичном и сложеном пословном окружењу. Ово је период обележен револуционарним променама у технологији, техници, телекомуникацијама, информацији, економији и осталим областима. Опстанак било којег пословног система, па и корпорације није могућ без прилагођавања променама у окружењу у условима глобализације. Управо је

због тога трајни задатак менаџмента корпорације проучавање новог пословног окружења, дугорочних трендова и актуелних промена у њему. У том процесу менаџменту су неопходне бројне информације за доношење пословних одлука (стратешких, тактичких и оперативних). Највећи сегмент тих информација представља продукт рачуноводственог информационог система. Рачуноводствени информациони систем, да би могао да задовољи потребе менаџмента за објективним рачуноводственим информацијама,

\*) Редовни професор, Економски факултет у Суботици, Универзитет у Новом Саду

\*\*) Овај напис је објављен у Зборнику 45. симпозијума "Рачуноводство и менаџмент приватног и јавног сектора"

треба да се реорганизује како би постао флексибилнији и прилагођенији измењеном пословном окружењу. Рачуноводствене информације, заједно са савременом информационом технологијом и системима за подршку одлучивању, представљају кључну основу пословног одлучивања менаџмента.

У новом пословном амбијенту корпорације остварују успех као ефекат интеракције ресурса, менаџмента и окружења. Уважавајући све способности, предности и слабости, уз прикладну примену информационих, комуникационих и производних технологија, корпорације морају да буду флексибилне и прилагодљиве јер се захтеви купаца све чешће мењају и веома су софистицирани. Највећи непријатељ успешног одлучивања су ризик и неизвесност. Њихово уклањање или бар смањење представља императив не само успешног пословног одлучивања, већ и опстанка корпорација. У прилог смањењу неизвесности и ризика свакако иду адекватне, квалитетне информације. Рачуноводствене информације са својим квалитетним својствима заузимају кључно место у процесу доношења објективних пословних одлука. У раду указујемо на традиционални и савремени начин организовања корпорација, на савремено схватање корпоративног управљања и корпоративног извештавања и информационо-технолошку подршку процеса одлучивања.

### **1. Традиционални vs. савремени начин организовања корпорација**

Глобализација, а самим тим „нова“ економија, намеће нове услове пословања. Огромне промене које су се десиле у области економије резултирале су новим видом економије за коју се везују термини: „економија знања“, „нова економија“, односно „информатичка економија“. Нова економија карактеристична је по томе што производња све више зависи од развоја науке и технике, као и од квалитета информација и способности менаџмента. У развијеним земљама фокус се помера са материјалне производње на информатичку делатност. Прелази се све више са масовне производње на аутоматизовану производњу, као и од вертикалне интеграције на хоризон-

тални однос делова корпорације. Организација капитала, рада, информација и технологије постаје независна од националних граница услед глобалног карактера економије.

Савремено пословање добија нову димензију и прелази оквире националних граница. Основне карактеристике савременог пословног окружења су глобално тржиште и глобална конкуренција. Нови услови пословања изискују промену структуре корпорације, начина њеног функционисања, као и њеног односа према самом окружењу. Јавља се потреба за другачијом структуром имовине у самој корпорацији. Основни извор вредности корпорације до пре двадесетак година била је материјална имовина, а у садашњим савременим условима она је знатно иза знања, као основне компоненте нематеријалне (неопипљиве) имовине. Ова врста имовине иако нема физички облик, има способност саморепродуковања. Људски потенцијали су основни покретачи кумулирања знања. Управљање корпорацијом, уместо власнику, препуштено је менаџерима који ту активност реализују својим знањем и компетенцијама.

У савременим корпорацијама фокус је стављен на људски потенцијал и умни рад. Досадашње хијерархијске структуре превазиђене су постепено и замењене флексибилним мрежним структурама у којима до изражаја долази тимски рад. Комплетна корпорација је усмерена на унапређење знања и информација као најважнијих фактора привређивања у условима глобализације<sup>1</sup>.

У оквиру старе економије, пословање корпорација се одвијало у оквирима националних граница, а у условима нове економије услед глобализације, бришу се границе. Савремени развој информационе технологије омогућује присутност на удаљеним локацијама, као и приступ информацијама са било ког места. Одлика нове економије је доминација неопипљивих ресурса, односно информација заснованих на знању. Дакле, тежиште привређивања помера се на сферу нематеријалне производње, односно услужних делатности, а расте значај знања и информација као фактора привређивања, док опада значај ма-

1) Почетак прве ере глобализације обележава проналазак парне машине и пароброда 1860-их година, а који је трајао до почетка Првог светског рата. Друга ера глобализације започиње осамдесетих година двадесетог века. Дакле, изузетан техничко-технолошки развој увећава обим међународне трговине, омогућава брз пренос података развојем рачунара и телекомуникационих мрежа, при чему електронско пословање долази до изражаја. Трећа ера започела је крајем двадесетог, односно почетком двадесет и првог века, а одликује је израженија повезаност и међузависност коју карактерише стварање глобалног тржишта, деловање на даљину, ширење истих форми организација и начина живота (видети: Милановић Б. „Два лица глобализације“, Архипелаг, Београд, 2007. година, стр. 13 – 16 и Албијанић М. „Интелектуални капитал: утицај на конкурентност и економски раст“, Службени гласник, Београд, 2011. година, стр. 88).

теријалних фактора. Пословни успех корпорације зависи од њене способности да развије и унапређује системе протока информација, кумулирања знања и њихове имплементације. У условима нове економије конкурентску предност корпорација обезбеђују иновације, а што изискује реструктурирање истих, као и другачији однос према њима. Разлике између старе и нове економије приказане су у Табели број 1.

**Табела број 1 - Кључне разлике између „старе“ и „нове“ економије<sup>2</sup>**

Аспект посматрања	„Стара“ економија	„Нова“ економија
Кључни технолошки трендови	Механизација и аутоматизација	Дигитална комуникација и виртуелизација
Кључни покретачи раста	Капитал (производни фактори)	Знање, идеје, иновације и сл.
Извори конкурентске предности	Ниски трошкови	Иновације, квалитет, брзина испоруке итд.
Тржишна динамика	Ниска	Висока
Ниво конкуренције	Национална	Глобална
Организација производње	Масовна	Флексибилна, прилагођена специфичним захтевима купаца
Преовлађујући облик организације	Хијерархијски (бирокупатски)	Предузетнички (умрежен)
Односи са другим корпорацијама	Конкуренција	Сарадња у виду стратешких партнерстава
Значај истраживања и управљања знањем	Низак, евентуално средњи	Кључни извор конкурентске способности

Савремену корпорацију одликују: способност брзог реаговања на потребе потрошача, имплементација нових технолошких достигнућа, скраћење циклуса производње, брзо адаптирање променама из окружења, ниски трошкови, брза реализација пословних одлука и слично<sup>3</sup>. Императив савремене корпорације је њена флексибилност и адаптивност. Материјални

фактори процеса производње све више остају у сенци знања, као најважнијег ресурса савремене корпорације. Суштина корпорације заправо се огледа у правилном управљању знањем (експлицитно, односно когнитивно). Само знање представља скривену вредност корпорација, а веома често исте нису ни свесне величине потенцијала који се крије у главама запослених. Лидерску позицију на тржишту обезбеђују корпорације које омогућавају синергију постојећег знања и технолошких достигнућа. Савремени извор конкурентске предности је управо знање којим корпорација располаже. Успех корпорације зависи од могућности да генерише, преноси и адекватно управља знањем које дорпиноси стварању новододате вредности корпорације.

Тимови запослених треба да буду мотивисани да износе своје сопствене ставове, да врше размену знања и да преносе одговарајућа практична искуства. Управљање знањем зависи од конкретних околности у корпорацији. Неки од могућих приступа управљању знањем су<sup>4</sup>:

- стварање знања (односи се на генерисање и унос знања у корпорацију),
- освајање знања (највећи изазов корпорације, неопипљиво, експертско знање трансформише у корпорацијско знање доступно свим запосленима),
- чување знања (везано је за активности складиштења и ажурирања, тј. креирања базе знања),
- подела знања са другима (представља преносење знања између запослених у корпорацији) и
- примена знања (обухвата примену знања у свакодневном пословању корпорација).

Императив опстанка, раста и развоја корпорације у конкурентским савременим условима привређивања заснива се на нематеријалним ресурсима. Знање, умеће и способности, иако нису исказане у корпоративним финансијским извештајима, имају кључну улогу у процесу стварања нове, додате вредности. Адекватно управљање нематеријалним ресурсима подстиче продуктивност, конкурентност и одражава се на раст тржишне вредности корпорација. Табела бр. 2 приказује карактеристике старог, односно, новог начина организовања корпорација.

2) Према идеји аутора

3) Марковић Д., Илић Б., Ристић Ж. „Економија знања: топ менаџмент и лидерство знања“, Етностил, Београд, 2010. година, стр. 370

4) Ђорђевић Бојановић Ј., „Менаџмент знања“, Дата статус, Београд, 2009. година, стр. 28

**Табела број 2 - Стари и нови начин организовања корпорација<sup>5</sup>**

Стари начин	Нови начин
Оријентисана на захтеве посла	Оријентисана на купце
Оријентисана на команду и контролу	Оријентисана на учешће
Хијерархијска	Мрежна – латерална
Оријентисана на посао	Оријентисана на вештине
Оријентисана на појединца	Тимски оријентисана
Функционална	Оријентисана производ – купац
Локална	Глобална
Сиромашна информацијама	Богата информацијама
Стабилна	Динамична, она која учи
Велика	Мала и велика
Класичан вид организовања	Виртуелна организација која учи

## 2. Савремено схватање корпоративног управљања и корпоративног извештавања

Током 80-тих година двадесетог века у САД појавило се корпоративно управљање чија се суштина огледа у значају поделе права и обавеза корпоративних учесника, првенствено акционара и менаџмента. Својим правним и пореским за-

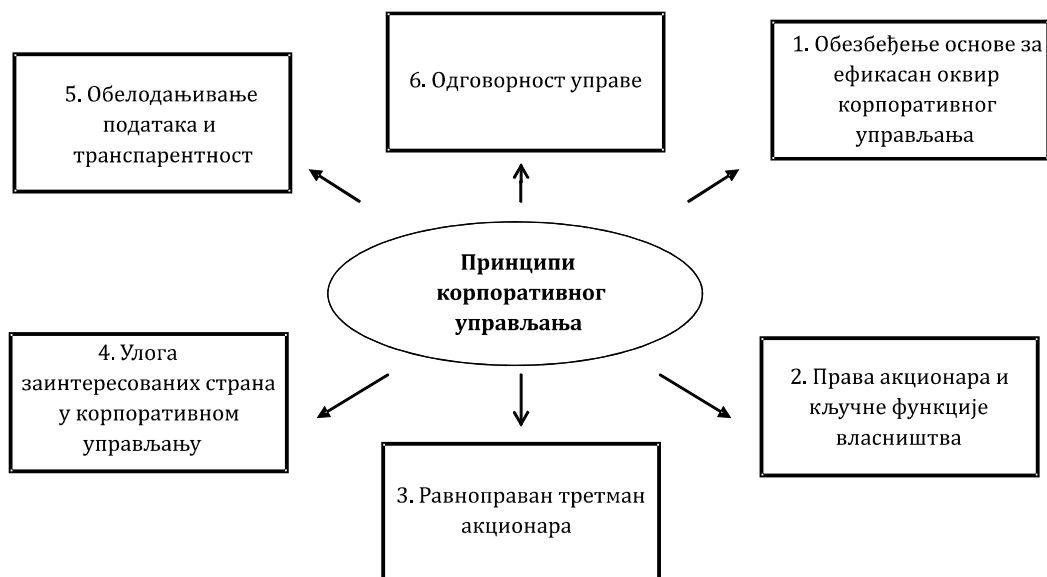
конодавством свака земља регулише корпоративно управљање. Корпоративно управљање је систем управљања и контроле акционарског друштва којим се међу члановима акционарског друштва (акционари, менаџмент, повериоци) утврђују права и одговорности, сачињавају правила за доношење одлука, утврђује структура за постизање циљева, као и средства којима се остварују циљеви.

### 2.1 Савремене тенденције корпоративног управљања

„Корпоративно управљање је један од кључних елемената у побољшавању економске ефикасности и раста, као и у повећавању поверења инвеститора. Корпоративно управљање обухвата скуп односа између менаџмента компаније (корпорације, приметила Д.Ш.Љ.), њеног управног одбора, акционара и осталих стејкхолдера. Корпоративно управљање такође ствара структуру у којој се постављају циљеви компаније (корпорације, приметила Д.Ш.Љ.) и одређују средства за остваривање тих циљева и праћење перформанси“<sup>6</sup>.

Принципе корпоративног управљања треба схватити као још једно упозорење којим међународне организације указују на потребу за непрекидном хармонизацијом минимума наведених принципа управљања корпорацијама, што је приказано на Шеми бр. 1.

**Шема број 1 - Принципи корпоративног управљања ОЕЦД**



Извор: Дмитривић Шапоња Љ., Граворац С., Милутновић С.: „Рачуноводство – значајан извор информација за корпоративно управљање“, Анали Економског факултета у Суботици бр. 29/2013, Економски факултет у Суботици, 2013., стр. 391.

5) Извор: Према идеји аутора

6) Kothari, J., Varone, E. „Финансијско рачуноводство – међународни приступ“, Дата статус, Београд, 2012. година, стр. 326 према OECD Principles of Corporate Governance, 2004.

Према првом принципу, корпоративно управљање изискује оснивање и активан рад регулаторних, надзорних и извршних тела која своју активност врше на професионалан и објективан начин. Према другом принципу, права акционара огледају се у примању или пјему релевантних и значајних информација о корпорацији, кроз постављање питања везано за годишњу ревизију финансијских извештаја и располагање свим значајним информацијама везаним за преузимање власништва над корпорацијом. Према трећем принципу, улога рачуноводствене професије је да рачуноводственим информацијама заштити једнакост домаћих и страних акционара, а нарочито већинских и мањинских акционара.

Четврти принцип корпоративног управљања односи се на улогу рачуноводства у заштити интереса поверилаца, а нарочито оних који учествују у управљању корпорацијом. Улога рачуноводства најважнија је у петом принципу, а односи се на објављивање рачуноводствених информација које треба да садрже финансијске и оперативне резултате, циљеве и планове учешћа акционара, информације о заради менаџмента, информације о трансакцијама, информације о проценама ризика, усклађивање са рачуноводственим стандардима. Канали дистрибуције морају бити једнако и благовремено доступни свим корисницима информација, а екстерни ревизори морају бити одговорни акционарима. Рачуноводствена професија, према шестом принципу, може обезбедити информације за функционисање менаџмента кроз ревидирање и управљање корпоративном стратегијом, проценом ризика, доношењем пословних планова и прорачуна и контролом успешности корпорације и капиталних инвестиција.

Циљеви принципа корпоративног управљања ОЕCD огледају се у побољшању економске ефикасности, расту и јачању поверења у финансијска тржишта. Корпоративно управљање је од великог значаја за стране инвестиције и њихово привлачење. Инвеститори веома тешко могу да заштите своје интересе у земљама са slabим законским системима, јер у њима постоји много више простора за злоупотребу права акционара. У савременим условима привређивања најзначајнији организациони облик корпорација су акционарска друштва. На искуствима поменутих

друштва углавном се развијала савремена рачуноводствена теорија.

Имајући у виду квалитет корпоративног управљања, важно је истаћи да нема јединственог модела квалитетног управљања, али зато егзистирају принципи (које смо напред навели) на којима корпоративно управљање мора да се заснива. Само квалитетно корпоративно управљање пружа сигурност акционарима у смислу очувања и раста уложеног капитала, такође запосленима, кредиторима, потенцијалним инвеститорима, добављачима, држави, пословном окружењу и другим стејкхолдерима који су везани за пословање корпорација (директно или индиректно).

Висок квалитет корпоративног управљања постиже се искључиво када је понашање учесника на тржишту, поред законских прописа, регулисано и усвојеним етичким стандардима<sup>7</sup>.

Критеријуми којима се мери квалитет корпоративног права су различити, а односе се на степен заштите који корпоративно право пружа мањинским акционарима у корпорацији. Степен заштите се покушава утврдити у односу на одређене критеријуме најбоље праксе, мада се последњих година оваква конвенционална схватања одбацују као застарела, а квалитет корпоративног права се мери другим критеријумима, нарочито могућношћу корпоративног права да регулише иновације.

Критеријуми квалитета корпоративног управљања, који се најчешће у теорији називају индексима квалитета корпоративног управљања, заснивају се на степену испуњености задатих критеријума, законском и професионалном регулативом. У наставку ће бити приказано неколико одабраних индекса према више критеријума, а то су индекси: *GMI*<sup>8</sup> (2003. године када се десила велика криза и пропаст корпорације Parmalat овај индекс је управо идентификовао негативну оцену; између квалитетног корпоративног управљања и стопе повраћаја у корпорацији утврђена је корелација управо путем наведеног индекса), *Governance Quotient*, *S&P CG Score* или *GAMMA Score*, *DR Pating – Deminor Rating*, *DVFA – ScoreCard for German Corporate Governance*, *PFCG – Polish Forum for CG*, *TRIS Rating* и *Brunswick UBS Warbuk*.

7) Под етиком се подразумева скуп моралних норми и принципа којима се постављају жељени стандарди и она обухвата појмове доброг и лошег, поштеног и непоштеног, моралног и неморалног. (Comphson A.A., Strickland, A.J. Gamble, J.E. „Стратешки менаџмент“ Мате, Загреб, 2007. година, стр. 301

8) *Governance Metrics International*

У самом поступку анализе резултата индекса за мерење нивоа корпоративног управљања треба истаћи да се они састављају према институционалном оквиру земље у којој се примењују.

Пошто су национални законски оквири различити у разним земљама, и саме дефиниције корпоративног управљања разликују од земље до земље.

Сваки индекс има одређени број критеријума подељених у неколико категорија. Коначна оцена формира се кроз проценат испуњења задатих критеријума који могу бити проширени на одређене групе.

У Табели бр. 3 у наставку приказани су подручје примене, број критеријума и број категорија, као и скала оцене која се примењује за сваки од наведених индекса.

**Табела број 3 - Структура индекса за мерење корпоративног управљања<sup>9</sup>**

Назив индекса	Подручје примене	Број критеријума	Број категорија	Скала оцене
Governance Quotient (CGQ)	S&P 500, S&P 400, S&P 600, Russell 3600	63	4	од 1 до 100%
S&P CG score или GAMMA score	САД и Велика Британија (само на позив корпорације)	80 до 100	4	од 1 до 100% (од 1 до 10)
GMI rating	Russell 1000, S&P 500, S&P 400, TSX 60, Nikkei	450	14	од 1 до 100% (од 1 до 10)
DR rating – Deminor Rating	САД и Велика Британија	20 сложених критеријума	4	од DR – 1 (најнижа) до DR - 10 (највиша) => скала се креће по S вредности
Индекс DVFA – Scorecard for German Corporate Governance	Немачка и друге континенталне земље	47	7	од 1 до 100% (од 1 до 8)

Индекс PFCG – Polish Forum for CG	Пољска – највише оцене OECD – а за развој корпоративног управљања	60	9	од 1 до 100% (од А до Е – нпр. А, А-, В+, В, В-,...)
TRIS rating	Источноазијске берзе	45	4	од 1 до 100% (од 1 до 10)
Brunswick UBS Warbuk	Московска берза	20 подкатегија (сложени критеријуми)	8 главних категорија	од 1 за најбоље оцењена предузећа до 72 за најлошија

## 2.2 Тенденције корпоративног финансијског извештавања

„Развој корпоративних предузећа даје важност финансијским извештајима. Заправо, карактеристике корпоративних предузећа су одредиле значај и место финансијског извештавања. Интернационализација пословања и развој финансијских тржишта, значај финансијских информација су знатно проширила.“<sup>10</sup>

Концепт корпоративног управљања увек у фокус ставља две категорије - транспарентност и одговорност, а након великих берзанских скандала америчких и европских корпорација<sup>11</sup>, додају се још два, морал и етика. Пословни неуспеси услед лоше праксе корпоративног управљања тесно су повезани са необјективним (лошим) финансијским извештавањем. Поменуто се одражава на поверење инвеститора у финансијске информације, што узрокује губитак кредибилитета у корпоративне финансијске извештаје.

Поменути неуспеси последица су пропуста у управљању и извештавању. Можемо слободно рећи, да рачуноводствени стандарди нису замена за добро корпоративно управљање. Присутна је тесна веза између пословног неуспеха и неадекватног (неуспешног) извештавања, а која вуче корене од постављених критеријума квалитета корпоративног управљања. Поред поменутих корпорацијских превара, 80-те и 90-те године двадесетог века обилују мноштвом илустра-

9) Папац Н. „Модели мјерења и особине суства корпоративног управљања у Босни и Херцеговини“, Зборник радова, Свеучилиште у Мостару, Економски факултет, Мостар, 2013, стр. 7

10) Дмитривић, Ш. Ј. „Међузависност квалитета корпоративног управљања и финансијских извештаја“, Зборник радова 42. симпозијума CPPC, Златибор, 2011. година, стр. 206.

11) Корпоративне преваре и честе исправке финансијских извештаја су откривене у: Enron, WorldCom, TYCO, Хероx, GlobalCrossing и други (у Сједињеним Америчким Државама), Royall (у Холандији), Addeco (у Швајцарској), Vivendi (у Француској), Shell (британско - холандска корпорација), Parmalat (у Италији).

ција лошег финансијског извештавања<sup>12</sup> везаног за неуспешно управљање и пропадање корпорација.

У циљу задржавања кредибилитета корпорације и приказивања објективног финансијског извештавања, а самим тим остваривања транспарентности у финансијском извештавању важно је јавно поверење у кредибилитет финансијских извештаја. Три кључне речи су веома битне да би се напред наведено реализовало: транспарентност, одговорност и интегритет. Обавеза корпорација је да акционарима и другим стејкхолдерима презентује потребне информације за пословно одлучивање. Одговорност се заснива на Одбору директора. Недостатак транспарентности понекад је последица неуспеха самог менаџмента да схвати потребе стејкхолдера за тим информацијама. У циљу заштите вредности у савременим условима акционари и остали стејкхолдери инсистирају на вишем нивоу транспарентности.

Креатори финансијских извештаја не смеју да сметну са ума да је њихов рад у функцији акционара и осталих стејкхолдера, а не само у интересу корпорације у којој су запослени. Није довољно само обезбедити одговорност, већ је нужно сносити одговорност у процесу финансијског извештавања. Тела која доносе професионалну регулативу имају одговорност за доношење принципа и правила да информације буду поуздане и корисне. Међутим, да би се оформило јавно поверење, није довољна ни транспарентност, ни одговорност, већ је важан интегритет људских потенцијала. Наиме, то значи да појединци треба увек да поступају исправно, а не да се служе недозвољеним радњама, лукавствима, манипулацијама.

Извештавање о финансијским и другим информацијама представља интерактиван процес који изискује непрестану комуникацију са учесницима у ланцу финансијског извештавања. Тај ток започиње од менаџмента корпорације који припрема финансијске информације, а које ће одобрити одбор директора. Независни ревизори (који треба да дају независно мишљење о истинитости и објективности информација у финансијским извештајима) у непрекидној су интеракцији са менаџментом и одбором директора. Овај процес се завршава са корисницима информација, инвеститорима и стејкхолдерима. Информацио-

не технологије омогућавају бржи приступ информацијама за састављање финансијских извештаја, а на основу њих и доношење пословних одлука, тј. информационе технологије омогућавају бржи проток информација.

Директну одговорност за припрему финансијских извештаја и организацију система контроле има менаџмент корпорације. Финансијски извештаји треба да буду усклађени са законском и професионалном регулативом и да приказују економску стварност. У име акционара одбор директора надгледа све акције менаџмента. Одбор директора у већини земаља и одобрава финансијске извештаје. Независно мишљење о финансијским извештајима корпорације даје ревизор након сагледавања да ли су у њему присутне материјалне грешке или неусклађеност са одговарајућим стандардима финансијског извештавања. Важан комуникациони канал за пренос финансијских информација, тзв. дистрибутери информација су интернет и медији. Да би утврдили перформансе корпорације, независни аналитичари (агенције за процену кредитног рејтинга, инвестиционе банке, финансијски аналитичари, адвокати) користе информације које обелодањују корпорације. Крајњи корисници информација корпоративног извештавања су инвеститори (акционари корпорације) и остали стејкхолдери (запослени, пословни партнери, добављачи, купци, пореска управа, агенције за заштиту животне средине и остале невладине организације).

Тело које поставља стандарде везане за финансијско извештавање на међународном нивоу је Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB). На процес финансијског извештавања утичу регулаторна тела, регулисањем тржишта капитала и финансијских извештаја који се на њима користе и регулисањем рада ревизора. Интернет технологије и програмски језик за финансијско извештавање XBRL омогућавају дистрибуцију и коришћење обелодањених информација унутар и ван корпорације. Базна сфера интересовања регулаторних тела је побољшање корпоративног управљања уз побољшање корпоративног извештавања.

Промене у структури управљања одвијају се посебно на територијама сваке државе појединачно (у Аустралији *Правила Аустралијске берзе о корпоративном управљању*, Јужна Африка *Оквир*

12) Илустрација лошег финансијског извештавања идентификована је у следећим корпорацијама: Waste Management, Sunbeam, Cendant у Сједињеним Америчким Државама, Castor Holdings, Canadian Commercial Bank и друге у Канади, Maxwell, Pollypeck Barings, BCCI у Великој Британији, MetalGesellschaft, Schneider у Немачкој, Banco Ambrosiano Ferruy/Montedison у Италији, Bond, Spedley Securities и Tricontinental у Аустрији, Creditlyonnaise у Француској, Источној Азији.

управљања King II, у Немачкој Немачки кодекс корпоративног управљања, у Француској Закон о обелодањивању информација у друштву и животној средини члан 148, у Данској Закон о финансијским извештајима, у Канади Директива канадског института овлашћених рачуновођа о обелодањивању MD&A, у САД Закон Sarbanes – Oxley, у Бразилу Правила бразилске берзе, итд.)<sup>13</sup>. У циљу приказивања разлика (између различитих приступа), детаљније ћемо образложити три приступа<sup>14</sup>:

- **Први приступ** – указује како су регулаторна тела на финансијским тржиштима усмерила пажњу на транспарентност процеса управљања, улогу менаџера корпорације и независних директора и њихове односе са акционарима, а која су наведена у *Правилима Аустралијске берзе о корпоративном управљању, Немачком кодексу корпоративног управљања и Извештају Дерек Хигса*<sup>15</sup> у Великој Британији;
- **Други приступ** – односи се на питање управљања које је обухватније, али мање слободно, а усвојено од регулаторних тела у Сједињеним Америчким Државама. Доношењем закона о корпоративној и ревизорској одговорности 2002. године, Sarbanes – Oxley, повећава се одговорност директора и осталих лица која учествују у процесу корпоративног извештавања и дефинише већи ниво одговорности и транспарентности финансијског извештавања, да би се повратио кредибилитет корпоративног рачуноводства и извештавања. Овај закон усмерен је на поправљање нарушеног поверења инвеститора након корпоративних скандала;
- **Трећи приступ** – указује на извештај под називом „King II“ који представља помак после периода изолације којим је нови јужноафрички режим препознао потребу да поново изгради јавно поверење у корпоративни сектор у целој земљи. Расправља се о односу између корпорације и свих њених кључних стејкхолдера. Сматра се да инвеститори треба да располажу модерним приступом извештавања, да финансијски извештаји садрже и нефинансијске информације које указују правац кретања корпорације у будућности, а квалитетне информације треба да садрже карактеристике као што су: релевантност, поузданост, јасноћа, упоредивост, пра-

вовременост и проверљивост. Фокус је стављен на транспарентност и одговорност.

Актуелни модел корпоративног извештавања базира се на ретроактивном оцењивању краткорочних финансијских остварења. Овај модел финансијског извештавања је доминирао у индустријској ери у којој је преовлађивала масовна производња. Он не пружа све информације за утврђивање корпоративних перформанси, не прави разлику између доброг и лошег менаџмента и не прави разлику да ли је успех ефекат располагања одговарајућим вештинама, знањем и другим способностима менаџмента или је то ефекат стицаја околности. Овај модел мање је релевантан за корпорације чији је успех функција нематеријалне имовине (запослени и њихов интелектуални капитал, организационе способности, иновације, робне марке и сл.). Присутна је чињеница да регулаторна тела веома споро реагују на видљиве нове изазове, што је одраз сложености задатка што изискује потребу за предумисама колективне акције, а што се директно одражава на ланац корпоративног извештавања<sup>16</sup>.

„Кључни покретачи промена у финансијском извештавању постају инвеститори (нарочито институционални, али и индивидуални, који захтевају на светском нивоу установљавање јединственог система финансијског извештавања и обелодањивања додатних информација (финансијског и нефинансијског карактера), како би на основу тих информација могле да се донесу одговарајуће одлуке о улагањима“<sup>17</sup>.

Одбор за финансијске, рачуноводствене стандарде (FASB) и Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде (IASB) у Европи започели су померања ка нематеријалној имовини, као извору конкурентске предности у савременим условима. Институт овлашћених рачуновођа у Енглеској и Велсу је приказао трослојни модел корпоративне транспарентности 2003. године од мноштва предлога нових модела извештавања наведених у извештају Information for Better Markets<sup>18</sup>. Нову перспективу корпоративном извештавању даје трослојни модел корпоративне транспарентности:

- **Први слој** – скуп глобалних општеприхваћених рачуноводствених принципа

13) Публикација куће Pricewaterhouse Cooper „Trends in corporate reporting“, 2004. година, [www.valuereporting.com](http://www.valuereporting.com)

14) Публикација куће Pricewaterhouse Cooper „Trends in corporate reporting“, 2004. година, [www.valuereporting.com](http://www.valuereporting.com)

15) Derek Higgs “Review of the Role and Effectiveness of Non-Executive Directors”, тзв. “Higgs Review” у Великој Британији.

16) Публикација куће Pricewaterhouse Cooper „Trends in corporate reporting“, 2004. година, [www.valuereporting.com](http://www.valuereporting.com)

17) Дмитривић, Ш. Љ. „МСФИ и савремено финансијско извештавање“, Зборник радова 10. конгреса СРППС, Бања Врућица, Теслић, 2006. године, стр. 102.

18) New Reporting Models for Business, [www.icaw.co.uk/bettermarkets](http://www.icaw.co.uk/bettermarkets)

**(Global GAPP).** Свака земља која има тржиште капитала данас користи сопствени скуп Општеприхваћених рачуноводствених принципа или скуп принципа базираних на другим националним или међународним стандардима (MPC/MCFI). Њихов квалитет јако одступа од државе до државе, као и начини на које их корпорације примењују и независни ревизори проверавају. Савремено пословно окружење доводи у питање релевантност информација о историјским трошковима и тај модел ставља на преиспитивање.

- **Други слој – стандарди специфични за конкретну привредну грану који ће служити за мерење и обелодањивање остварења.** Инвеститори треба да упоређују корпорације у било којој привредној грани, али на начине који превазилазе обавезно финансијско извештавање. У циљу задовољења потреба за таквим информацијама, корпорације треба да допуњују глобалне Општеприхваћене рачуноводствене принципе додатним финансијским и нефинансијским информацијама, а који се односе на прошла остварења и будући изглед за просперитет корпорације. Примери нефинансијских информација обухватају мерење остварења која се односе на нематеријалну имовину, иновације, купце, клијенте, бренд, итд.
- **Трећи слој – специфичне информације за корпорацију** (на пример конкурентно окружење, обавезе корпорације према осталим стејкхолдерима итд.), а које укључује стратегију, планирање, праксу управљања ризиком и мерење остварења јединствено за конкретну корпорацију.

Ова три слоја служе као интегрални модел за укупно побољшање корпоративне транспарентности и никако поменуте слојеве не треба посматрати као раздвојене, конкретне нивое извештавања<sup>19</sup>.

### 3. Процес пословног одлучивања у савременој корпорацији

Ако корпорацију сматрамо једним заокруженим пословним системом, тај систем може бити структуриран из три дела и то: управљачки систем, који у себи садржи целокупну менаџмент структуру корпорације, информациони систем у чијој је основи рачуноводствени информациони систем који чини његову базу података, као и

извођачки систем у оквиру кога су садржане набавна, продајна, финансијска и остале функције, а што приказује Шема бр. 2. Наведени системи у корпорацији нису организовани у одвојеним целинама, већ веома често интегрисани у преклапајућим подручјима одговорности.

Менаџмент корпорације полазећи од потреба за битним информацијама при вођењу пословне политике, утврђује, тј. поставља циљеве и захтеве које рачуноводствени информациони систем треба да оствари. Рачуноводствени информациони систем (РИС) користи податке квантитативне природе о стању и променама на средствима, изворима, расходима и приходима. Незамисливо је у било ком времену, а нарочито данас, управљати пословањем без адекватне информационе основе. У РИС-у примарно се стварају квантитативне информације које могу бити финансијске (на пример, структура капитала, профитабилност и др.) и нефинансијске информације (на пример, канали продаје, капацитет и др.). Поред квантитативних, разликујемо и некуантитативне информације (на пример задовољство купаца производима и др.), док друге информације настају у осталим информационим системима.

#### 3.1 Улога рачуноводствених информација у процесу корпоративног одлучивања

У двадесет и првом веку РИС треба да презентује битне информације и са квантитативног и са квалитативног аспекта, како би корпорације могле да доносе праве пословне одлуке, које резултирају максималном добити и омогућавају корпорацији конкурентност на тржишту. РИС има за циљ производњу информација за потребе управљања и одлучивања. Спектар различитих информација које ће се презентовати крајњим корисницима, како интерним, тако и екстерним, у директној су вези са дефинисаним потребама за информацијама, а слободно се може рећи да је он утврђен одговорима добијеним на следећа постављена питања (која се често зову „5 W's and an H“)<sup>20</sup>:

1. Каква је информација потребна? (*What information is needed?*),
2. Када је информација потребна? (*When is the information needed?*)
3. Кома је потребна? (*Who needs it?*)

19) Публикација куће Pricewaterhouse Cooper „Trends in corporate reporting“, 2004. година, www.valuereporting.com

20) S.S. Mittra: „Decision Support Systems“, John Wiley & Sons, Inc. New York, 1986; p. 5; Colin Drury: „Management Accounting for Business Decisions“, Second edition, Thompson Learning, London, 2001, p.p. 43 - 243

4. Зашто је потребна? (*Why is needed?*)
5. Где је потребна? (*Where is needed?*)
6. Колико то кошта? (*How much does it cost?*)

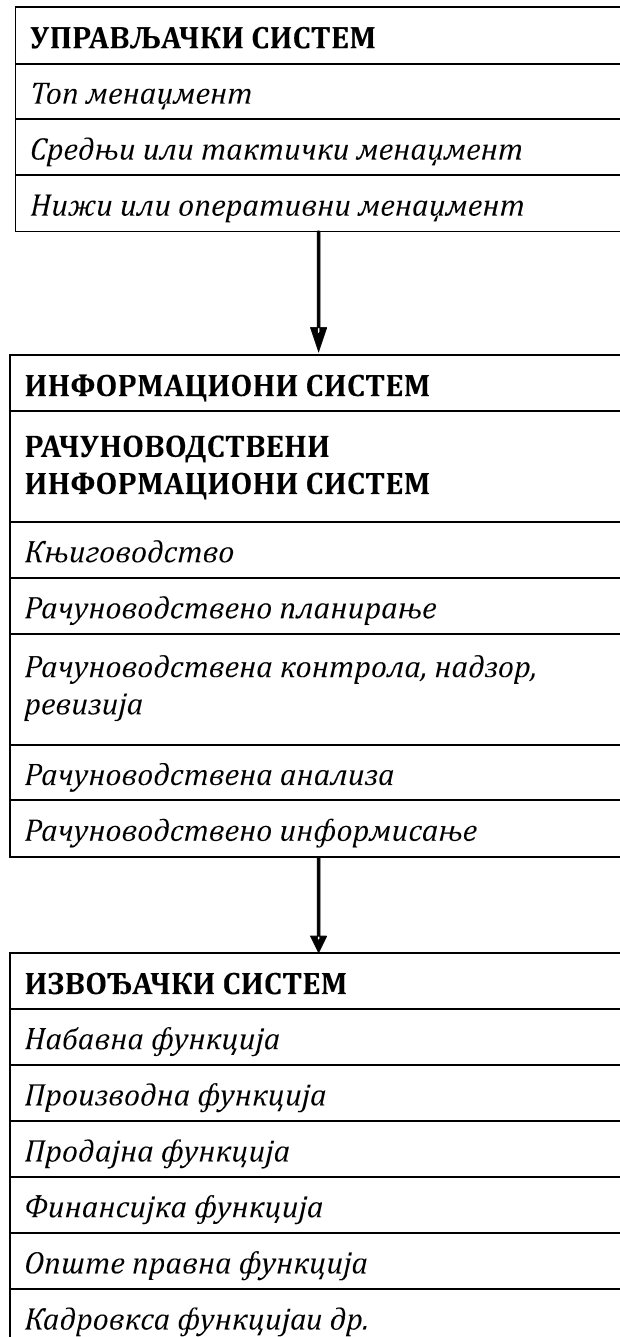
Подаци о пословању у оквиру корпорације, као и о односу са пословним партнерима су економске природе и служе за економско управљање корпорацијом (одлучивање и контрола реализације донетих одлука), а продукт су РИС-а. Из циљева економског управљања корпорацијом проистичу сви циљеви РИС-а. Рачуноводствене информације употребљавају се од стране менаџмента после усвајања сета финансијских извештаја на Скупштини акционара. Сет финансијских извештаја је базни инструмент за полагање рачуна. Рачуноводствене информације користе се за управљање корпорацијом, како у стратешке, тако и у оперативне сврхе.

Упориште добре пословне филозофије сваке корпорације је уважавање добро познатог мота: „Права информација у право време и на правом месту“ при доношењу пословних одлука. Од количине и квалитета расположивих информација зависи успех менаџмента при одлучивању и систематској контроли пословно-финансијских процеса корпорација. Информације су постале главни фактор пословне активности и стратешки ресурс корпорација. Потреба за повећаним обимом информација интензивирана је повећаном аутоматизацијом и механизацијом пословања, строжим правним захтевима, појачаном како националном, тако и интернационалном конкуренцијом, порастом знања на глобалном нивоу, убрзаним технолошким променама и друго. Корпорацију води и усмерава менаџмент непрекидно предвиђајући њену рентабилност и рентабилност њених делова и пратећи остварења истих.

Подлога пословном одлучивању треба да буду редовне, благовремене, потпуне, истините, објективне и приступачне информације по свом облику и садржини. Значај тачности и поузданости таквих информација не треба посебно истицати. „Важно је у РИС уградити мноштво контролних поступака и то у свим деловима обраде.

Систем интерних контрола, поред информационе и комуникационе технологије представља базну компоненту РИС – а<sup>21</sup>, а што приказује Шема бр. 3. на следећој страни.

**Шема број 2 - Место и улога  
рачуноводног  
информационог система  
у пословном субјекту**



Извор: Дмитровић Шапоња Љ., Петкович Ђ., Јакшић Д., *Рачуноводство*, Економски факултет, Суботица, 2012. година, стр. 9.

21) Сачер М. И., Жагер Л.: „Рачуноводствени информациони сустави“, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 2008. године, стр. 22 – 23.

**Шема број 3 - Базне компоненте РИС - а**

Информације које продукује РИС најбитније су за пословно одлучивање<sup>22</sup>. Без тих информација незамисливо је планирање, анализирање, одлучивање, не само у процесу производње, него и на нивоу корпорације, као и шире. „Рачуноводствена информација, као и свака друга информација условљена је циљем, односно задатком којим циљ треба да се оствари. Из тога проистиче закључак да дефинисање циља претходи утврђивању садржине и коначног обликовања саме информације“<sup>23</sup>.

Рачуноводствени информациони систем са његовим структурним елементима продукује сет финансијских извештаја за потребе екстерних и интерних корисника. Поменути корисници задовољавају своје потребе тако што на основу информација из финансијских извештаја доносе пословне одлуке и усмеравају активности ка будућности. Поменуте информације су основ за доношење пословних одлука о инвестирању и дезинвестирању, о финансирању, о одобравању кредитних информација, о испоруци производа и сл. Топ менаџмент користи информације из финансијских извештаја како би рационално управљао повереним капиталом власника. Анализа успешности таквог управљања у директној је зависности од информација.

Свака фаза управљачког процеса, која је информационо подржана РИС-ом и нефинансијским информацијама, подразумева доношење низа стратешких и оперативних одлука од стране менаџмента на свим нивоима управљања. Такве одлуке везане су за учинак, асортиман, цене, залихе, кредитирање купаца, капитална улагања, изградњу или реконструкцију постојећих капацитета, стимулација менаџера, спајање или припајање корпорација, просторни и временски распоред производње, начин предузимања корективних акција и сл. Управо стога, менаџери су принуђени да планирају своје активности сходно тренутним надлежностима и одговорностима у процесу доношења пословних одлука, како би у случају настанка проблема извршили благовремене припреме за њихово решавање, праћење остварења да би се утврдило да ли су остварења на нивоу планираних вредности или су присутна одступања.

Управљачко рачуноводство обезбеђује информације у функцији одлучивања о томе које производе продати, по којим ценама, на којим тржиштима, какву политику набавке водити, како поставити оптималан асортиман и сл. Организациона структура је оквир за поделу надлежности, одговорности и специјализацију и стога

22) „Развити се у доброг менаџера у пословном одлучивању тражи дубље размишљање о језику одлучивања, него што је то обично случај“ ... „Учинковита је одлука, добро обликована одлука с обзиром на циљ, потребе, резултат, друге опције и трошковни критериј“ (J. Frank Yates „Poslovno odlučivanje“, Poslovna škola sveučilišta u Michiganu, Mate, Zagreb, 2012. godina, str. 24, 32.)

23) Станојевић др Т.: „Улога рачуноводствених информација у различитим облицима удруживања рада и средстава“, Часопис Књиговодство, бр. 6 – 7, Београд, 1983. година, стр. 145

треба да буде присутна тесна повезаност између процеса организације и управљачког рачуноводства, јер управљачко рачуноводство детерминише у овом процесу интерне рачуноводствене извештаје. Управљачко рачуноводство обезбеђује на одређени начин комуникацију, тј. преноси информације по свим хоризонталним и вертикалним правцима појединих елемената корпорационе структуре у фази планирања, тј. припремањем и презентацијом извештаја о остварењима у фази контроле.

### 3.2 Значај алтернативног пословног одлучивања у корпорацијама

Алтернативно пословно одлучивање везано је за случајеве текућих настојања да се постојећи ресурси употребе на најбољи могући начин, као и на случајеве додатног инвестирања (тзв. капитална улагања). Оно представља проналажење оптималног одговора на следећа питања<sup>24</sup>:

1. да ли променити или задржати постојеће односе између производа у асортиману?
2. да ли увести или не нови производ?
3. да ли елиминисати или задржати постојећи производ?
4. да ли увести или не нову смену?
5. да ли се одлучити за даљу прераду или продају полупроизвода?
6. да ли набављати или производити у сопственој режији?
7. да ли прихватати или не поруџбину?
8. да ли мењати или не величину серије?

Последице сваке алтернативе могу бити квантитативне и квалитативне природе. Допринос алтернативних пословних могућности резултату одређеног организационог дела је базни критеријум за избор између алтернатива. За алтернативно одлучивање неопходне су објективне информације о трошковима, јер они једним износом врло често могу да изразе ефекте многих фактора, а који су од утицаја на одлуку, те на тај начин смањују појединачно просуђивање бројних фактора. Из поменутог проистиче да при пословном одлучивању примарно место заузимају управо трошкови, нарочито диференцијални трошкови који у суштини представљају разлику између трошкова различитих алтернатива. Поред трошкова битан фактор су и приходи, тј. користи. Да би трошкови и приходи били релеван-

тни за пословну алтернативу, неопходно је да се односе на будућност, да су трошкови рашчлањени на фиксну и варијабилну компоненту и да је присутан однос између диференцијалних трошкова и користи.

Уколико су присутни ограничавајући фактори у пословању, алтернативно пословно одлучивање треба да пронађе ограничавајући фактор са најјачим дејством, односно конкретни ресурси, чијем потпуном искоришћењу предузеће, тј. корпорација (приметила Д.Ш.Љ.) се највише примакла и да се размотре алтернативе њене потпуне искоришћености.

У садашњим условима више него икад актуелна је дилема да ли „купити“ или „производити“. Пошто је у прошлости поступак набавке, транспорта и дистрибуције био компликован и спор у вези са координацијом, увек је избор падао на опцију „производити“, јер је ова опција била једноставнија и исплативија. Поменути проблеми превазиђени су појавом глобализације и интернета. Многе корпорације одлучују се за опцију „купити“, јер се производна функција препушта другим произвођачима (outsourcing). У савременим условима фокус се ставља на активности које увећавају вредност (подршка потрошачима, истраживању и развоју, маркетингу и сл.).

Информациона основа алтернативног пословног одлучивања је РИС. Финансијско рачуноводство продукује информације везане за пословно одлучивање инвеститорима (где да пласирају своја инвестициона средства) и повериоцима. Управљачко (менаџерско) рачуноводство припрема рачуноводствене информације менаџменту за пословно одлучивање. Рачуноводствене информације за пословно одлучивање махом су финансијске природе, мада укључује и нефинансијске (на пример имиџ корпорације, ефикасност људских потенцијала, ефекте различитих акција на окружење и др.).

Уместо реализације активности производње у сопственим погонима, корпорација може да се определи за куповину компоненти или комплетног производа. Предност истог увиделе су светски познате корпорације (IBM, Dell, Nike, Ericsson, Cisco и др.) које производњу препуштају произвођачима из целог света. Ови произвођачи су, заправо одраз глобалне економије, нарочито индустрија високе технологије, сектора услуга и сл.

24) Стевановић Н.: „Обрачун трошкова – теорија, методологија и примена“, Савремена администрација, Београд, 1987. године, стр. 87.

### Илустрација пословне одлуке: произвести или купити

У следећој години очекује се раст продаје производа „А“ (Ајфона) услед планираног снижења цена неких компоненти. Претпоставља се да ће уместо досадашњих 117.000 комада имати потребе за производњом 234.000 комада. Менаџмент треба да донесе одлуку коју ће алтернативу да изабере:

1. на тржишту купити сву количину од 234.000 комада и оставити своје производне капацитете незапосленим;
2. на тржишту купити половину потребног производа „А“, а производне капацитете ангажовати за додатну производњу производа „А“ од 117.000 комада;
3. произвести у сопственој режији укупну потребну количину од 234.000 комада.

Табела бр. 4 приказује релевантне трошкове за сваку могућност (алтернативу).

**Табела број 4 - Варијанте трошкова производа „А“**

Р.бр.	Могуће алтернативе	Купити		Произвести у сопственој режији (3)
		При престанку производње (1)	Уз додатну производњу (2)	
1.	Укупни релевантни трошкови:			
	- за количину од 117.000 комада	7.839.000	15.561.000	7.722.000
	- за количину од 234.000 комада	15.678.000	—	15.444.000
2.	Планирани профит од додатне производње	—	819.000	—
3.	Нето трошкови при количини од 234.000 комада	15.678.000	14.742.000	15.444.000
4.	Нето трошкови по комаду	201	189	198

На основу података из дате табеле изабраће се друга алтернатива (купити, уз додатну производњу од 189 новчаних јединица по комаду се уочава да се највише исплати „производити и купити“, јер су најнижи трошкови и износе 14.742.000). Избором друге алтернативе остварује се искоришћеност капацитета, а такође остварује се најбоља употреба средстава.

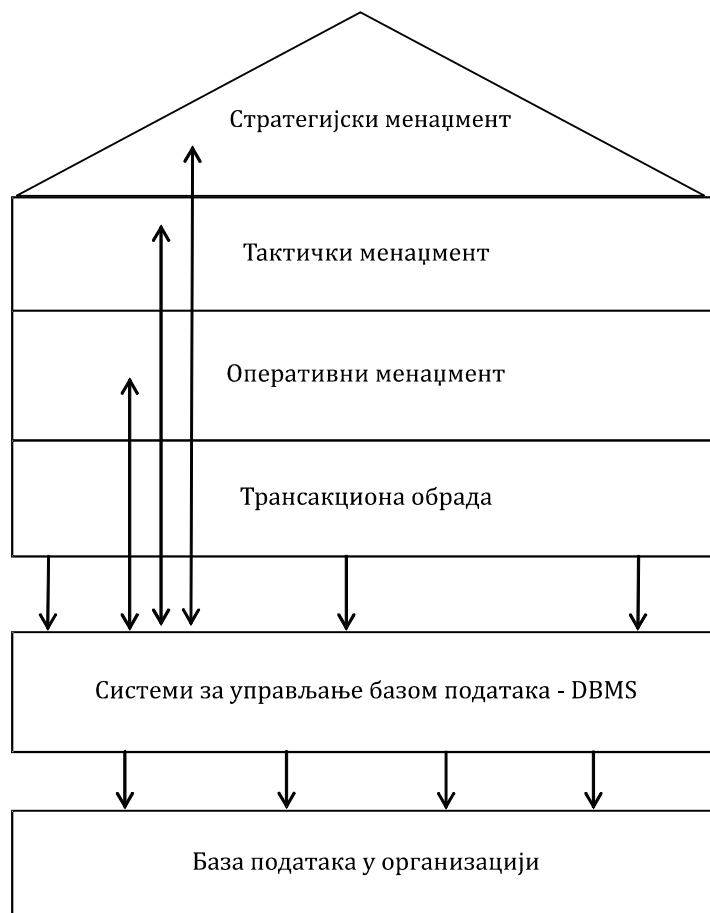
### 4. Информационо-технолошка подршка процесу пословног одлучивања

Спектар различитих послова које менаџер обавља свакодневно, укључује и сам процес одлучивања. Он доноси одлуке непрекидно, тј. у току извршења послова везаних за реализацију управљачких функција (планирање, организовање, управљање људским потенцијалима, руковођење и контролу). Заједнички стожер за све пословне функције је управо одлучивање. У савременој теорији управљања под одлучивањем се сматра рационални избор једне из мноштва расположивих алтернатива. Процес одлучивања садржи следеће итерације:

1. **сакупљање информација** – из унутрашњих и спољних извора ради сакупљања и достављања истих менаџменту за објективно пословно одлучивање;
2. **предвиђање** – свака одлука се односи на будућност. Најпознатији модели предвиђања су: квалитативни (Делфи метода и метода номиналних група) и квантитативни (економски показатељи, економетријски модели, анализа временских серија, модели регресије, односно каузално моделирање);
3. **избор решења између алтернатива** – представља активност коју може да обави једино овлашћени менаџер, дајући одговор на следеће питање: коју одлуку донети, тј. које решење одабрати у низу алтернатива; све одлуке могу да се групишу у три врсте ситуација одлучивања:
  - сигурност – о исходу алтернатива менаџери имају тачне податке,
  - ризик – познавање од стране менаџера нивоа вероватноће да ће одређена алтернатива довести до циља и
  - несигурност – са непредвидљивим екстерним околностима менаџер се суочава.
 Оптимално решење (најбоље решење у датој ситуацији) обично бирају менаџери и третман одлуке добија одабрано решење;
4. **имплементација одлуке** – врше менаџери или њихови сарадници;
5. **евалуација ефикасности одлуке** (тзв. оцена перформанси одлуке) – последња итерација у процесу доношења одлуке. У овој фази добија се одговор на питање да ли је проблем решен и у којој мери.

Са савременим интегрисаним информацио-ним системима нови приступи пословном одлучивању, укључују нове истраживачке правце преко „Data Warehouse“ (складиште података) и

Шема бр. 4 - Приказ места базе података у системима за подршку одлучивања



Извор: Крсмановић Б., Полић С. *Информационе технологије у рачуноводству и ревизији*, Финрар Бања Лука и Факултет спољне трговине Бијељина, Бања Лука, Бијељина, 2008. године, стр. 91.

„Data Miningа“ (откривања знања). Током развоја корпорације врши се прикупљање података у адекватну базу података која представља добар информациони основ за пословно одлучивање (како стратешко, тако и текуће, тактичко и оперативно).

„База података (*Data Warehouse*) представља усавршени збир података предузећа (корпорација, прим. Д.Ш.Љ.). Ове базе података обезбеђују висококвалитетне податке који се лако претражују, дозвољавају њихову трансформацију на креативан начин. Нагласак ће у будућности бити стављен на развој кориснички оријентисаних технолошких алата, који омогућавају финансијским стручњацима да лако дођу до података, и њиховом комбинацијом до адекватних информација. Помоћу савремене технологије, сваки корисник може имати приступ и користити информације ефикасно. Базе података,

такође, обезбеђују информације за екстерно финансијско извештавање.

Развојем XBRL (*Extensible Business Reporting Language*) финансијско извештавање на интернету се мења. То је алат који ће убрзо постати дигитални језик пословног извештавања. XBRL форматира финансијске извештаје (базиране на општеприхваћеним рачуноводственим принципима) за пренос преко интернета и гледање на Web Browser-има. Униформност коју обезбеђује XBRL олакшаће многим корисницима (компанијама, инвеститорима, аналитичарима – рачуновођама, банкама, итд.) припрему и анализу електронске финансијске информације<sup>25</sup>.

Предности система база података су:

1. „Подаци се користе за широк обим потреба, али је само један улаз у базу података и једно меморисање података.

25) проф. др Љиљана Дмитровић Шапоња „Изазови рачуноводства у новом корпоративном окружењу“, Зборник радова 11. конгреса, Савез рачуновођа и ревизора Р. Српске, Бања Врућица, Теслић, стр. 115.

2. Подаци се користе обједињено тако да су сва заинтересована одељења у компанији корисници идентичних података. С друге стране, ако би свако одељење имало своје сопствене базе података, могуће је да чињенице и коришћене цифре дођу у међусобни „сукоб“ са подацима меморисаним од стране другог корисника.
3. База података подржава захтеве менаџмента специјално на стратегијском нивоу, иако сваки ниво има потребу за приступом подацима. База података обезбеђује све могућности, стандардне – рутинске и ад-хок извештаје. Шема бр. 4 приказује место базе података у систему за подршку одлучивању<sup>26</sup>.

Веома је важно од стране менаџмента утврдити које ће се врсте података држати у базама података, ради што ефикаснијег пословног одлучивања. Као новији технолошки концепт, база података има задатак да обједини сродне податке свих функција у корпорацији. Насупрот оперативној (свакодневной) обради податка (OLTP)<sup>27</sup> нужно се јавља потреба за аналитичком обрадом података (OLAP)<sup>28</sup>.

Све менаџерске управљачке функције базирају се на протоку информација унутар и ван корпорације. На постојеће, односно, потенцијалне проблеме могуће је реаговати једино онда када се располаже објективним и благовременим информацијама. Информациони системи су подршка и олакшавају менаџменту адекватно пословно одлучивање. Информациони системи омогућавају ефикасност пословних операција, тј. они су рачунарска подршка савременом пословном одлучивању, и то:

- **у фази формулације** – врши се идентификовање и класификовање проблема (ANW<sup>29</sup>, EIS<sup>30</sup>, MIS<sup>31</sup>, MINING, OLAP);

- **у фази пројектовања и фази избора** – врши се генерисање модела, алтернатива, анализа, доношење одлуке (OLAP, GDSS<sup>32</sup>, MS<sup>33</sup>, ANN, Data Mining) и
- **у фази имплементације** – врши се комуницирање, добијање повратних информација (GDSS, MIS, ES<sup>34</sup>).

Систем за подршку одлучивању (СПО)<sup>35</sup> упућује на врсту система који подржава процес доношења одлука. Системи за подршку одлучивању су нови вид информационих система настали као резултат обједињења технологије обраде података и моделирања. У данашње време се више говори о „интелигентним“ системима за подршку одлучивању, који поред података и модела поседују и знање. Веома је нужно „интелигентне“ системе за подршку одлучивању раздвојити од експертних система. Поред класичне базе података, укључивање знања као посебне врсте квалитативних података изискује и одговарајуће решење везано за његово управљање.

Сама база знања и системи за управљање базом знања постају интегрални део „интелигентног“ СПО. СПО засновани на знању комбинују употребу базе знања са базом података и базом модела, а што их управо раздваја, тј. дистанцира од концепта експертских система. Постојање базе података, рачунара, модела одлучивања и корисничког интерфејса одлике су система за подршку одлучивању. Карактеристике СПО базиране су на одређеним претпоставкама о функцији рачунара у процесу доношења одлука. Поменути претпоставке су<sup>36</sup>:

- рачунар мора подржати доносиоца одлуке, али не тако да замени њега или његово мишљење у процесу одлучивања;
- најзначајнија предност подршке рачунара јесте при решавању полуструктурираних проблема где делови анализе морају бити систематизовани за обраду рачунаром, али је човек (до-

26) Проф. др Бранко Крсмановић, доц. др Станислав Полић, „Информационе технологије у рачуноводству и ревизији“, Финрар д.о.о. Бања Лука, Факултет спољне трговине, Бијељина, 2008. година, стр. 91.

27) Online Transaction Processing

28) Online Analytical Processing

29) Artificial Neural Networks

30) Executative Information Systems

31) Management Information Systems

32) Group Decision Support System

33) Management Science

34) Expert Systems

35) Потиче од енглеског израза „Decision Support System (DSS)“, али ће се у раду користити кратица на нашем језику СПО за систем подршке одлучивању.

36) Davis B. G. & Olson H. M. „Management Information Systems (Conceptual Foundations, Structure and Development)“, McGraw Hill Book Co., Singapore for Manufacture and Export, 1984, p.p. 368 - 369

носилац одлуке) унутар тога и контролише процесе;

- интерактивност доприноси успешности решавања проблема, а интерактивност је унапређена дијалогом система и корисника;
- СПО треба да омогући једноставан приступ бази релевантних података и интерактивно тестирање алтернатива. Наиме, процес одлучивања, повезујући моделе одлучивања и базу података унапређује СПО с тим што он не замењује човека при доношењу одлука, као и његово мишљење.

Услед напретка информационо-комуникационе технологије, менаџмент је у бољој позицији при доношењу пословних одлука, јер је савременим условима могуће дизајнирати и непрекидно надограђивати постојећи РИС као подршку одлучивању менаџмента. Однос између информационо-технолошког и менаџмента у сфери рачуноводствених информационо-технолошких система изузетно је комплексан. Кохерентност између менаџмента и рачуноводственог информационог система подржаног савременом информатичком технологијом олакшава доношење пословних одлука менаџмента.

Имплементација првих СПО<sup>37</sup> манифестовала се у проналажењу начина да примењени аналитички модели и рачунари буду од користи менаџменту у процесу решавања полуструктурираних и неструктурираних проблема ради избора праве одлуке између постојећих алтернатива. Иако СПО пружа помоћ при пословном одлучивању на свим нивоима, од великог је и посебног значаја на вишем нивоу одлучивања. СПО подразумева вертикалне информационе токове и олакшава синтезу информација на различитим управљачким и организационим нивоима за потребе стратешког одлучивања<sup>38</sup>, док управљачки информациони системи махом олакшавају хоризонтални проток информација.

Од раних 70-их до 90-их прошлог века СПО су егзистирали у виду следећих компоненти и то: база модела, база података, генератор система за подршку одлучивању и корисник. Међутим, у садашњим све комплекснијим условима привређивања са развојем рачунарске тех-

нологије, дошло је до развоја СПО до одређеног нивоа. Данашњи СПО садржи подсистем за управљање подацима, подсистем за управљање моделима, подсистем за управљање знањима, подсистем – кориснички интерфејс и корисник.

**Подсистем за управљање подацима** садржи: базе података, системе за управљање подацима, директоријум са подацима и упит. *База података* већих СПО је у оквиру складишта података (тзв. "Data Warehouse"). Сходно месту складиштења потребних информација, један СПО може користити више база података. Подаци могу да потичу из унутрашњих извора (документација корпоративног информационог система, лична документација менаџера, стручњаци различитих специјалности, стручна библиотека унутар корпорације) и спољних извора (државни прописи, подаци из индустријске гране, интернет и сл.). Процес креирања базе података (складиштење података) путем спољних извора зове се екстракција<sup>39</sup>. Управљање процесима екстракције података омогућавају системи за управљање базом података (DMS). За креирање, приступање и ажурирање базе података првенствено служе системи за управљање базом података (DBMS).

**Подсистем за управљање моделима** садржи следеће компоненте: базу модела, систем за управљање базом модела, „језик“ за моделирање, директоријум модела и командни процесор.

**Подсистеми за управљање знањем** СПО који имају подсистеме за управљање знањем називају се интелигентним системима за подршку одлучивању („IDSS“)<sup>40</sup>. Овај подсистем се издваја од осталих јер у њему постоји „база знања“<sup>41</sup> која омогућава кориснику информације о постављеном проблему експертизе.

**Подсистем – кориснички интерфејс** садржи следеће компоненте: систем за управљање корисничким интерфејсом, јединице за преводње на природни језик, терминал, принтер, плотер и сл., он покрива све аспекте комуникације између система за подршку менаџмента и корисника – подсистем кориснички интерфејс. Овај подсистем се односи на факторе који се тичу лакоће коришћења система, приступачност система и факторе везане за интеракцију човек –

37) Представљају интерактивне рачунарске системе с циљем помоћи менаџменту у процесу идентификације и решавања полуструктурираних и неструктурираних проблема ради правог избора између алтернатива.

38) Доприноси такође аутоматизацији стратешког планирања и пројекције.

39) Уношење података.

40) Intelligent Decision Support System

41) "База знања" је била синоним за експертне системе својевремено. Међутим, развојем система за подршку одлучивању појавила се група напредних система за подршку одлучивању који су објединили позитивна својства постојећих система менаџмента.

машина, а не само на хардвер и софтвер. Подсистем – кориснички интерфејс је од великог значаја и за пројектовање информационих система и за кориснике система.

**Експертни системи (ЕС)**<sup>42</sup> својом појавом олакшавају рад на местима одлучивања где се доносе веома значајне и сложене одлуке и где се због немогућности санирања не могу донети погрешне одлуке. Експертни системи су информациони системи који помажу при доношењу пословних одлука.

Топ менаџмент корпорације уколико жели да одржи постојећу позицију на тржишту неопходно му је улагање у информациони систем, што представља императив. У односу на остале пословне информационе системе, **ERP систем** се издвојио, јер се доказало да, иако дугорочно коришћење овог система нема ефекат на побољшање пословних процеса, он има значајан утицај на побољшање општих перформанси компаније. Другим речима, топ менаџмент и власници корпорације имају велике користи од дугорочног коришћења ERP система.

Највећа предност употребе ERP система јесте тренутан приступ свим одељењима, секторима и службама у оквиру корпорације и приступ информацијама у „*real time*“ димензији. Осим самог приступа информацијама, присутна је могућност пречишћавања информација, селектовања круцијалних информација за пословни процес, те могућност аналитичке обраде доступних информација. Пословање које се одвија посредством ERP система, омогућава увођење електронске трговине, „B2B“ и „B2C“ пословног окружења, као и прецизно документовање свих трансакција, процедура и процеса у корпорацији. Укратко, уз помоћ ERP система, сваки пословни корак оставља документовани траг за собом. ERP систем пружа помоћ у решавању проблема, јер на најједноставнији начин обезбеђује приказ различитих дијаграма, графикона, листа и извештаја. Овакав организовани приступ доприноси бољем управљању пословним процесима и бржој реализацији истих.

У оквиру финансија, као једног од подсистема SAP R/3 решења, налази се и модул за финансијско рачуноводство као најчешће примењивани модул (од свих модула, учесталост употребе овог модула је преко 30%) са тенденцијом даљег пораста. Овај модул карактеришу једноставност примене, прилагодљивост потребама корпорације, те брз приступ великом броју финансијских

информација, значајних за процес пословног одлучивања. Из тог разлога се и сматра да је ERP систем, пре свега, рачуноводствено оријентисан информациони систем. ERP систем све више се посматра као извор података за помоћни систем подршке одлучивању, који користи на меморији засноване процесе, да би извршио „*What if*“ симулацију, или *Data Warehouse* који употребљава OLAP технологије за ad – hoc анализе.

Предности употребе СПО у корпорацијама се огледају у побољшању комуникације, постизању одлуке бољег квалитета, уштеди времена, смањењу трошкова, побољшању задовољства запослених и купаца, повећању продуктивности.

### Закључна разматрања

У основи корпоративног управљања је заправо, процес раздвајања власништва и управљања, који све више добија на значају, јер савремено окружење намеће потребу корпорацијама за професионалном управљачком структуром, која је професионално и стручно оспособљена за управљање корпорацијом. Корпорације су у савременим условима изложене различитим изазовима, претњама и ризицима услед веома комплексног, сложеног, динамичног окружења привређивања. Поменуто изискује од корпорација да буду флексибилне и прилагодљиве савременом пословном амбијенту. Корпоративно управљање представља процес којим се усмеравају и контролишу активности и њихова реализација у корпорацији.

Процес пословног одлучивања носи са собом бројне изазове са којима се суочава менаџмент корпорације и зато се одлучивање сматра сложеном активношћу самог управљачког процеса. Њихово успешно превладавање чини основу будућег раста и развоја корпорације. Циљ пословног одлучивања је елиминисање или ублажавање мноштва препрека на путу ефикасног и ефективног управљања.

Кључна база корпоративног управљања у процесу доношења квалитетних пословних одлука је савремено организовани и добро постављени рачуноводствени информациони систем са информационом базом података о свим значајним сегментима пословања. Рачуноводствени информациони систем највећим делом опскрбљује менаџмент информацијама за потребе пословног одлучивања, мада савремени модели финансијског извештавања изискују потребу за допуном и

42) База знања, механизам за закључивање, кориснички интерфејс и радна меморија су саставни сегменти модела једноставног експертног система.

неопипљивим нефинансијским информацијама (као што је знање, као основа интелектуалног капитала и других способности менаџмента и запослених), а које доприносе конкурентској предности корпорације.

Сам процес пословног одлучивања постаје све сложенији, па су стога развијени бројни алати који тај процес треба да олакшају, као и одговарајући системи подршке одлучивања. Информациони системи омогућавају ефикасност пословних операција у фази формулације, у фази пројектовања, у фази избора и у фази имплементације, они представљају рачунарску подршку савременом пословном одлучивању од стране менаџмента.

### Литература

1. Албијанић, М. „Интелектуални капитал: утицај на конкурентност и економски раст“, *Службени гласник РС*, Београд, 2011.
2. Bhimani, A., Horngren, C.T., Datar, S.M., Foster G. „Management and Cost Accounting“, 4th Edition, Pearson Education, Haslow, 2008.
3. Davis, V. G. & Olson H. M. „Management Information Systems (Conceptual Foundations, Structure and Development)“, McGraw Hill Book Co., Singapore for Manufacture and Export, 1984.
4. Дмитровић, Ш. Љ. „МСФИ и савремено финансијско извештавање“, Зборник радова 10. конгреса СРПС, Бања Врућица, Теслић, 2006.
5. Дмитровић, Ш. Љ. „Изазови рачуноводства у новом корпоративном окружењу“, Зборник радова 11. конгреса, Савез рачуновођа и ревизора Р. Српске, Бања Врућица, Теслић, 2007.
6. Дмитровић, Ш. Љ. „Међузависност квалитета корпоративног управљања и финансијских извештаја“, Зборник радова 42. симпозијума СРПС, Златибор, 2011.
7. Дмитровић, Ш. Љ., Петкович, Ђ., Јакшић, Д. „Рачуноводство“, Економски факултет, Суботица, 2012.
8. Дмитровић, Ш. Љ., Граворац С., Милутновић С.: „Рачуноводство – значајан извор информација за корпоративно управљање“, *Анали Економског факултета у Суботици* бр. 29/2013, Економски факултет у Суботици, 2013.
9. Drury, C. „Management Accounting for Business Decisions“, Second Edition, Thompson Learning, London, 2001.
10. Ђорђевић, Б. Ј. „Менаџмент знања“, Дата статус, Београд, 2009.
11. Kothari J., Varone E.: „Финансијско рачуноводство – међународни приступ“, Дата статус, Београд, 2012.
12. Крсмановић, Б., Полић, С. „Информационе технологије у рачуноводству и ревизији“, Финрар д.о.о., Факултет спољне трговине, Бања Лука, Бијељина, 2008.
13. Марковић, Д., Илић, Б., Ристић, Ж. „Економија знања: топ менаџмент и лидерство знања“, Етностил, Београд, 2010.
14. Милановић, Б. „Два лица глобализације“, Архипелаг, Београд, 2007.
15. Mitra, S.S. “Decision Support Systems“, John Wiley & Sons, Inc. New York, 1986.
16. New Reporting Models for Business, [www.icaw.co.uk/bettermarkets](http://www.icaw.co.uk/bettermarkets)
17. Папац, Н. „Модели мјерења и особине суства корпоративног управљања у Босни и Херцеговини“, Зборник радова, Свеучилиште у Мостару, Економски факултет, Мостар, 2013.
18. Публикација куће Pricewaterhouse Cooper „Trends in corporate reporting“, 2004. година, [www.valuereporting.com](http://www.valuereporting.com)
19. Сачер, М. И., Жагер, Л. „Рачуноводствени информациони суства“, Хрватска заједница рачуновођа и финансијских дјелатника, Загреб, 2008.
20. Станојевић, Т. „Улога рачуноводствених информација у различитим облицима удруживања рада и средстава“, часопис *Књиговодство* бр. 6–7, Београд, 1983. година.
21. Стевановић, Н. „Обрачун трошкова – теорија, методологија и примена“, Савремена администрација, Београд, 1987.
22. Comphson, A. A., Strickland, A. J., Gamble, J. E. „Стратешки менаџмент“, Мате, Загреб, 2007.
23. Yates, J. F. „Poslovno odlučivanje“, *Poslovna škola sveučilišta u Michiganu*, Мате, Загреб, 2012.

мр Иван  
ВОДЕНИЧАРЕВИЋ\*

## Бенчмаркинг заснован на финансијским извештајима

### Резиме

У раду је указано на специфичности финансијског бенчмаркинга у вези са информацијама које се у њему користе, фазама поступка бенчмаркинга и могућностима аутоматизације овог поступка анализе пословања предузећа. Укључивањем резултата финансијског бенчмаркинга у процес стратешког управљања предузећем може се подићи ниво свести предузећа о сопственим финансијским перформансама и предностима односно недостацима у односу на конкуренцију. Такође је указано да резултати финансијског бенчмаркинга омогућавају континуирано побољшање перформанси. Изложена су три модела најбоље праксе систематизације финансијског бенчмаркинга. На примеру анализе двеју компанија из фармацеутске бранше („Фајзер“ и „Абот“) коришћен је ROCE модел анализе перформанси. Предност овог модела у односу на друге моделе је да омогућава слојевитост анализе по детаљности приступа. Детаљни резултати употребе ове анализе на поменутом примеру двеју компанија дати су у облику радарског графика.

**Кључне речи:** бенчмаркинг, финансијске перформансе предузећа, финансијска анализа, ROCE анализа, модели најбоље праксе бенчмаркинга.

### Увод

Развој савремених предузећа, у околностима које намеће процес глобализације, од данашњих предузећа захтева све већу окренутост ка окружењу. У том смислу, веће шансе за успех има руководство предузећа које не пореди своје перформансе само у односу на своје раније перформансе или будуће (планске), већ врши поређење и са другим предузећима (конкурентима из исте гране) путем бенчмаркинга. Како је бенчмар-

кинг све присутнији метод сагледавања места сопственог предузећа у окружењу, намера овог рада је да укаже на главне карактеристике финансијског бенчмаркинга, као виталног дела бенчмаркинга у целини.

У првом делу рада биће објашњени појмови у вези са бенчмаркингом, као што су дефиниција, врсте, циљеви и предности употребе бенчмаркинга. Приликом анализе процеса бенчмаркинга указано је на пет репрезентативних модела,

\*) Pfizer НСР Представништво Београд, финансијски директор

због чињенице да је финансијски бенчмаркинг такође одређен истим поступцима као и друге бенчмаркинг активности. При том је указано на процес усаглашавања очекивања различитих хијерархијских нивоа (од нивоа корпорације до најнижег нивоа оперативног управљања) кроз бенчмаркинг.

У делу рада који указује на специфичности финансијског бенчмаркинга анализирани су специфичности садржаја појма финансијског бенчмаркинга. Као специфичности процеса финансијског бенчмаркинга биће указано на његове главне фазе, избор мерила перформанси, проналажење партнера и прикупљање података. На основу претходно наведеног, у трећем делу рада дат је пример анализе засноване на стварним подацима предузећа „Фајзер“ (Pfizer) и „Абот“ (Abbott) за 2008. и 2009. годину.

Резултати ове анализе указују на детаље разлика у перформансама двају предузећа, по основу оперативног пословања, али и имплементације стратешких одлука. Коначно, биће дат закључак шта се може очекивати као резултат процеса финансијског бенчмаркинга, као и предуслова за његово успешно спровођење.

### **1. Појмовно одређење и процес бенчмаркинга**

Финансијско управљање условљено је различитим чиниоцима, чији интензитет дејства и релативни утицај варирају током времена. Оквирна тенденција у садашњем тренутку јесте процес глобализације. На пример, могућности аутсорсинга пословних активности које не спадају у кључне делатности предузећа данас су веће него икад. У условима постојања интернета и глобалних комуникација локација не мора да представља препреку, што омогућава да се део ланца вредности у коме предузеће учествује размести на различита места, у зависности од пословног интереса.

Тако, организација производње која значајно увећава зараду нпр. у Кини изазваће интересовање и жељу за преузимањем или копирањем поменутих процеса. Последице се јављају захтеви акционара према руководством предузећа и у другде по овом основу. Руководство предузећа принуђено је да истовремено из интерних и екстерних извора тражи нове изворе конкурентске предности и открива

нове начине подизања пословних перформанси, унутар самог предузећа и у његовом окружењу. Бенчмаркинг почива на потоњем приступу, тј. оријентацији ка анализи окружења као фактору побољшања перформанси. У пракси се бенчмаркинг јавља у другој половини XX века, при чему се једним од кључних момената сматра употреба бенчмаркинга од стране фирме Rank Xerox 1979. године. Анализа статуса конкуренције јавља се и пре настанка бенчмаркинга, али таква анализа није била довољна да помогне унапређењу перформанси предузећа. Бенчмаркинг је интегрисао са знања о конкуренцији у континуирани процес унапређења перформанси предузећа.

#### *1.1. Концепт Бенчмаркинга*

Континуираност активности бенчмаркинга почива на системском приступу и приступу негативне спреге („feedback“-а), где се предузеће посматра у контексту поређења усаглашености са својим окружењем, при чему се установљавањем разлике између референтног стања у окружењу (жељеног, односно оптималног) и стања у предузећу установљава разлика. Она се затим анализира и континуирано умањује.

Амерички центар за продуктивности и квалитет дефинише бенчмаркинг као „процес систематског и континуираног мерења и поређења организационих пословних процеса у односу на пословне процесе лидера било где у свету, да би се добиле информације које ће помоћи организацији да предузме акције на побољшању својих перформанси“ (Малинић, *Финансијски бенчмаркинг као инструмент за унапређење перформанси предузећа, 2010, 158*).

Предмет бенчмаркинга су, дакле, организациони пословни процеси, тј. подцелине укупног пословног система, а циљ је побољшање пословних перформанси. Неки аутори управо у предмету виде суштину бенчмаркинга, у следећим обележјима:

- „бенчмаркинг се експлицитно усмерава на поједини производ, процес или функционално подручје, а не на предузеће у целини;
- бенчмаркинг је децентрализован процес који за сваку поједину функцију тражи одговарајући узор;
- у центру интересовања није глобално поређење, већ специфично појединачно поређење.“ (Бешић, *Бенчмаркинг, 2006, 49*)

У оквиру општег циља бенчмаркинга, побољшања пословних перформанси предузећа налазе се „под-циљеви“, којима кореспондирају службе унутар предузећа:

**Табела 1 - Веза између циљева бенчмаркинга и елемената организационе структуре предузећа**

Циљеви	Организациона јединица
стицање јасне информације о позитивним и негативним странама конкурента на тржишту	Маркетинг и стратешко управљачко рачуноводство
побољшање стратешког приступа пословању	Развој пословања, управљачко рачуноводство
квалитативно и квантитативно побољшање производа односно услуге	Производња и управљачко рачуноводство
снижење трошкова	Финансије и рачуноводство
оптимална организација кроз организациону трансформацију: процеси, структуре, организациона култура и учење	Управљање људским ресурсима, финансије и рачуноводство

У пракси ће се приоритет претходно наведених циљева усклађивати са нивоом утицаја појединачног циља на укупне перформансе предузећа.

Бенчмаркинг је само један од метода којима предузећа континуирано побољшавају своје перформансе. Као што се види из резултата ис-

траживања организације „The Global Benchmarking Network“ код 450 организација, постоји све већа употреба овог метода, па је преко 80% анкетираних организација користило бенчмаркинг у 1997. години (Kemp, *Best practice Benchmarking*, 7).

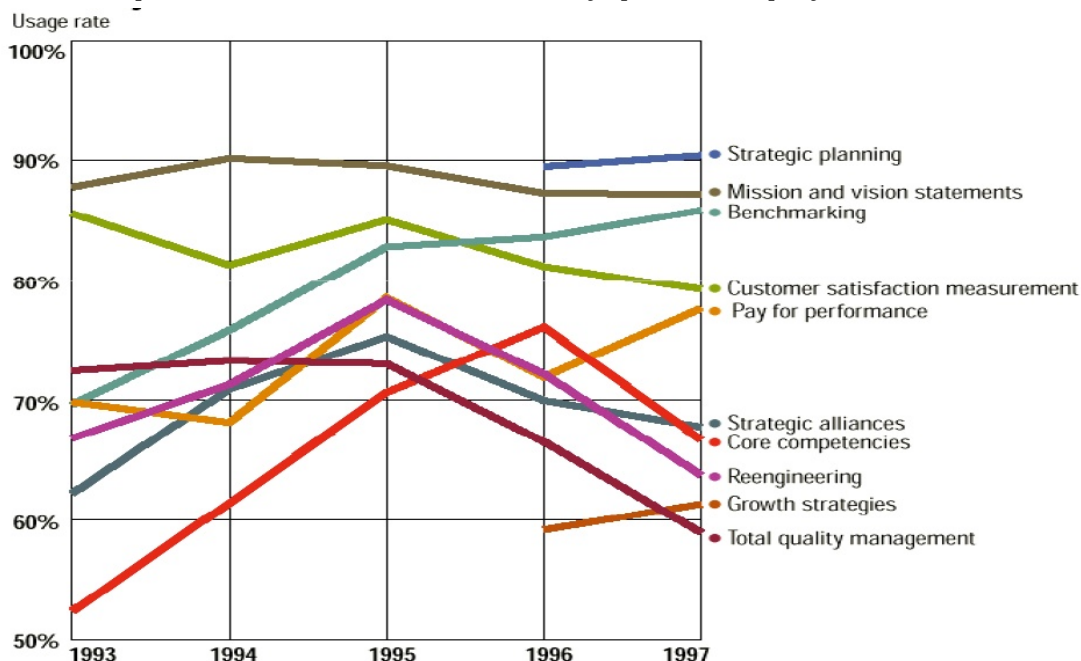
Постоје различите класификације облика бенчмаркинга. Према Стејпенхерсту (Стејпенхерст - *Stapenhurst - The Benchmarking book*, 2009, 47), зависно од учесника, начина контроле, ризика, могућности учења, трајању и структури бенчмаркинг тима, облици бенчмаркинга су:

- билатерални;
- са јавно доступним подацима;
- преглед;
- заснован на базама података;
- заснован на упитницима;
- модели пословне изврности.

Према проф. др Дејану Малинићу (Малинић, *Финансијски бенчмаркинг као инструмент за унапређење перформанси предузећа*, 2010, 160-162), типизација бенчмаркинга може се извршити према следећим критеријумима:

- циљеви (конкурентски, функционални, интерни, генерички);
- извори података (јавно доступни подаци, билатерални, мултилатерални, на базама података, заснован на тестирању, заснован на испитивању купаца, на моделу пословне изврности);

**Графикон 1 - Промене популарности различитих метода побољшања управљања предузећем**



- домет побољшања (стратешки, оперативни);
- метрике које се користе за поређење (заснован на перформансама, заснован на перцепцији).

Увођењем процеса бенчмаркинга у предузеће долази до спонтаних промена начина на који организација сагледава себе и окружење. Неке од особина су представљене у Табели 2.

**Табела 2 - Карактеристике компаније пре и после спровођења бенчмаркинг пројекта**

Пре имплементације бенчмаркинг процеса	После имплементације бенчмаркинг Процеса
Неизвесност	Коришћење сваке добре идеје
Само једно могуће решење	Више опција решења проблема
Фокус на интерно	Фокус на екстерно
Циљеви из прошлости	Циљеви су најбоље пословање
Слабо разумевање тржишта	Добро разумевање тржишта
Приоритети интерни	Приоритети потрошач
Добри смо	Треба да будемо бољи
Управљање према искуству	Управљање чињеницама
Прати друге	Водећи у индустрији

Извор: Сајферт, З., Адамовић, Ж.: *Менаџмент бенчмаркинг процес*, ТФ Михајло Пупин, Зрењанин, 2004, 31, према: Бешић, *Бенчмаркинг*, 2006, 50

Коначно, разматрање садржаја појма бенчмаркинг довршићемо дефинисањем перформанси најбоље праксе. Разлог за то је његов значај као репера у целом процесу бенчмаркинга, при чему се таква пракса посматра као она којој треба тежити. При томе је циљ измена сопствене праксе у складу са најбољом праксом. Да би се нека перформанса сматрала најбољом потребно је да се истовремено остварује веома висок ниво перформанси у дужем периоду времена, независно од производа, процеса или конкретног руководства.

Према Вотсону, ове особине се обезбеђују тако што предузеће:

- познаје своје процесе боље него што конкуренција зна своје процесе;
- зна пословање конкурената у својој грани боље него што га познају његови конкуренти;
- познаје своје купце боље него што конкуренти познају своје купце;

- реагује брже на промене у понашању купаца од његових конкурената;
- ефективније ангажује своје запослене него конкуренти;
- за купце се бори на начин „купац по купац“ (Вотсон, *Strategic Benchmarking Reloaded with Six Sigma*, 2007, 19-20).

## 1.2. Процес бенчмаркинга

Постоји већи број модела оптималног организовања процеса бенчмаркинга. Модели у начелу полазе од теорије система, модела повратне спреге и управљања пројектима. Следећи модели представљају репрезентативне опције поделе процеса бенчмаркинга на фазе.

**Табела 3. Модели процеса бенчмаркинга**

Модел	Фазе
Демингов модел <sup>1</sup>	PDCA циклус – Plan, Do, Check, Act, одн. планирање, извођење, провера и деловање
Кемпов модел <sup>2</sup>	Идентификација, приоритетизација, документовање, анализа, развој нових мерила за кључне процесе
Six Sigma модел <sup>3</sup>	DMAIC циклус: Define, Measure, Analyze, Improve, Control, Recognize, одн. дефиниција, мерење, анализа, побољшање, контрола, Препознавање
Мардов Модел стратешког бенчмаркинга <sup>4</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• анализа постојећег стања</li> <li>• дефиниција жељеног стања и одговарајућег стратешког плана</li> <li>• развој стратешких бенчмарка и програма за попуњавање гепа</li> <li>• уједињавање стратегије, циљева, кадрова, у холистички процес стварања вредности</li> <li>• редовно спровођење бенчмаркинга и мерење резултата у циљу спровођења корективних акција као подршке стварању вредности</li> </ul>
Модел др Малинића <sup>5</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Планирање (избор подручја за бенчмарковање, мерила перформанси и учесника у бенчмарковању)</li> <li>• Анализа и пројектовање: мерење сопствених и перформанси, мерење и анализа гепа, пројектовање сопствених и партнерових перформанси</li> <li>• Примена: развијање плана акција, примена планираних промена, мониторинг побољшања и калибрација</li> </ul>

1) Вотсон, *Strategic Benchmarking Reloaded with Six Sigma*, 2007, 65.

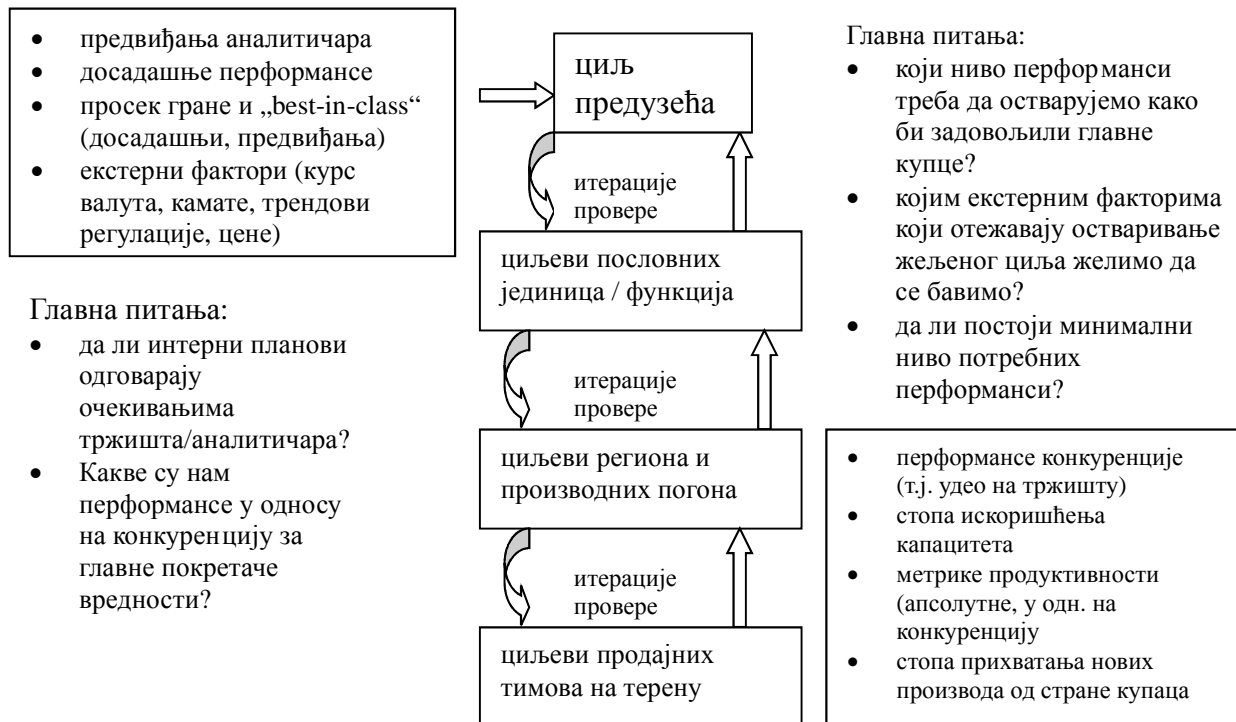
2) Кемп, *Best practice Benchmarking*, 2007, 14.

3) Вотсон, *Strategic Benchmarking Reloaded with Six Sigma*, 2007, 65.

4) Мард (Mard) и други, *Driving Your Company's Value*, 2004, 13

5) Малинић Д., 2010, *Финансијски бенчмаркинг као инструмент за унапређење перформанси предузећа*, 165.

**Слика 1 - Усаглашавање корпоративних и оперативних очекивања кроз бенчмаркинг  
Каскадни модел „одозго надолe“ Модел „одоздо нагоре“**



Извор: Коупленд, Долгоф, *Outperform with Expectation-Based Management*, 2005, 86

Оно у чему све сви аутори слажу је континуираност процеса, да се процес бенчмаркинга односно његови циклуси понављају. Трошкови који се уобичајено везују за процес бенчмаркинга су трошкови посета и састанака, трошкови радних сати ангажованих запослених и менаџера у предузећу, као и трошкови информационог система.

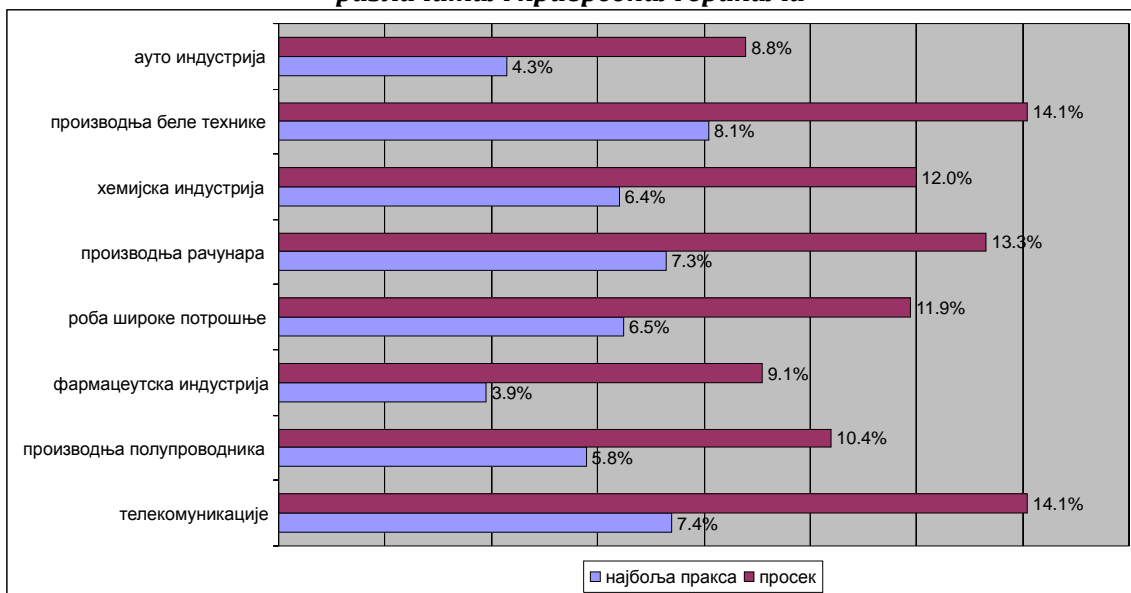
Када је у питању спровођење процеса бенчмаркинга у великој организацији, иако је предмет бенчмаркинга укупно пословање предузећа јавља се проблем усаглашавања хијерархијских нивоа, пошто подсистеми организације (функционалне одн. пословне јединице, и у различитим државама) имају различите приоритете приликом анализирања појединих аспеката пословања. Како би се постојеће перформансе предузећа упоредиле са екстерним информацијама и трендовима, а у складу са специфичностима подсистема организације, ове перспективе се могу усагласити током процеса бенчмаркинга као на Слици 1.

Смер усаглашавања којим ће се кренути у конкретном предузећу зависи од тога да ли званична корпоративна култура подржава глобални или регионални приступ схватању свог пословања. Тако се може очекивати да ће глобални приступ изабрати „одозго надолe“, а тамо где преовладавају локалне или регионалне специфичности повољнији модел је „одоздо нагоре“.

Очигледна је потреба да се током процеса бенчмаркинга идентификују и решавају првенствено критични проблеми тј. проблеми чијим решавањем се највише утиче на укупне перформансе предузећа.

Осим претходно наведеног, кључни део процеса бенчмаркинга представљају мерење и анализа гeпа. У тој фази се квантификују почетне позиције, тј. почетне сопствене перформансе као и перформансе најбоље праксе. Разлику између ових двеју категорија представља бенчмаркинг гeп. Достижање перформанси најбоље праксе у тренутку мерења, тзв. паритетног циља може представљати циљ предузећа у наредном периоду. Но, с обзиром да су перформансе динамичка категорија, тј. да се и сопствене али и перформансе најбоље праксе мењају (подразумевамо, побољшавају) у времену, то се постизање перформанси најбоље праксе у наредном периоду поставља амбициозно, изнад паритетног циља или на нивоу лидерског циља. Тек кроз процес креативних прилагођавања може се постићи тако дефинисан задатак, где је осим континуираног процеса праћења сопствених перформанси и перформанси најбоље праксе потребно проналазити начине за попуњавање гeпа, адаптацијом пословања предузећа.

**Графикон 2 - Процент удела трошкова ланца снабдевања у приходима предузећа по различитим привредним гранама**



Извор: Кемп, Best practice Benchmarking, 2007, 17.

Када постоји већи број перформанси које треба оптимизовати кроз процес бенчмаркинга, јавља се проблем проналажења технике обрачуна вишекритеријумске оптимизације за потребе бенчмаркинга.

У пракси се користе најчешће два метода:

- регресиона анализа
- „Data Envelope Analysis“, тзв. DEA анализа.

Како наводи Жу (*Quantative models for Performance Evaluation and Benchmarking*, 2009, 3), оптимизација путем DEA анализе полази од више јединица доношења одлука (практично, критеријума тј. конкретних перформанси предузећа) које имају своје улазне и излазне податке. На основу њих се обрачунава тзв. „ефикасна граница“ или „граница најбоље праксе“. Метод се успешно користи у областима логистичких система, проблемима у банкарском систему, перформансама текстилне индустрије итд.

## 2. Финансијски бенчмаркинг

Као најважнији сегмент интерних података предузећа о перформансама предузећа, анализа финансијских информација је незаобилазан део процеса бенчмаркинга. Наведено важи независно од избора типа бенчмаркинга. Финансије могу помоћи бенчмаркингу својим квантитативним и аналитичким моделима (рацио анализа, итд.). Ови модели могу пружити информациону основу за формирање стратегије, оцену тренутног стања оперативног пословања предузећа и оцену будућности предузећа.

### 2.1. Садржај појма финансијски бенчмаркинг

Према Баку (Бак и други, *Competitive Financial Benchmarking Using Self-Organizing Maps*, 1998, 70), циљ финансијског бенчмаркинга конкурентског типа је поређење предузећа са својим конкурентима, користећи доступне финансијске информације. Подаци из финансијског бенчмаркинга, допуњени нефинансијским (тржишним и другим) подацима, представљају потпуну информациону основу за укупан процес бенчмаркинга.

На основу података из Графикона 2, можемо видети колики значај има финансијски бенчмаркинг: просечно предузеће у грани може, сагледавајући само сопствене перформансе (на пример, 8,8% учешћа трошкова ланца набавке у приходима аутомобилске индустрије) бити потпуно несвесно реалних могућности снижења тих трошкова у истој привредној грани – чак дупло мање у случају најбоље праксе у истој привредној грани.

Приликом финансијског бенчмаркинга заснованог на базама података конкурентског типа јавља се проблем избора адекватне софтверске подршке преуређењу финансијских извештаја, обрада тако прилагођених података и коначно анализа. Неки од уобичајених метода су (Бак и други, *Competitive Financial Benchmarking Using Self-Organizing Maps*, 1998, 69-70):

- мултиваријациона статистичка анализа,
- непараметарски статистички тестови,
- вештачке неуронске мреже, и

- самоорганизујуће мапе као (под)врста неуронских мрежа,
- интелигентни систем за подршку одлучивању руководиоца, базиран на знању (knowledge-based system).

Проблеми који се јављају при наведеним статистичким методама анализе су захтеви за нормалним распоредом вероватноће променљивих, непознате и различите расподеле вероватноћа код различитих показатеља финансијских перформанси, као и практично питање визуелног приказа већег броја објашњавајућих променљивих. Бак и тим (Бак и други, *Competitive Financial Benchmarking Using Self-Organizing Maps*, 1998, 73) сматрају да због своје способности да уче кроз процес тзв. ненадгледаног учења (unsupervised learning) и примене тзв. "Кохонен" мрежа, самоорганизујуће мапе имају битне предности над другим техникама обраде података за потребе финансијског конкурентског бенчмаркинга.

Други предлог за решавање овог проблема дали су Ванхаранта и други, кроз стварање интелигентног система за подршку одлучивања руководиоца, базираног на систему хиперзнања (Hy-

per-knowledge based system). Префикс „хипер“ означава резултате и структуру знања изнад могућих очекивања корисника система. Систем се састоји из језичког система оријентисаног ка кориснику, система за обраду података и система знања (Ванхаранта и других (*Usability of a Hyper knowledge-Based Executive Support System for Financial Benchmarking*, 1995, 132).

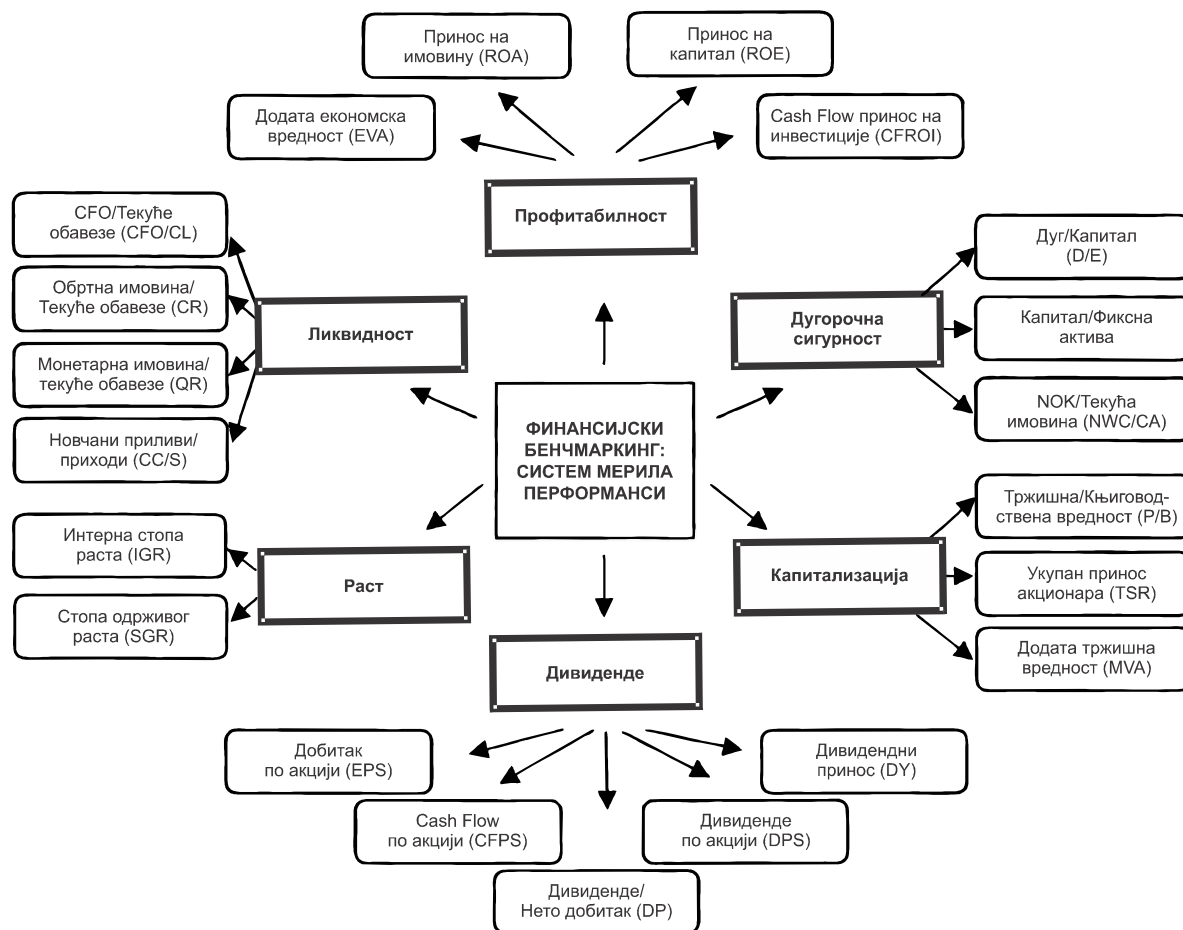
### 2.2. Процес финансијског бенчмаркинга

Процес финансијског бенчмаркинга се у основи не разликује од других врста бенчмаркинга, тако да ћемо се оријентисати само на специфичности појединих фаза финансијског бенчмаркинга.

#### а) Избор мерила перформанси

Приликом избора мерила перформанси потребно је да мерила детерминишу параметре пословања предузећа који су предмет истраживања, да буду међусобно конзистентна у грађењу укупног модела од више елемената, а да њихов број буде што мањи како би се побољшала ефикасност процеса бенчмаркинга. Исцрпан модел система мерила перформанси представљен је на следећој, Слици 2.

Слика 2 - Систем мерила у финансијском бенчмаркингу



Извор: Малинић, *Финансијски бенчмаркинг као инструмент за унапређење перформанси предузећа*, 2010, 171.

Код Пенмана представљена је детаљна структура система мерила перформанси којој је у основи мерило Return on Common Equity (ROCE, Принос на ангажовани капитала. Сам систем даје најбитнија мерила али истовремено омогућава дезагрегирање на компоненте које утичу на величину ROCE. То су Return on Net Operating Assets (RNOA, принос на нето оперативну имовину), Finance Leverage (FLEV, финансијски левериџ) и SPREAD (разлика између приноса на нето оперативну имовину и нето трошкова позајмљеног капитала), као још два нивоа испод претходно наведеног на Слици 3.

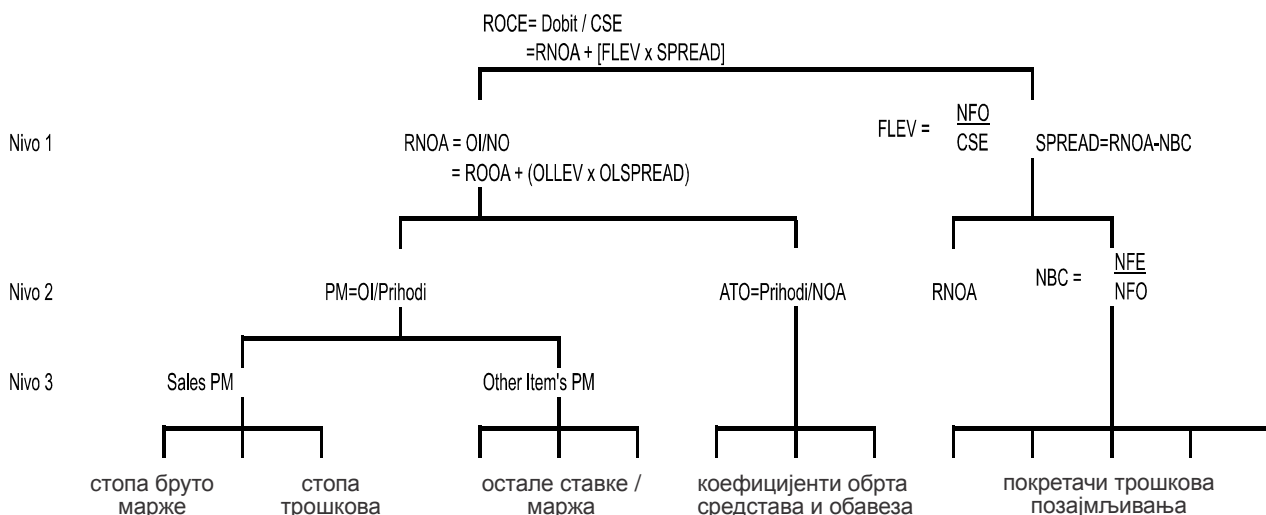
Из овако формираних система мерила се за потребе конкретне анализе врши избор мерила која највише одговарају конкретном предмету истраживања. Тако се у Еклундовом финансијском бенчмаркингу дрвне индустрије користе следећа мерила: Пословни добитак, Добитак након финансијских ставки, Принос на укупна средства, Принос на сопствена средства, Укупне обавезе, Солвентност, Рацио ликвидности, Пословна средства, и Инвестиције (Еклунд и други, *Financial Benchmarking Using Self-Organizing Maps*, 2003, 325).

Претходно наведеним указано је и на главне методе које се користе у фази анализе перформанси финансијског бенчмаркинга. Осим ROCE и тржишних показатеља, релевантна је анализа покретача вредности и слободних новчаних средстава (Free Cash Flow). Према Алфреду Рапапорту (Alfred Rappaport, <http://oxfordindex.oup.com/view/10.1093/oi/authority.20110803115134707> (29.09.2014)), постоји седам кључних покретача вредности предузећа: стопа раста прихода, стопа пословног добитка, пореска стопа, инвестиције у основна средства, инвестиција у обртна средства, плански период и трошкови капитала. Као систем података, ови подаци су финансијске природе и сходно потребама анализе могу се укључити у конкретан процес финансијског бенчмаркинга.

### б) Проналажење партнера

Како би процес бенчмаркинга могао да функционише и да се идентификују перформансе најбоље праксе, потребно је изабрати партнере код којих из анализе њихових перформанси можемо установити најбољу праксу. У значајној мери, то су предузећа из исте гране привреде, због специфичности финансијских перформанси различитих предузећа по привредним гранама, као и чињенице да је нека предузећа, због њи-

Слика 3 - Анализа ROCE



Извор: Return On Common Equity - Пенман, *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, 2006, 348-355

Напомена: Пенман за потребе ROCE анализе користи следеће скраћенице:

ROCE (Return on Common Equity): Стопа приноса на обичне акције; CSE (Common shareholder's equity): Просечне обичне акције; RNOA (Return on Net operating Assets): Стопа приноса на нето пословну имовину; FLEV (financial leverage): финансијски левериџ; SPREAD (разлика између приноса на нето пословну имовину и нето трошкова позајмљеног капитала) = RNOA - NBC; NO (Net Operating Assets): нето пословна имовина; ROOA (Return on Operating assets): стопа приноса на пословну имовину; OLLEV (Operating Liability Leverage): левериџ пословних обавеза; OLSPREAD (Return on Operating assets - short term borrowing rate): стопа приноса на пословну имовину умањена за краткорочну каматну стопу код задуживања; NBC (Net borrowing Costs): нето каматна стопа задуживања; NFE (Net financial expenses): нето трошкови финансирања; NFO (net financial obligations): нето финансијске обавезе; OI (Operating Income after tax): оперативна добит након опорезивања; Sales PM (Sales profit margin): бруто маржа приликом продаје; Other Item's PM (Other Item's profit margin): профитна маржа осталих резултата; ATO (Net Operating Assets Turnover): коефицијент обрта нето пословне имовине; NOA (Net Operating Assets): нето пословна имовина.

ховог диверзификованог пословања, тешко класификовати. Пример је фармацеутска индустрија, где је "Johnson & Johnson" предузеће са највећим укупним прометом. Пошто се поменута компанија бави и продајом и друге робе, а не само лекова, то се укључивање у финансијски бенчмаркинг предузећа из фармацеутске индустрије овог предузећа доводи у питање, због неупоредивости података.

### ц) Прикупљање података

Извори информација за финансијски бенчмаркинг, осим интерних, најчешће су јавно доступни званични финансијски извештаји предузећа, данас често доступни и преко компанијског интернет сајта. Како би се подаци прилагодили потребама анализе или због чињенице да су у питању предузећа из различитих држава, често је потребан поступак преуређења финансијских извештаја.

За потребе интерног бенчмаркинга мултинационалне компаније користе интерне податке из својих пословних јединица односно тржишта, где је због исте или сличне структуре извештавања и велике количине података могуће веома детаљно спровести бенчмаркинг различитих упоредивих јединица у предузећу, процеса у њима, резултата по деловима продајног портфолија итд.

### 3. Финансијски бенчмаркинг два фармацеутска предузећа: „Pfizer“ и „Abbott“.

Како би се претходно изложена материја могла учинити јаснијом, у наредном излагању ће бити дат пример. Изабрани пример је из области фармацеутске индустрије. У питању су два фармацеутска мултинационална предузећа, „Pfizer“ и „Abbott“, која се класификују у чисте фармацеутске компаније, тј. предузећа чија је главна активност истраживање, развој, производња и/или продаја лекова (Спилкер, *Multinational Pharmaceutical Companies*, 1994, 10). Фирма Johnson&Johnson, као што је претходно наведено због своје конгломератске структуре није узета у разматрање. Обе предузећа су из САД, чиме је унификован начин конверзије показатеља из финансијских извештаја предузећа у форму погодну за бенчмаркинг процес.

Пример финансијског бенчмаркинга има следеће карактеристике сходно раније наведеној подели бенчмаркинга. У питању је:

- конкурентски бенчмаркинг, са становишта циљева;
- бенчмаркинг заснован на јавно доступним подацима, са становишта извора података;
- оперативни, са становишта домета побољшања;

- заснован на перформансама, са становишта метрике која се користи за поређење.

Подаци који су коришћени јавно су доступни финансијски извештаји преузети са сајта два предузећа. Анализа која је спроведена фокусирана је на финансијски бенчмаркинг у вези са позицијама биланса стања и биланса успеха, а у фази анализе перформанси коришћена је ROCE анализа. Како би се уподобили потребама ROCE анализе, подаци о трошковима различитих функција преузети су из рачуноводства трошкова, а финансијски извештаји су преуређени сходно потребама анализе. Преуређење је ишло у смеру раздвајања пословне од финансијске имовине, обавеза, прихода и расхода. Спроведено је структурирање биланса успеха на упоредив начин у вези са структуром расхода, тако да су они подељени идентично за оба предузећа, на расходе администрације и продаје, истраживања и развоја, и друге расходе.

На основу ових података припремљена је главна табела за анализу профитабилности у функцији финансијског бенчмаркинга.

**Табела 4 - Анализа профитабилности у функцији финансијског бенчмаркинга предузећа Pfizer и Abbott за 2008. и 2009.г.**

	у мил. \$	PFE		ABT	
		2009.	2008.	2009.	2008.
1	Бруто маржа / Приходи	82,23	83,20	57,06	57,29
2	Расходи администрације и продаје / Приходи	29,74	30,10	27,32	28,57
3	Истраживање и развој / Приходи	15,69	16,45	9,47	9,44
4	Остали пословни расходи / Приходи	14,17	18,18	(4,35)	(1,66)
5	<b>Стопа пословног добитка (1-2-3-4)</b>	22,62	18,47	24,62	20,94
6	Приходи од продаје	50.009	48.296	30.765	29.528
7	Просечна нето пословна имовина (NOA)	70.956	45.917	32.010	27.734
8	Коефицијент обрта обртне имовине (прих./прос. посл. об. им.) - инв.	0,57	0,46	0,62	0,50
9	Коефицијент обрта дугорочне имовине (прих./прос. дуг. посл. об. им.) - инв.	1,95	1,24	0,85	0,83
10	Коефицијент обрта пословних обавеза (прих./прос. посл. об.) - инв.	1,10	0,76	0,43	0,39
11	<b>Коефицијент обрта (АТО) (6/7 ili (1/(8+9-10))</b>	0,70	1,05	0,96	1,06
12	<b>RNOA (5x11)</b>	15,95	19,43	23,66	22,30

13	Просечне нето финансијске обавезе (NFO)	(3.070)	(15.433)	11.801	10.063
14	Просечни акционарски капитал (SE)	74.026	61.349	20.209	17.672
15	<b>FLEV (13/14)/100</b>	(0,00041)	(0,00252)	0,00584	0,00569
16	Нето финансијски расходи (NFE)	487	(772)	381	328
17	Просечне нето финансијске обавезе (NFO)	(3.070)	(15.433)	11.801	10.063
18	Стопа нето финансијских расхода (NFR) (16/17x100)	(15,86)	5,00	3,23	3,26
19	<b>SPREAD (12-18)</b>	31,81	14,43	20,44	19,04
20	<b>ROCE (12+ 15x19)</b>	15,93	19,39	23,78	22,41

Добијени резултати из Табеле 4 приказани су упоредно на Слици 4. Коментари појединачних перформанси у оквиру ROCE анализе биће дати у наставку рада.

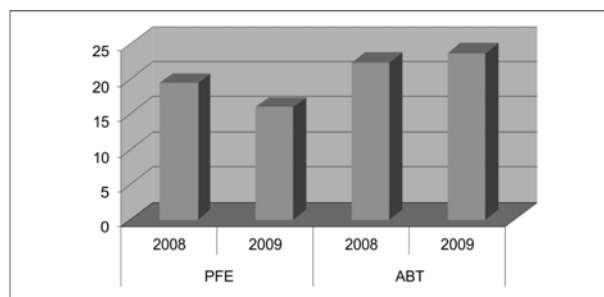
Као што је у другом делу рада наведено, ROCE анализа омогућава више нивоа анализе. На првом нивоу анализе, добијени су следећи подаци:

**Табела 5 - ROCE Анализа предузећа Pfizer и Abbott за 2008 и 2009.г. - први ниво анализе**

	PFE		ABT	
	2009.	2008.	2009.	2008.
<b>RNOA (5x11)</b>	15,95	19,43	23,66	22,30
<b>FLEV (13/14)/100</b>	(0,00041)	(0,00252)	0,00584	0,00569
<b>SPREAD (12-18)</b>	31,81	14,43	20,44	19,04
<b>ROCE (12+ 15x19)</b>	15,93	19,39	23,78	22,41

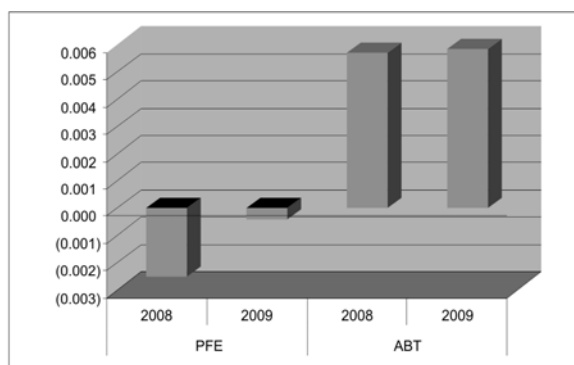
На основу података из ове табеле ћемо анализирати појединачно њене елементе.

**Графикон 3 - Анализа RNOA**



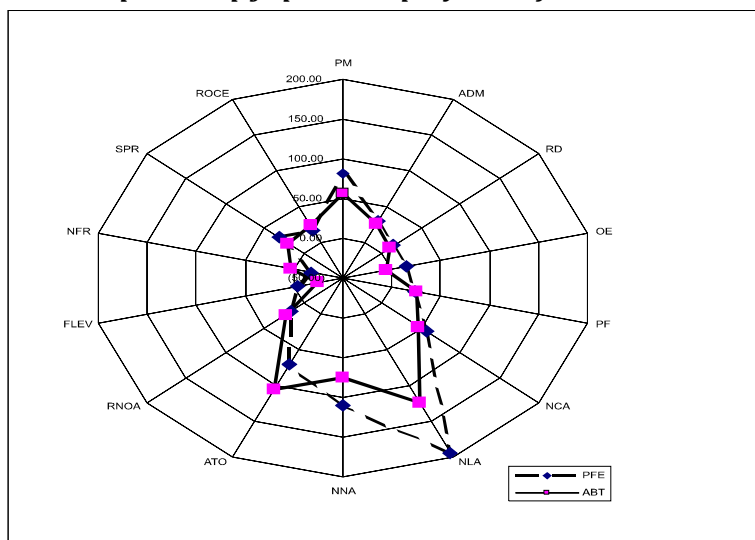
Као што је и приказано на Графикону 3, видљиви су смањење приноса на нето оперативну имовину код Фајзера у 2009. години и релативна стабилност на вишем нивоу код Абота.

**Графикон 4 - Анализа финансијског леверица**



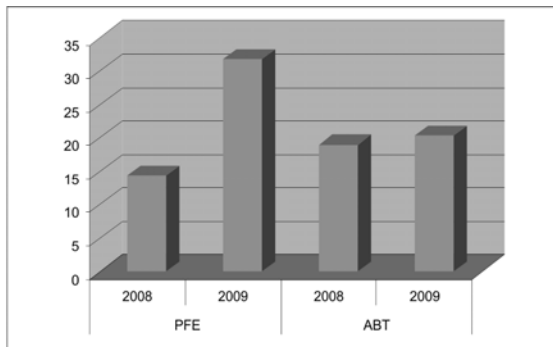
Док код Фајзера у току 2008. и 2009. године није било нето задуживања (Графикон 4), код Абота је левериц стабилан из године у годину. Значајно смањење вишка средстава код Фајзера

**Слика 4 - Компаративни приказ перформанси предузећа Pfizer и Abbott за 2008. и 2009. годину**



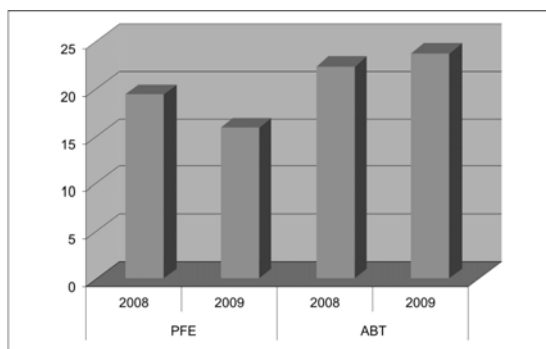
последница је уласка у куповину фирме Wyeth које се десило пре краја пословне 2009. године.

**Графикон 5 - Анализа spread-а**



Као што се може видети на Графикону 5, код Абота није дошло до веће промене spread-а, док је у случају Фајзера дошло до битније промене овог параметра, поново због финансијске конструкције везане за куповину фирме Wyeth.

**Графикон 6 - Анализа ROCE**

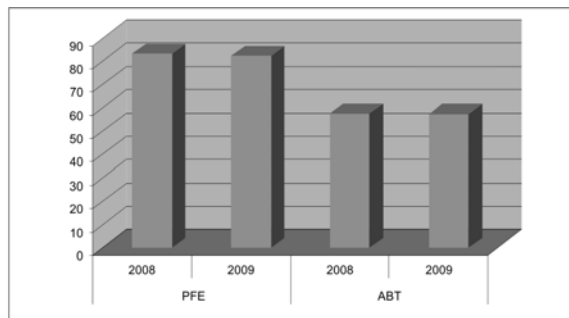


Коначно, на сводном нивоу анализе ROCE приказаном на Графикону 6, види се да Фајзер, иако највећа фармацевтска фирма на свету, нема истовремено и најбоље перформансе, и да оне падају током 2009. године. Затим су на другом нивоу, детаљнијем нивоу анализе добијени следећи резултати.

**Табела 6 - ROCE Анализа предузећа Pfizer и Abbott за 2008. и 2009. годину, други ниво анализе**

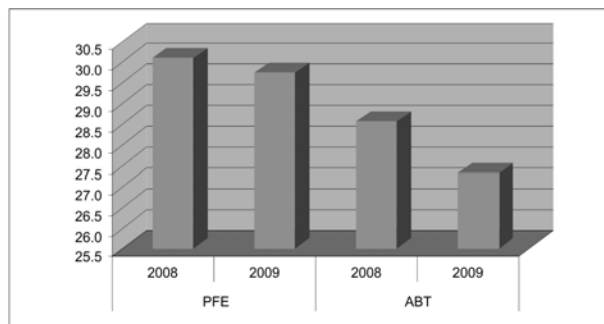
	PFE		ABT	
	2008.	2009.	2008.	2009.
Бруто маржа / Приходи	83,20	82,23	57,29	57,06
Расходи администрације и продаје / Приходи	30,10	29,74	28,57	27,32
Истраживање и развој / Приходи	16,45	15,69	9,44	9,47
Остали пословни расходи / Приходи	18,18	14,17	(1,66)	(4,35)
<b>Стопа пословног добитка (1-2-3-4)</b>	<b>22,62</b>	<b>18,47</b>	<b>24,62</b>	<b>20,94</b>

**Графикон 7 - Анализа бруто профитне марже**



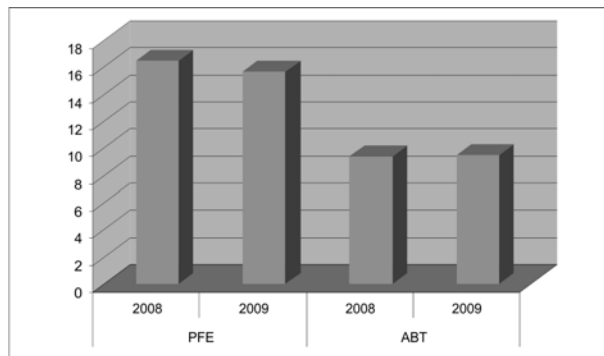
Анализом бруто профитне марже (Графикон 7) долази се до закључка да постоји стабилна разлика између перформанси два предузећа, где је овај пут Фајзер у значајно повољнијем положају.

**Графикон 8 - Анализа расхода продаје и администрације**



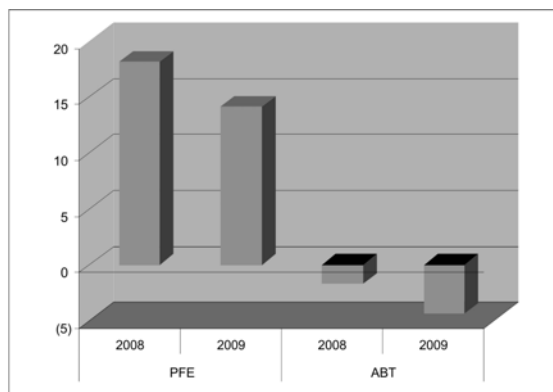
Из приказа на Графикону 8 можемо видети да две фирме имају слична перформансе по питању удела расхода продаје и администрације у приходима.

**Графикон 9 - Анализа трошкова истраживања и развоја**



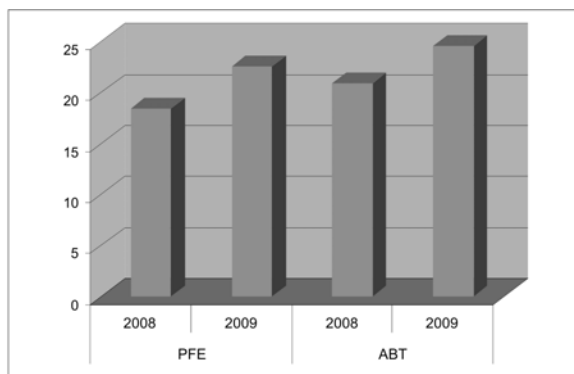
Претходно речено не важи у случају трошкова истраживања и развоја, где Фајзер улаже практично 50% више од „Абота“ у R&D (Графикон 9). Да ли таква улагања у будућност утичу на будућу добит питање је које захтева додатну анализу.

**Графикон 10 - Анализа осталих пословних расхода**



Када су у питању остали пословни расходи, због чињенице да је „Абот“ током овог периода променио своју структуру тако што је продао учешће у једној joint venture компанији, ови расходи нису упоредиви са подацима Фајзера, као што је приказано на Графикону 10.

**Графикон 11 - Анализа стопе пословног добитка**

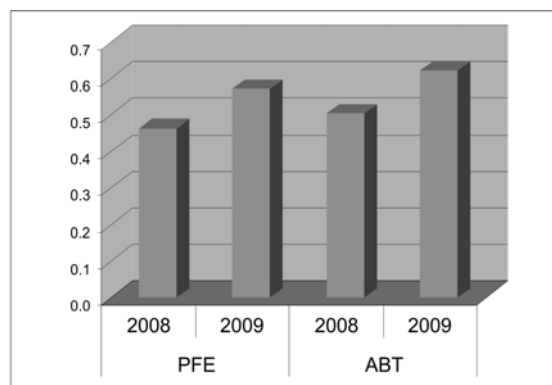


Без обзира на видљиве разлике између перформанси на другом нивоу ROCE анализе, видљиво је да и Фајзер и Абот имају раст стопе пословног добитка, и да су те стопе у обе године сличне (Графикон 11). Коначно, на трећем нивоу анализе добијени су следећи резултати.

**Табела 7 - ROCE Анализа предузећа Pfizer и Abbott за 2008. и 2009.г. - трећи ниво анализе**

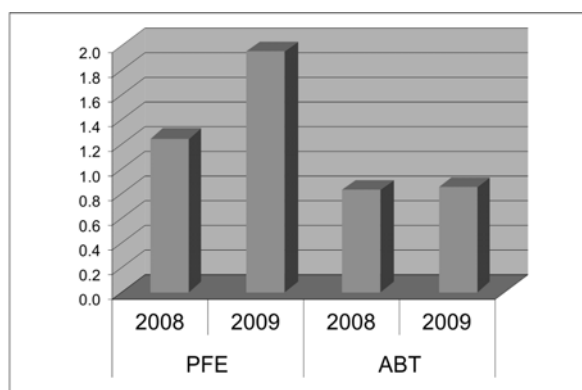
	PFE		ABT	
	2008.	2009.	2008.	2009.
Коеф. обрта обртне имовине (прих./прос. посл. об. им.) - инв.	0,46	0,57	0,50	0,62
Коеф. обрта дугорочне имовине (прих./прос. дуг. посл. об. им.) - инв.	1,24	1,95	0,83	0,85
Коеф. обрта пословних обавеза (прих./прос. посл. об.) - инв.	0,76	1,10	0,39	0,43
<b>Коеф. обрта (АТО) (6/7 или 1/(8+9-10))</b>	<b>1,05</b>	<b>0,70</b>	<b>1,06</b>	<b>0,96</b>

**Графикон 12 - Анализа обрта обртне пословне имовине**



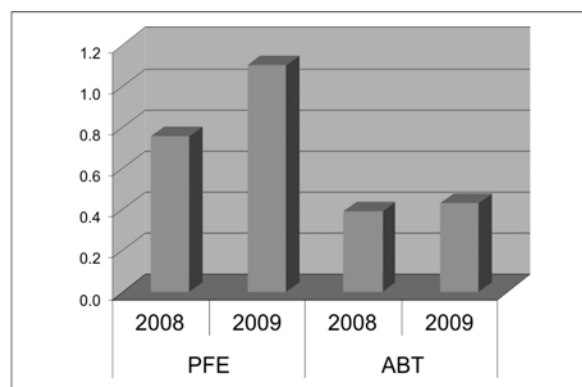
Графикон 12 показује да су исти трендови и упоредиве вредности за обе компаније када је коефицијент обрта обртне имовине у питању.

**Графикон 13 - Анализа обрта дугорочне пословне имовине**



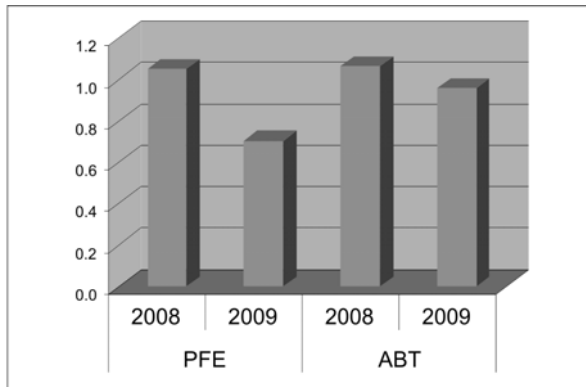
Велика промена у коефицијенту код Фајзера у 2009. године Графикон 13 је последица аквизиције, као што је раније напоменуто.

**Графикон 14 - Анализа обрта пословних обавеза**



Приликом анализе обрта пословних обавеза са Графикона 14, може се изрећи исти закључак као и у претходном случају.

**Графикон 15 - Анализа обрта нето пословне имовине**



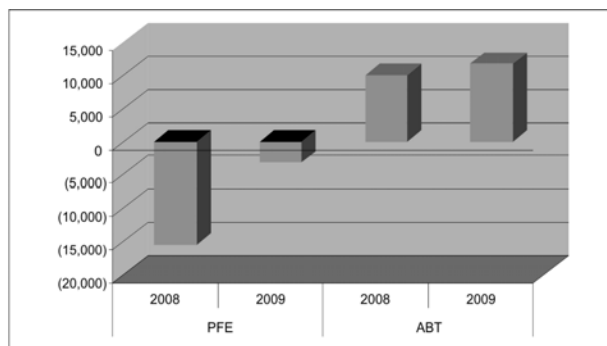
Коначно, на нивоу нето пословне имовине виде се појединачне промене које су раније коментарисане (Графикон 15).

У вези са анализом финансијског леверица добијени су следећи резултати.

**Табела 7 - ROCE Анализа предузећа Pfizer и Abbott за 2008. и 2009.г. – анализа финансијског леверица**

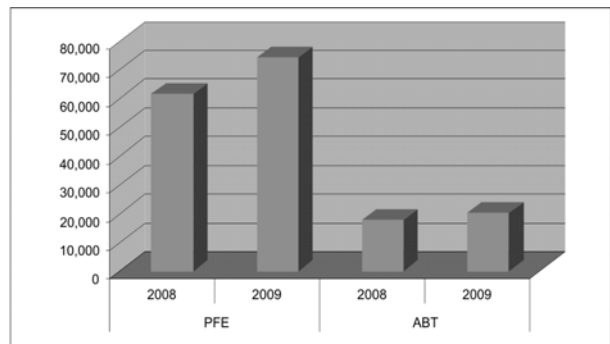
	PFE		ABT	
	2008.	2009.	2008.	2009.
Просечне нето финансијске обавезе (NFO)	(15.433)	(3.070)	10.063	11.801
Просечни акционарски капитал (SE)	61.349	74.026	17.672	20.209
FLEV (13/14)/100	(0,00252)	(0,00041)	0,00569	0,00584

**Графикон 16 - Анализа нето финансијских обавеза**

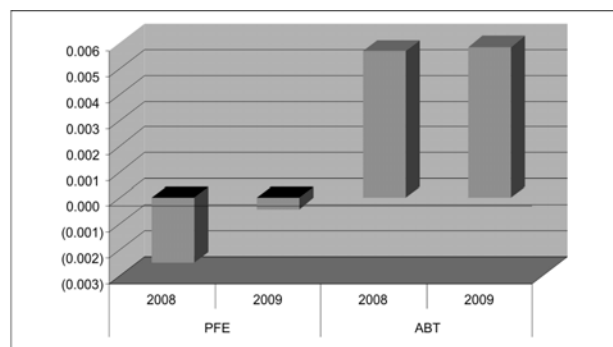


На Графикону 16 видљиве су већ коментарисане промене финансијских обавеза код Фајзера због аквизиције, што је утицало и на следеће резултате, приказане на графиконима 17 и 18.

**Графикон 17 - Анализа просечног акционарског капитала**



**Графикон 18 - Анализа финансијског леверица**



Укупан финансијски левериц је константа за „Абот“, док је код „Фајзера“ потребно истражити детаљније факторе који ће утицати на даље кретање овог параметра.

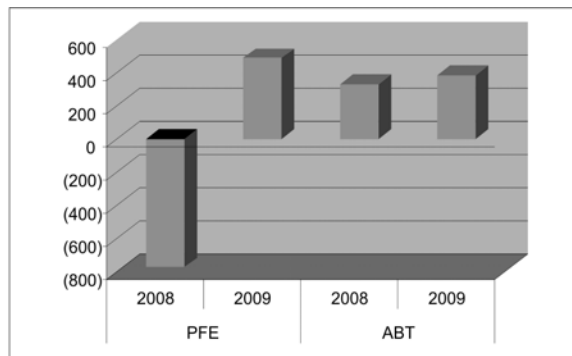
Коначно, дати су резултати анализе стопе нето финансијских расхода.

Без залажења у дубљу анализу, може се рећи да се два предузећа значајно разликују по овом параметру, при чему је за „Абот“ карактеристична стабилност, а за „Фајзер“ волатилност.

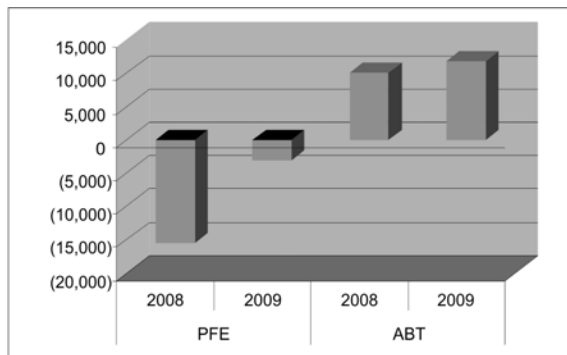
**Табела 8 - ROCE Анализа предузећа Pfizer и Abbott за 2008. и 2009.г. – анализа стопе нето фин. расхода**

	PFE		ABT	
	2008.	2009.	2008.	2009.
Нето финансијски расходи (NFE)	(772)	487	328	381
Просечне нето финансијске обавезе (NFO)	(15.433)	(3.070)	10.063	11.801
Стопа нето финансијских расхода (NFR) (16/17x100)	5,00	(15,86)	3,26	3,23

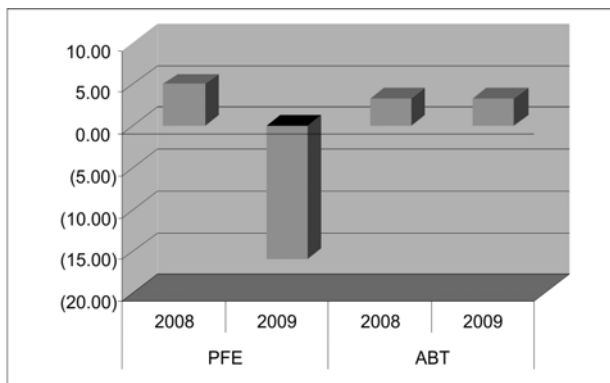
**Графикон 19 - Анализа  
нето финансијских расхода**



**Графикон 20 - Анализа  
нето финансијских обавеза**



**Графикон 21 - Анализа стопе  
нето финансијских расхода**



На основу графикона од 19 до 21 може се закључити да је задуживање код „Фајзера“ узроковано пословном стратегијом, док је код „Абота“ у питању параметар на који пословна стратегија нема већег утицаја.

Након до сада изложеног детаљног упоредног приказа резултата финансијског бенчмаркинга Фајзера и Абота, може се рећи да ова анализа пружа знатну информативну основу за доношење закључака о једној и другој компанији и њиховој финансијској и пословној стратегији. Но, за шири поступак бенчмаркинга потребно је

укључити и тржишне параметре, анализу Free Cash Flow-а, итд.

Стога ћемо излагање о финансијском бенчмаркингу завршити цитатом:

„Процес бенчмаркинга је путовање. Ми учимо током и са самог пута. Не смемо се изгубити у цифрама, а да заборавимо на путовање. Идемо ка изврности, побољшавајући квалитет као и финансијске резултате. Позитивни резултати могу се постићи манипулисањем цифрама. То није наш циљ. Стварно побољшање и изврност су део, пут и његов нуспроизвод“ (Colorado Chapter of Public Risk Management Association, Benchmarking, 1999, 6).

### **Закључак**

У раду је дато виђење феномена бенчмаркинга: основне елементи, процеси и фактори који опредељују његову примену у пракси.

У оквиру првог одељка рада изложени су предмет, циљеви бенчмаркинга и његово место међу иницијативама руководства предузећа. Затим су дате главне поделе бенчмаркинга. Коначно, установљен је појам репера за потребе бенчмаркинга, тј. перформанси предузећа које представља најбољу праксу пословања.

У вези са процесом бенчмаркинга, дати су упоредно релевантни модели процеса: Демингов, Кемпов, Six Sigma, Мардов и проф. др Малинића. Дата су и два упоредна модела која се најчешће употребљавају код мултинационалних компанија. Због утицаја на резултат бенчмаркинга пажња је дата анализи гепа, и указано је на проблематику вишекритеријумске оптимизације у случају мултилатералног бенчмаркинга. Услед чињенице да је финансијски бенчмаркинг у основи подсистем укупног метода бенчмаркинга, у другом делу рада су дате специфичности поступка финансијског бенчмаркинга, од којих су главне избор мерила перформанси, проналажење партнера и извора података и приступ анализи перформанси.

Трећи део рада указује на фазе у процесу финансијског бенчмаркинга, потенцијалне проблеме и технике њиховог решавања кроз пример финансијског бенчмаркинга предузећа „Фајзер“ и „Абот“. Од три модела финансијског бенчмаркинга изложена у другом делу рада, за потребе ове анализе коришћен је ROCE модел. Затим су појединачно анализирани нивои ROCE анализе (сажети ниво, ниво покретача профитне марже, ниво покретача ефикасности), као и финансијски левериџ и нето финансијски расходи. На

основу резултата ове анализе омогућено је извођење детаљних закључака о разликама између пословања двају предузећа, и на основу њих о корисности финансијског бенчмаркинга кроз овај пример анализе. Такође, указано је на то који су од параметара финансијског бенчмаркинга били под утицајем чињенице да је током 2009. г. дошло до реструктурирања компаније „Фајзер“ финансијском конструкцијом и повезаном куповином фирме Wyeth. Ограничење помениутог примера је што није заснован на поређењу са предузећем најбоље праксе, као и то што се сагледавање пословања предузећа вршило у краћем временском року од две године.

Коначно, на основу користи од употребе финансијског бенчмаркинга видљиве кроз теоријско разматрање и кроз практичан пример у овом раду, можемо очекивати даље увећање нивоа коришћења бенчмаркинга и у оквиру њега финансијског бенчмаркинга, због његовог позитивног утицаја на анализу перформанси предузећа.

### Литература

1. Бешић Ц. (2006): *Бенчмаркинг: пут ка пословној изврности*, Београд, Задужбина Андрејевић.
2. Mard M., Dunne R., Osborne E., Rigby J., (2004) *Driving Your Company's Value*, Hoboken, John Wiley & Sons.
3. Copeland T., Dolgoff A. (2005) *Outperform with Expectation-Based Management*, Hoboken, John Wiley & Sons.
4. Penman S. (2006) *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, New York, McGraw-Hill.
5. Spilker B. (1994) *Multinational Pharmaceutical Companies*, New York, Raven Press.
6. Stapenhurst T. (2009) *The Benchmarking book*, Oxford, Elsevier - Butterworth-Heinemann.
7. Watson G. (2007) *Strategic Benchmarking Reloaded with Six Sigma*, Hoboken, John Wiley & Sons.
8. Zhu J. (2009) *Quantitative models for Performance Evaluation and Benchmarking*, New York, Springer.
9. Back B., Irjala M., Sere K., Vanharanta H. (1998): *Competitive Financial Benchmarking Using Self-Organizing Maps*, u: Artificial Intelligence in Accounting and Auditing: Towards New Paradigms, Princeton, Markus Wiener Publishers, Vol 4 str 69-81.
10. Eklund T., Back B., Vanharanta H., Visa A. (2003) *Financial Benchmarking Using Self-Organizing Maps*, u: Data Mining Opportunities and challenges, Hershey, Idle Group Publishing, str. 323-350.
11. Малинић Д. "Финансијски бенчмаркинг као инструмент за унапређење перформанси предузећа", 1. Конгрес СРП Републике Српске: „Улога финансијске и рачуноводствене професије у превазилажењу кризе у реалном и финансијском сектору“, Бања Врућица, 2010, стр. 155-180.
12. Vanharanta H., Kakola T., Kangas K. "Usability of a Hyper knowledge-Based Executive Support System for Financial Benchmarking", 28th Hawaii International Conference on System Sciences (HICSS '95) IEEE Proceedings, Hawaii, Wailea, 1995, vol.3 str. 130 - 139.
13. Benchmarking: Best practices, and Performance Measures for Public Entity Risk Management, 1999, Cheyenne, Colorado Chapter of Public Risk Management Association.
14. Малинић Д. (2010): Финансијски бенчмаркинг, необјављена скрипта за "Методи и технике научног истраживања и анализе", Београд, Економски Факултет.
15. [http://www.pfizer.com/investors/financial\\_reports/financial\\_reports](http://www.pfizer.com/investors/financial_reports/financial_reports) (28.09.2014.)
16. <http://www.abbott.fr> (28.09.2014.)
17. [http://www.globalbenchmarking.ipk.fraunhofer.de/fileadmin/user\\_upload/GBN/PDF/members/camp.pdf](http://www.globalbenchmarking.ipk.fraunhofer.de/fileadmin/user_upload/GBN/PDF/members/camp.pdf) (28.09.2014.), Camp R, "Best Practise Benchmarking".
18. <http://oxfordindex.oup.com/view/10.1093/oi/authority.20110803115134707> (29.09.2014), Alfred Rappaport's seven key drivers of value.

мр Синиша  
РАДИЋ\*

## Улога рачуноводствених информација у управљању ризиком ликвидности банака\*\*

### Резиме

Економска криза је актуелизовала значај ликвидности банака као предуслова њиховог опстанка. Бројни научни и стручни радови новијег датума се баве критичким сагледавањем феномена ликвидности, преиспитивањем традиционалних и представљањем нових приступа мерењу изложености и управљању ризиком ликвидности, што ће на сажет начин бити описано у овом раду.

Рачуноводствене информације имају велики значај у сагледавању изложености банака финансијским ризицима. Подручје финансијског извештавања у којем ово нарочито долази до изражаја су обелодањивања. У раду ће бити представљени актуелни захтеви међународне професионалне регулативе за обелодањивањима о изложености банака ризику ликвидности по основу финансијских инструмената.

Такође, предмет рада је улога рачуноводства фер вредности у јаснијем приказивању изложености банака ризику ликвидности. Квалитет информација о фер вредности појединих позиција је различит у зависности од нивоа поузданости инпута коришћених при утврђивању тих вредности. Резултати истраживања, који ће бити представљени у раду, потврдили су да начин утврђивања фер вредности опредељује степен информационе асиметрије између банака и њихових инвеститора, што последично утиче на перцепцију инвеститора о изложености банака ризику ликвидности.

**Кључне речи:** информациона асиметрија, ризик ликвидности, обелодањивање, фер вредност.

### Увод

Поред информација о финансијском положају и зарађивачкој моћи извештајних ентитета, други једнако битан сет информација за кориснике њихових финансијских извештаја требало

би да расветли ризике којима је изложено пословање ентитета. Принос и ризик, заједно узети у обзир, постојећим и потенцијалним улагачима дају потпуну слику перформанси одређеног ентитета и атрактивности улагања у њега, будући да ризик указује на вероватноћу одступања

\*) Универзитет у Београду, Економски факултет, асистент

\*\*) Овај напис је објављен у Зборнику 44. симпозијума "Рачуноводствено регулаторно окружење: подстицаји или ограничење привредног раста"

остварених од очекиваних приноса и на ефекте које би таква одступања могла да имају на финансијски резултат и капитал.

Корисници финансијских извештаја би, на основу презентованих извештаја, требало да буду у могућности да процене природу и степен изложености извештајних ентитета финансијским ризицима и да сагледају начине на које менаџмент управља изложеношћу компонентама финансијског ризика. Под *управљањем ризицима* подразумева се “процес идентификовања нивоа ризика пожељног за ентитет, мерење нивоа ризика којем је ентитет стварно изложен, предузимање активности којима ће се ниво стварно преузетог ризика свести на пожељни ниво ризика и праћење кретања нивоа стварно преузетог ризика у наредном периоду, у коме би он требало да тежи пожељном нивоу ризика” (Ченс (*Don Chance*), *Analysis of Derivatives for the CFA Program*, 2003, 569).

Уколико проблематику изложености ризицима посматрамо са аспекта пословања банака, које одликује веома изражена комплексност, природно се намеће питање класификације укупног ризика у одређене категорије, чиме су се бавили бројни аутори. У МСФИ 7 - *Финансијски инструменти: обелодањивање* експлицитно је наведено да би напори у вези са обелодањивањем информација корисних за разумевање природе и степена изложености ризицима простеклим из употребе финансијских инструмената, као и разумевањем активности менаџмента у одржавању изложености овим ризицима на прихватљивом нивоу, требало да буду усмерени према кредитном ризику, ризику ликвидности и тржишном ризику. Међутим, захтеви за обелодањивањем овим нису ограничени на наведене врсте финансијских ризика, што спада у домен професионалног просуђивања менаџмента надлежног за финансијско извештавање, који се руководи начелом материјалности.

Национална регулаторна тела заинтересована су за стабилност финансијског сектора, што је додатни разлог инсистирања да се ризици којима су у пословању изложене банке учине видљивим и мерљивим, као и потребе да се активности управљања ризицима правно регулишу. Слично је и са захтевима о одржању капитала банака на адекватном нивоу, имајући у виду висину ризичне активе којом обављају пословање. Сви поменути захтеви усмерени су на очување стабилности финансијског сектора у коме повећење има изузетан значај.

О значају активности управљања ризицима у банкама као доминантним институцијама у фи-

нансијском сектору Србије сведочи доношење Одлуке о управљању ризицима од стране Народне банке Србије (“Службени гласник РС” бр. 45/2011, 94/2011, 119/2012 и 123/2012). У поменутој одлуци конкретизује се како да банке идентификују, мере и процењују ризике којима су изложене у свом пословању и да управљају тим ризицима, при чему се појединачно истичу одређене категорије ризика које су вредне пажње. То су: ризик ликвидности, кредитни ризик, каматни ризик, девизни и остали тржишни ризици, ризик концентрације, ризик улагања банке, ризик земље порекла лица према коме је банка изложена, оперативни ризик, ризик усклађености пословања, стратешки ризик и други ризици.

У наставку ће излагање бити усмерено на ризик ликвидности. Испољивање ризика ликвидности углавном је последица системских догађаја (поремећаја који утичу на цео финансијски систем, као што су финансијске кризе) или догађаја специфичних за конкретну банку која постаје неликвидна (пад кредитног рејтинга банке, банкротство њеног значајног дужника и сл.). Стога је рад најпре усмерен на дефинисање ризика ликвидности и његових детерминанти.

### 1. Детерминанте ризика ликвидности

Ликвидност у дневном пословању је неопходан предуслов егзистенције пословних ентитета. Ликвидност се може описати као способност “компензовања очекиваних и неочекиваних флукуација у билансу стања и обезбеђивања извора за раст пословања” (van Greuning, Брајовић Братановић (*Hennie van Greuning, Sonja Brajović-Bratanović*), *Analyzing and Managing Banking Risk*, 2003, 167). У пословним банкама ликвидност се може дефинисати као “способност банке да се ефикасно прилагоди повлачењу депозита и других позајмљених извора, као и да задовољи додатне потребе за финансирањем раста пласираних кредита и инвестиционог портфолија” (van Greuning, Брајовић Братановић, наведено дело, 167-168). Могло би се рећи да пословни ентитети имају задовољавајући потенцијал да буду ликвидни када могу брзо и уз разумне трошкове да стекну неопходна ликвидна финансијска средства, било кроз прибављање додатних извора финансирања или кроз продају расположивих делова имовине. “Цена” ликвидности, односно трошак који банка мора поднети да би обезбедила сопствену ликвидност (при чему то може бити и опортунитетни трошак) увек зависи од тренутних тржишних услова и перцепције финансијског

тржишта у вези са ризичношћу финансирања посматране банке.

Ризик ликвидности у Додатку А који је саставни део МСФИ 7 *Финансијски инструменти: Обелодањивања* се дефинише као ризик суочавања пословног ентитета са тешкоћама у измиривању својих финансијских обавеза. Из угла пословних банака ризик ликвидности се може дефинисати као “ризик да банка не поседује довољно ликвидних средстава за измиривање доспелих обавеза или да дође до неочекиваних одлива ликвидних средстава” (Ђукић и други, *Банкарство*, 2003, 188). Ефикасно управљање ризиком ликвидности битан је предуслов одржавања поверења у финансијском систему, будући да у већини земаља у пословним банкама, као најзначајнијим финансијским институцијама, језгро основног капитала (*Tier 1* капитал) чини само око 5% укупних извора. Недостатак ликвидних средстава у једној финансијској институцији може имати далекосежне последице по цео финансијски систем, будући да је рочна трансформација типична активност финансијских посредника. Вршење рочне трансформације ствара јаз (геп) у погледу рокова доспећа између ставки активе и ставки пасиве, а у случају екстремне неликвидности то може водити банкротству финансијског посредника. Због тога је управљање ризиком ликвидности у домену највишег менаџмента финансијских институција, па се у банкама по правилу формира Комитет за управљање активом и обавезама (*ALCO - Asset & Liability management Committee*) у чијој надлежности је управљање изложеношћу банке ризику ликвидности.

Истовремено, сагледати изложеност ризику ликвидности значи разумети утицај изложености кредитном ризику и тржишном ризику на ликвидност пословних ентитета. Сви финансијски ризици посматрани појединачно, као и у међусобној интеракцији, утичу на ниво ликвидних средстава и на могућност прибављања неопходних додатних извора финансирања. “Случајеви екстремне неликвидности банке су, уобичајено, резултат преузимања других ризика” (Ђукић и други, наведено дело, 188). На пример, у случају банкротства једног великог дужника или групе значајних клијената банке, поред губитка пласираних средстава, додатно смањење ликвидних средстава ће изазвати повлачење депозита од стране депонената који сумњају у накнадну могућност повраћаја депонованих средстава. Коначно, и могућности за кредитну подршку у таквој ситуацији су прилично ограничене, будући да постоји неповољна перцепција финансијског тржишта о банци чија неликвидност може да

угрози потенцијалне повериоце и узрокује тзв. “ланац неликвидности”.

Ризик ликвидности има два међузависна аспекта посматрања која чине једну целину. С једне стране, ризик ликвидности може да се испољи као недостатак краткорочних средстава којима би се у потпуности могло одговорити на доспеле краткорочне обавезе или на неочекиване захтеве за новчаним плаћањима. Због тога пословни ентитети настоје да усвојеним политикама дефинишу и у финансијском пословању одржавају одређену резерву ликвидности, у форми новчаних средстава и високоликвидних хартија од вредности, чиме делимично остварују независност према тржишту новца. С друге стране, ризик ликвидности може се испољити и у смањеној способности прибављања додатних извора финансирања по разумној цени. Та способност зависи од два фактора која су у интеракцији и која заједно опредељују услове под којима је могуће стећи додатна ликвидна средства, а то су (Бесис (*Joll Bessis*), *Risk Management in Banking*, 2002, 7-8):

- ликвидност тржишта новца, која варира током времена и
- ликвидност и друге карактеристике ентитета који тражи додатне изворе финансирања.

Трошак прибављања ликвидних средстава може значајно порастати у условима повремених мањкова ликвидних средстава на тржишту, што подиже трошкове финансирања за све учеснике на страни тражње на тржишту новца. Кључни показатељи ликвидности тржишта новца су:

- обим закључених трансакција у одређеном периоду,
- ниво краткорочних каматних стопа и њихова волатилност, и
- евентуалне тешкоће у проналажењу супротне стране за закључење трансакције.

Могућност прибављања додатних извора финансирања по разумној цени зависи и од карактеристика субјекта који тражи додатна ликвидна средства на тржишту новца. Пре него што му се одобре тражена средства, потенцијални повериоци проверавају његову тренутну ликвидност и кредитну способност, као и промене ликвидности и кредитне способности у претходном периоду. Од значаја су све карактеристике потенцијалног дужника које утичу на перцепцију тржишта новца о њему као тражиоцу ликвидних средстава.

Битно је нагласити да управо кроз активност управљања ризиком ликвидности пословни субјекти обликују перцепцију тржишта новца о

њима као потенцијалним тражиоцима ликвидних средстава. Познавање разних приступа мерењу изложености ризику ликвидности представља полазну основу за ефикасно управљање овим ризиком, о чему ће бити речи у наставку текста.

## 2. Савремени приступи мерењу изложености ризику ликвидности банака

Традиционалан приступ мерењу изложености ризику ликвидности пословних субјеката подразумевао је поређење остварених вредности одређених показатеља ликвидности (рацио бројева) и њихових циљних вредности, гранских просеца, вредности истих показатеља код конкурената или тржишних лидера. Овакав приступ често је критикован из више разлога. Рација ликвидности (као и рација уопште) се рачунају на основу историјских информација, тако да се не баве будућношћу ентитета и њиховом перспективном ликвидношћу. Следећи приговор који се упућује рацио бројевима тиче се њихове статичности. Они одражавају одређене карактеристике извештајног ентитета у одређеном тренутку, односно на извештајни дан, уколико су обрачунати из годишњих извештаја. Ликвидност може бити значајно различита, применом чак и истих показатеља, уколико се они обрачунају неколико дана пре или после извештајног дана (или било када током пословне године). Такође, бројилац рација ликвидности обухвата хетерогене позиције средстава у смислу њихове ликвидности, као што и именилац по правилу обухвата хетерогене позиције обавеза, имајући у виду њихову рачунску тачност. Стога, пре него што се изведу било какви закључци о ликвидности банке на основу вредности обрачунатих рација ликвидности, свакако се морају имати у виду сва претходно наведена ограничења једног таквог приступа. Ипак, рацио анализа је и у данашње време популарна, пре свега због једноставности и брзине примене, па се углавном користи као полазна анализа која претходи неком детаљнијем приступу.

Пре него што представимо савремене приступе мерењу изложености банака ризику ликвидности, подсетимо да су два међусобно зависна типа ризика ликвидности:

- ризик ликвидности извора средстава (*funding risk*) и
- тржишни ризик ликвидности (*market liquidity risk*).

*Ризик ликвидности извора средстава* је ризик да банка неће моћи ефикасно да се суочи са очекиваним или неочекиваним одливима готовине, без угрожавања свог редовног пословања и свог финансијског положаја. Ризик ликвидности извора средстава настаје услед дејства два фактора типична за банкарско пословање:

- разлике у уговореним доспећима средстава и обавеза (будући да је рочна трансформација једна од специфичности пословања банака), и
- опција уграђених у банкарске производе (издате гаранције, депозити по виђењу, преузете обавезе давања зајмова, обавезе одржавања маргинских рачуна по основу деривативних финансијских инструмената, и сл.).

*Тржишни ризик ликвидности* је ризик да ће банка, продајом великог обима средстава, значајно и неповољно утицати на цену те активе због ограничене дубине тржишта на којем се тргује средствима. То је у складу са традиционалним схватањем, према којем се ризик ликвидности у активности трговања објашњава односом између цене и количине појединих добара на тржишту. Када је количина одређеног добра којим се тргује на тржишту релативно мала, низак је распон између цене по којој се добро нуди на тржишту и цене по којој је испољена тражња за тим добром (*bid-ask spread*). С друге стране, уколико је количина одређеног добра којим се тргује на тржишту релативно велика, расте распон између цене по којој се добро нуди на тржишту и цене по којој је испољена тражња за тим добром (Хул (*John Hull*), *Risk Management and Financial Institutions*, 2007, 355).

Повезаност двеју наведених компоненти ризика ликвидности огледа се у следећем: када се јави потреба за новчаним одливима (најчешће неочекиваним) које није могуће задовољити из постојећих резерви ликвидности, нити је за те потребе могуће прибавити додатне изворе финансирања по разумним условима, биће неопходно продати значајан део средстава, што потенцијално може изазвати драстичан пад цене тих средстава (зависно од дубине тржишта на којем се тргује средствима). У пракси се два аспекта ризика ликвидности најчешће испољавају заједно, као немогућност правовременог измирења доспелих обавеза због неочекивано великог обима захтева, на које се може једино одговорити брзом продајом великог обима средстава по ценама испод текућих тржишних цена, уз настанак значајних губитака.

### 2.1. Мерење изложености ризику ликвидности извора средстава

При мерењу изложености ризику ликвидности извора средстава у савременој стручној литератури предлажу се три главна приступа:

- приступ заснован на стању финансијских средстава (*stock based approach*),
- приступ заснован на новчаним токовима (*cash flow based approach*), и
- мешовити приступ (*hybrid approach*).

Битно је истаћи да се у било којем од ова три приступа у обзир узимају стварни новчани токови, прилагођени тако да се посматра очекивано понашање клијената, а не уговорени новчани токови.

*Приступ заснован на стању финансијских средстава* подразумева мерење стања финансијских средстава која одмах могу да буду реализована у циљу испуњења испостављених захтева за плаћањем (очекиваних и неочекиваних). Да би се спровео овај приступ, неопходно је рекласификовати биланс стања банке тако да се ставке групишу у зависности од тога да ли доприносе настанку ризика ликвидности извора средстава или служе за заштиту од истог. На тај начин, средства и обавезе би се могли класификовати у следеће четири групе (Габи (*Giampaolo Gabbi*), *Liquidity risk and portfolio management – Lessons from the crisis*, предавање у организацији CFA Society Luxembourg, октобар 2012, [www.cfasociety.org/luxembourg](http://www.cfasociety.org/luxembourg)):

- уновчива средства (*Cashable assets – CA*) – сва средства која брзо могу бити претворена у готовину,
- променљиве обавезе (*Volatile liabilities – VL*) – краткорочни извори у вези са којима постоји ризик да неће бити обновљени (променљиви део депозита),
- обавезе давања зајмова (*Commitments to lend – CL*) – ванбилансна ставка која представља неопозиву обавезу да се обезбеде средства клијенту на његов захтев,
- тренутно расположиве кредитне линије (*Steadily available credit lines – AL*) – неопозиве позајмице одобрене банци од стране других финансијских институција (потенцијална средства која банка може да искористи на захтев).

Након рекласификације средстава и обавеза, до стања новчаног капитала (*Cash capital position – CCP*) долази се одузимањем променљивих обавеза и обавеза давања зајмова од уновчивих средстава ( $CCP = CA - VL - CL$ ). Уколико је стање новчаног капитала позитивно, оно показује који део уновчивих средстава неће бити апсорбован приликом измирења променљивих обавеза и обаве-

за давања зајмова. Уколико је стање новчаног капитала негативно, неопходно је сагледати покривеност тог дефицита тренутно расположивим кредитним линијама. У сваком случају, позиција новчаног капитала одражава способност банке да се суочи са мањком ликвидних средстава изазваним волатилношћу извора финансирања (већом од очекиване) или неочекиваним тешкоћама у располагању уновчивим средствима. Овај показатељ се често приказује у релативном облику, стављањем у однос са укупном имовином банке, да би се отклонио утицај величине банке на вредност показатеља.

Приступ заснован на стању финансијских средстава често се критикује због једноставности. Он претпоставља да су поједина средства и обавезе или стабилне или волатилне у смислу ликвидности (бинарни приступ), тако да их је лако класификовати у наведене категорије рекласификованог биланса стања. Међутим, у пракси постоји много различитих нивоа стабилности и ликвидности, тако да је у анализу неопходно укључити и временску димензију. За одређено средство, које бисмо класификовали као уновчиво по претходном приступу, можда је неопходно извесно време да би се реализовало, као што и обавезе имају различиту доспелост и у различитим периодима изискују расположива ликвидна средства.

*Приступ заснован на новчаним токовима* уважава недостатке претходног приступа, тако да се рекласификација средстава и обавеза врши у више интервала доспећа (тзв. лествица доспећа - *maturity ladder*), а затим се у оквиру сваког интервала утврђује неусклађеност новчаних прилива и одлива (*liquidity gap*). Приликом класификовања новчаних токова у поједине интервале доспелости, поред уговорених рокова доспећа, уважавају се и претходна искуства, као и очекивања банке у вези са временским распоредом новчаних прилива и одлива.

*Мешовити приступ* уважава чињеницу да и одређена средства, која су иначе прибављена са намером држања до доспећа и остваривања дугорочних приноса по том основу, могу бити продата пре доспећа са циљем стицања неопходних ликвидних средстава. Могуће је и да само један део новчаних токова по основу конкретног средства буде пренет на другу уговорну страну, уз одговарајућу надокнаду (на пример само право на камату). Чак и ако постоји активно тржиште за овакво средство (мада то често није случај) подразумева се да ће у овом случају продаја бити реализована уз одређени дисконт, којим би се уважила временска вредност недоспелих новча-

них токова, а потенцијално и недовољна активност тржишта за дотично средство. Наравно, претходно се може применити само на расположива неоптерећена средства која банка може без било каквих ограничења продати или положити као колатерал.

## 2.2. Мерење изложености тржишном ризику ликвидности

Тржишни ризик ликвидности је, као што је већ речено, ризик да ће банка, продајом великог обима средстава, значајно и неповољно утицати на цену продатих средстава због ограничене дубине тржишта на којем се тргује тим средствима. Тржишни ризик ликвидности може бити егзогеног карактера (последича општих тржишних карактеристика), али и ендемог, када банка структуром и величином свог портфолија доприноси испољавању овог ризика.

Ликвидност тржишта није једноставно и егзактно мерљива. Углавном се при сагледавању тржишне ликвидности примењује индиректан приступ и посматрају се величине корелиране са нивоом ликвидности тржишта, односно величине на које ликвидност тржишта има утицај. На пример, у условима изражене неликвидности тржишта повећавају се видљиви и скривени трансакциони трошкови. Израженија је разлика између актуелне цене по којој се закључује одређена трансакција и цене која би преовлађивала на тржишту за одређено добро, да се трансакција није догодила.

Бројни аутори су покушали квантитативним моделима да опишу зависност ликвидности тржишта одређених хартија од вредности (најчешће обвезница) у функцији појединих варијабли. Сви ови модели деле се на статичке и динамичке. *Статички модели* као детерминишуће варијабле најчешће користе укупну емитовану вредност одређене активе на тржишту и рочност тих средстава, а поред тога у обзир често узимају и број учесника у трансакцијама са посматраним средством, валуту у којој је средство деноминирано, да ли је средство (хартија од вредности) котирано на финансијском тржишту. Међутим, општи закључак је да корелираност наведених варијабли са ликвидношћу тржишта није јасно изражена и да додатно зависи од врсте хартија (обвезница) које се узму у разматрање, земље у којој је спроведено истраживање, примењене методологије и сл.

*Динамички модели* мерења ризика ликвидности за хартије од вредности могу се класификовати у следеће групе (Габи, *Liquidity risk and*

*portfolio management – Lessons from the crisis*, 2012, [www.cfasociety.org/luxembourg](http://www.cfasociety.org/luxembourg)):

- модели кашњења у извршењу налога (*execution lag models*),
- модели засновани на величини *bid-ask* спреда (*bid-ask models*), и
- модели засновани на обиму трансакција (*volume based models*).

У првој групи динамичких модела, ризик ликвидности везан за тржиште одређене хартије од вредности зависи од дужине очекиваног временског интервала између тренутка испостављања налога за трговину посматраном хартијом и тренутка када је налог коначно извршен. Практично ограничење у примени ових модела представља расположивост података, као и комплексност, јер је неопходно познавати велики број фактора да би се израчунала вредност капитала изложеног ризику ликвидности (*liquidity risk adjusted VaR*).

Аутори модела заснованих на величини *bid-ask* спреда, у циљу превазилажења основног проблема (расположивости података о спреду), предлажу замене које адекватно апроксимирају величину тржишног спреда. Такође, уколико су подаци о спреду доступни, потенцијални проблем може представљати статистички значај тих података. Међутим, и за превазилажење овог проблема осмишљен је одговарајући приступ као решење. Модели из ове групе тестирањем су потврђени на бази података о понашању тржишта у условима значајних поремећаја у прошлости.

Трећу групу динамичких модела за мерење изложености тржишном ризику ликвидности чине модели који користе низ апроксимативних показатеља као меру обима трансакција одређеним инструментом или меру укупног ненаплаћеног износа по основу појединих финансијских средстава на тржишту. Код ових модела треба имати у виду да резултати могу бити под утицајем дејства кредитног ризика. Недостатак одговарајућих временских серија и у случају ове групе модела представља озбиљно ограничење у примени, које се превазилази коришћењем разних индиректних мерила у моделима. На пример, код неликвидних обвезница користи се чињеница да се тржишна каматна стопа значајније разликује од номиналне, па се та разлика регресионом анализом покушава довести у однос са апроксимативним мерилима кредитног ризика и ризика ликвидности, по основу појединих врста обвезница.

У наставку ће излагање бити усмерено према актуелним захтевима међународне рачуноводствене регулативе за обелодањивањима изложености извештајних ентитета ризику ликвидности по основу финансијских инструмената.

Ово је свакако подручје од изузетног значаја за пословне банке, будући да у структури њихових средстава и извора финансирања доминирају финансијски инструменти.

### 3. Рачуноводствена обелодањивања као информациона подршка управљању ризиком ликвидности банака

Подручјем обелодањивања о финансијским инструментима бави се МСФИ 7 *Финансијски инструменти: обелодањивања*. Први део МСФИ 7 садржи захтеве да се корисницима финансијских извештаја кроз извршена обелодањивања омогући сагледавање значаја финансијских инструмената у којима је извештајни ентитет једна од уговорних страна за његов финансијски положај и успешност пословања. Други део МСФИ 7 представљају захтеви за обелодањивањима о природи и степену изложености ризицима проистеклим из финансијских инструмената у којима је извештајни ентитет једна од уговорних страна. Ова обелодањивања треба да буду саставни део Напомена уз финансијске извештаје или неког пратећег извештаја који корисницима треба да буде доступан под истим условима и у оквиру истих рокова као и финансијски извештаји из годишњег закључка. Такви допунски извештаји су нпр. извештај о изложености ризику (*Risk report*) или Извештај управе о пословању (*Management commentary*), што је у складу са захтевом МСФИ 7 да се информације о изложености извештајних ентитета финансијским ризицима по основу финансијских инструмената представе екстерним корисницима на основу информација које се креирају за управу.

#### 3.1. Квалитативна обелодањивања о ризику ликвидности

У домену квалитативних обелодањивања о изложености ризику ликвидности по основу финансијских инструмената, од банака (као и других извештајних ентитета) се захтева да се корисницима финансијских извештаја детаљније појасни следеће:

- природа изложености ризику ликвидности и како је изложеност настала,
- циљеви, политике и поступци управљања ризиком ликвидности и методе коришћене у мерењу изложености ризику ликвидности, и
- промене током актуелног обрачунског периода у наведеним ставкама у односу на претходни обрачунски период.

У опису природе изложености и начина на који је изложеност ризику ликвидности настала банке треба да корисницима финансијских извештаја расветле узроке тренутне или потенцијалне неликвидности са којом би ентитет могао да буде суочен, а који могу бити бројни. Неки од тих узрока могу бити:

- смањена ликвидност домицилног тржишта новца из разлога који је потребно објаснити (на пример, због одлука централне банке),
- испољавање дејства глобалне финансијске кризе на домаћем тржишту или преношење ефеката финансијске кризе из неке друге земље,
- банкротство великог клијента или велике групе повезаних клијената, као и уопште испољавање кредитног ризика на разне друге начине,
- неповољно дејство тржишног ризика на ликвидност банке услед неповољних промена девизних курсева, каматних стопа или других тржишних варијабли.

Циљ управљања ризиком ликвидности је у одржавању очекиваних будућих гепова ликвидности у оквиру дефинисаних прихватљивих граница и у постизању стабилности гепова ликвидности у дужем временском хоризонту. Са аспекта пословних банака могло би се рећи да "циљ управљања ликвидносним ризиком треба да буде избегавање ситуације да банка има негативну нето ликвидну активу" (Ђукић и други, наведено дело, 205).

Међутим, постојање дефинисаног циља није довољно уколико се не формулишу политике којима се операционализују начини остварења дефинисаних циљева. *Политике управљања ризиком ликвидности* пословних ентитета углавном се тичу (Ђукић и други, наведено дело, 169):

- структуре доношења одлука у домену манипулесања ликвидним средствима и финансирања краткорочним изворима,
- дефинисања граница изложености ризику ликвидности, и
- дефинисање поступака за планирање ликвидности по алтернативним сценаријима, који обухватају и кризне ситуације.

Поред наведеног, управљање ризиком ликвидности финансијских институција у активности трговања претпоставља формулисање и усвајање политике ограничавања позиција у вези са појединим финансијским инструментима. Ограничава се величина позиције коју у једном временском периоду финансијска институција може да стекне у одређеном финансијском инструменту, чиме се смањује могућност значајнијих губитака у условима драстичног пада цене тих

инструмената који би могао да се деси на финансијском тржишту. Аналогно, ограничава се и величина позиције коју у једном временском периоду финансијска институција може да напусти у одређеном финансијском инструменту, чиме се смањује могућност значајнијих губитака у условима израженог раста цена тих инструмената на финансијском тржишту (мерено изгубљеним капиталним добитком, уколико би се остварио такав сценарио). Са аспекта ликвидности пословних ентитета битно је подвући да онемогућавање значајних губитака у исто време значи и мању могућност за драстичан пад ликвидности у одређеном периоду.

Формулисање политика за управљање ризиком ликвидности представља посебан изазов у условима диверзификованости активе и пасиве у погледу валута у којима су деноминирани поједине позиције, нарочито уколико функционална валута извештајног ентитета није потпуно конвертибилна. Бројне тешкоће у прибављању извора финансирања или трговању имовинским деловима деноминираним у страним валутама могу настати због поремећаја на тржишту, измена домицилне монетарне или девизне регулативе и политике, али и због формулисања неефикасних политика за управљање ризиком ликвидности у поменутих условима. Зато је битно да се успостави систем управљања ризиком ликвидности по свим значајним страним валутама у којима банке врше улагања или прибављају изворе финансирања. Потребно је делегирати надлежности и одговорности, као и поставити циљеве и лимите у домену управљања ризиком ликвидности по свакој значајној валути. Нагласимо да формулисање стратегија и политика за управљање ризиком ликвидности по појединим валутама увек остаје у надлежности највиших органа управљања банке, без обзира на то како су организационо устројене активности из домена управљања ризиком ликвидности.

Разматрајући *поступке за управљање ризиком ликвидности* које примењују банке може се закључити да је у прошлости била заступљена пракса да се у свакодневним операцијама ликвидношћу управља трансформацијом делова активе од мање ка више ликвидним и обрнуто, док се средњорочно посматрано ликвидност постижала управљањем структуром обавеза ентитета (van Greuning, Брајовић Братановић, наведено дело, 169). Такође, мање банке су у прошлости, због своје величине, имале ограничен приступ позајмицама на тржишту новца, у поређењу са већим потенцијалним дужницима, због чега су ризиком ликвидности углавном управљале изменама у структури активе. Иновацијама на

међубанкарском тржишту новца опада број финансијских посредника који управљају ризиком ликвидности искључиво на претходно поменути начин, будући да тржиште новца постаје приступачно и потенцијалним дужницима који имају мањи обим пословања. Дневна неликвидност у савременом пословању углавном се премошћује позајмицама “преко ноћи” на међубанкарском тржишту или коришћењем ликвидних средстава централне банке, а популарно је и финансирање по основу репо послова.

*Мерење изложености банака ризику ликвидности*, односно мерење њихових потреба за ликвидним средствима и способности задовољења тих потреба, представља веома сложену активност, што је и потврђено у разматрању приступа мерењу изложености претходно у раду. У пракси је тешко квантификовати перцепцију тренутне ликвидности банака, као и поверење у којем оне уживају међу садашњим и потенцијалним повериоцима и на тржишту новца. Укупан ниво ликвидних средстава потребан за задовољење потреба ликвидности у одређеном временском периоду сачињен је од следећа три конститутивна елемента:

- краткорочне потребе за ликвидним средствима,
- цикличне потребе за ликвидним средствима, и
- трајне (трендовске) потребе за ликвидним средствима.

Анализа преосталих уговорених доспећа финансијских обавеза захтевана у оквиру квантитативних обелодањивања ризика ликвидности може послужити као добра основа за процену изложености банака овом ризику. С друге стране, анализа очекиваних доспећа финансијских обавеза и финансијских средстава, која представља опис начина управљања изложеношћу ризику ликвидности, најбоље презентује стварну изложеност извештајних ентитета ризику ликвидности по дефинисаним временским периодима. При сагледавању изложености банака ризику ликвидности од велике користи би могао да буде и план новчаних токова као део свеобухватног финансијског плана. Ипак, тешко је очекивати да ће екстерним корисницима финансијских извештаја бити стављен на увид план новчаних токова банке, будући да се у њему објективизују ефекти будућих пословних, инвестиционих и активности финансирања, што би свакако могло да изазове нежељену реакцију конкурентних банака.

### 3.2. Квантитативна обелодањивања о ризику ликвидности

Полазећи од захтева МСФИ 7, банке би корисницима финансијских извештаја требало да представе своју изложеност ризику ликвидности по основу финансијских инструмената путем следећих квантитативних обелодањивања:

- збирних бројчаних информација о изложености ризику ликвидности на извештајни дан, на начин на који се те информације креирају и достављају управи,
- анализе уговорених доспећа финансијских обавеза у којој се укупна вредност финансијских обавеза исказује рашчлањено у категоријама по преосталим периодима уговорених доспећа,
- описа начина на који извештајни ентитет намерава да управља ризиком ликвидности који је видљив на основу претходно представљене анализе уговорених доспећа, и
- наглашавања концентрација ризика ликвидности које нису видљиве из претходно извршених обелодањивања.

Што се тиче захтеване анализе уговорених доспећа финансијских обавеза, извештајни ентитети треба да користе просуђивање приликом одређивања броја и ширине временских периода у које би рашчлањено требало класификовати укупну вредност финансијских обавеза према преосталом уговореном периоду доспећа, уважавајући најраније могуће доспеће појединих обавеза као критеријум. Уколико се измирење финансијске обавезе врши у ратама, обавеза плаћања по свакој појединој рати приказује се у вредности обавеза временског периода у којем доспева за плаћање конкретна рата, односно периода у којем поверилац најраније може да тражи плаћање по основу те рате.

Финансијске обавезе код којих поверилац има право избора када ће захтевати наплату својих потраживања треба класификовати у временски период најранијих доспећа, односно у период када поверилац најраније може тражити од дужника да измири своју обавезу. Оваквим решењем је, у духу начела опрезности, прихваћен тзв. сценарио најгорег случаја, чему су упућивани бројни приговори. То се нарочито односи на банке са великим обимом депозита по виђењу код којих се очекивано доспеће може значајно разликовати од оног представљеног у анализи уговорених доспећа финансијских обавеза. Да би се у одређеној мери удовољило овим примедбама, Одбор за Међународне рачуноводствене стандарде увео је захтев за обелодањивањем

описа начина на који извештајни ентитети намеравају да управљају ризиком ликвидности који је видљив из представљене анализе уговорених доспећа. Уколико извештајни ентитет управља ризиком ликвидности на основу очекиваних рокова доспећа, поред анализе уговорених доспећа може упоредо да обелодани анализу очекиваних доспећа финансијских обавеза, али и финансијских средстава, јер би тако мањак или вишак ликвидних средстава по дефинисаним временским периодима на најбољи начин био презентован корисницима финансијских извештаја.

При опису начина на који банка намерава да управља ризиком ликвидности, који је видљив из анализе уговорених доспећа финансијских обавеза, у разматрање би могли да се узму следећи фактори:

- да ли се може очекивати да ће одређене финансијске обавезе бити плаћене касније у односу на најранији датум када може бити захтевана њихова исплата,
- да ли банка поседује финансијска средства за која постоји ликвидно тржиште и која брзо и уз ниске трошкове могу бити продата,
- да ли банка има могућност стицања ликвидних средстава коришћењем одобрених кредитних линија или емисијом дужничких хартија од вредности,
- постоје ли положени депозити код централне банке које би банка могла да употреби да би задовољила потребе за ликвидним средствима,
- постоје ли очекивања да одређене кредитне линије одобрене клијентима неће бити искоришћене и да неће доћи до одлива ликвидних средстава по том основу,
- да ли банка поседује финансијска средства за која не постоји ликвидно тржиште, али која генеришу новчане приливе.

У презентованој анализи уговорених доспећа финансијских обавеза обелодањени износи одговараће уговореним недисконтованим новчаним токовима по основу тих обавеза, а ти износи се разликују од оних који су укључени у вредности позиција биланса стања. Наиме, у основи вредности финансијских обавеза признатих у билансу стања налазе се дисконтовани новчани токови, било да се ради о обавезама вреднованим по фер вредности са променама у билансу успеха или вреднованим по амортизованој вредности. Разлика је само у дефиницији новчаног тока који се сматра релевантним за вредновање (очекивани или уговорени новчани ток) и у коришћеној дисконтној стопи (тржишна стопа капитализације или номинална каматна стопа).

У ситуацијама када износи који треба да буду плаћени по основу финансијских обавеза нису фиксни, вредности које ће бити укључене у презентовану анализу уговорених доспећа финансијских обавеза биће утврђене у складу са тржишним и другим условима који су актуелни на извештајни дан. На тај начин ће бити третиране све финансијске обавезе код којих плаћања у једном или у више дефинисаних временских периода зависе од вредности одређеног берзанског индекса, каматне стопе, девизног курса или неке друге тржишне варијабле.

Да би се омогућила боља процена ризика ликвидности извештајних ентитета у условима светске финансијске кризе, чији су ефекти нарочито дошли до изражаја у последњем кварталу 2008. године, Одбор за међународне рачуноводствене стандарде је у октобру 2008. године дао на расправу професионалној јавности Нацрт предложених амандмана на МСФИ 7 - *Унапређење обелодањивања о финансијским инструментима*. У Нацрту се, поред осталог, допуњују захтеви за обелодањивањима изложености извештајних ентитета ризику ликвидности по основу финансијских инструмената (Шкарић Јовановић, *Промене у рекласификацији финансијских средстава и у захтевима за објављивање*, *Финрар*, 2009, 61). Предложени амандмани на одредбе МСФИ 7 усвојени су у марту 2009. године, чиме је квалитет обелодањивања изложености извештајних ентитета ризику ликвидности подигнут на виши ниво. Увођењем додатних информативних захтева нарочито је потенциран значај обелодањивања изложености извештајних ентитета ризику ликвидности у условима озбиљне финансијске кризе, што има за циљ заштиту интереса корисника финансијских извештаја, првенствено садашњих и потенцијалних инвеститора.

С обзиром да неефикасно управљање ризиком ликвидности у једној банци може имати далекосежне последице по цео финансијски систем, надзорна тела у већини земаља настоје да релевантном регулативом потенцирају значај ове активности и да пруже подршку банкама у њеном осмишљавању и спровођењу. Уважавајући значај ефикасног управљања ризиком ликвидности у банкама које послују у домаћем банкарском сектору, Народна банка Србије је у оквиру *Одлуке о управљању ризицима банке* ("Сл. гласник РС", бр. 45/11... и 123/12) део захтева посветила управљању ризиком ликвидности. Може се констатовати да су неки од ових захтева сагласни са захтевима за обелодањивањима ризика ликвидности изнетим у МСФИ 7. Одлука о управљању ризицима банке је испоставила по-

словним банкама и неке специфичне захтеве (на пример, обрачун показатеља ликвидности и ужег показатеља ликвидности) чијим испуњавањем се баве посебни извештаји који се достављају Народној банци Србије. Међутим, у креирању таквих извештаја значајну улогу и даље има подршка рачуноводствених информација.

#### **4. Рачуноводство фер вредности – фактор транспарентнијег приказивања изложености банака ризику ликвидности**

У МСФИ 13 *Утврђивање фер вредности* фер вредност се дефинише као "цена која би била остварена у продаји средства или плаћена за пренос обавезе у редовној трансакцији између тржишних учесника на дан вредновања". Дефиниција фер вредности указује на то да је то, пре свега, вредност добијена применом утрживе вредности као основе за вредновање, али се у одсуству цена са активних тржишта у одређивању фер вредности може користити и садашња (дисконтована) вредност добијена применом одређених модела вредновања (Фишмен и други (*Jay Fishman et al.*), *Standards of Value – Theory and Applications*, 2007, 21-23).

Тежња свеобухватној примени фер вредности у финансијском извештавању у духу је повећања релевантности рачуноводствених информација за доношење одлука инвеститора, будући да би фер вредности требало да одражавају очекиване новчане токове по основу употребе делова имовине и обавеза извештајних ентитета. Међутим, услед несавршености тржишта (на пример, због неликвидности одређеног тржишта), тржишна цена може да одступа од вредности у употреби дела имовине или обавеза (Зила (*Mark Zyla*), *Fair Value Measurement - Practical Guidance and Implementation*, 2010, 39-46). С друге стране, примена одређених модела за утврђивање фер вредности може довести до одсуства објективности и веродостојности информација, уколико било који од значајних инпута у моделу није тржишно потврђен.

Примена фер вредности као основе за вредновање у финансијским извештајима додатно је проблематична у условима већих тржишних поремећаја, што је потврђено у колапсу финансијских тржишта у другој половини 2008. године. У академској јавности води се полемика да ли је и у којој мери примена фер вредности у финансијском извештавању финансијских институција допринела експанзији кризе на финансијским тржиштима. Поједини аутори износе ставове да рачуноводство фер вредности није

дало значајан допринос настанку и развоју финансијске кризе (Барт, Лендсмен (*Mary Barth, Wayne Landsman*), *How did Financial Reporting Contribute to the Financial Crisis, European Accounting Review*, 2010, 399-423). Ипак, велики број аутора заступа мишљење да је рачуноводство фер вредности имало процикличну улогу у експанзији кризе. Критичари примене фер вредности сматрају да се утицај рачуноводства фер вредности на распламсавање кризе највише испољио путем захтеваних, неразумно високих отписа средстава која није једноставно вредновати.

Централни проблем рачуноводства фер вредности свакако је вредновање средстава и обавеза за које је прописана примена фер вредности. Међутим, класификација вредности тих ставки у три хијерархијска нивоа, захтевана по МСФИ 13 (претходно по МСФИ 7), постала је, без посебне намере, и мера изложености извештајних ентитета ризику ликвидности. Наиме, у сваком од три хијерархијска нивоа класификације позиција вреднованих по фер вредности (имајући у виду поузданост инпута коришћених у утврђивању тих вредности) у различитој мери је испољена информациона асиметрија, будући да су у различитој мери инвеститорима доступне информације неопходне за вредновање појединих средстава и обавеза.

Средства и обавезе вредноване по фер вредности које су класификоване у први хијерархијски ниво карактерише најнижи ниво информационе асиметрије између инвеститора и извештајних ентитета, будући да је вредновање засновано на јавно доступним тржишним информацијама, односно фер вредности су, када говоримо о финансијским инструментима, једнаке котацијама тих инструмената на активним тржиштима (*mark-to-market* приступ). Зато је перцепција инвеститора да је ризик ликвидности по основу ових инструмената најнижи, будући да су дневне тржишне котације актуелни одраз новчаних токова који се по основу истих може очекивати. Вредновање на основу дневних котација са активних тржишта оставља најмање неизвесности у вези са могућношћу и износом уновчења одређеног средства, односно ликвидације одређене обавезе.

Насупрот томе, по основу финансијских средстава и обавеза вреднованих по фер вредности и класификованих у трећи хијерархијски ниво (инструменти вредновани *mark-to-model* приступом где поједини или сви инпути нису тржишно сагледиви) извештајни ентитети су највише изложени ризику ликвидности, што је и логично, с об-

зиром да су информације коришћене у поступку вредновања утемељене на разумним проценама менаџмента, а не на актуелним котацијама са активних тржишта. У таквим околностима више је изражена информациона асиметрија између извештајних ентитета и инвеститора. Инвеститори не располажу свим информацијама на основу којих су вреднована средства и обавезе из овог хијерархијског нивоа, што обликује њихову перцепцију веће изложености ризику ликвидности по основу ових ставки.

Коначно, инвеститори оцењују умереном изложеном банке ризику ликвидности по основу финансијских инструмената чија фер вредност, с обзиром на начин њеног утврђивања, припада другом хијерархијском нивоу (инструменти за које тренутно не постоји активно тржиште, а фер вредност је утврђена на основу недавне трансакције са истим инструментом или на бази котације сличног инструмента на активном тржишту).

Поред претходног, треба имати у виду да су нефинансијска средства у условима озбиљних тржишних поремећаја неликвидна, па их тако треба третирати у разматрању потенцијалних кризних сценарија. Према томе, у кризним условима инвеститори су банке са већим учешћем нефинансијских средстава и финансијских средстава и обавеза вреднованих по фер вредности из трећег хијерархијског нивоа оцењивали ризичнијим у односу на оне чији финансијски инструменти су претежно вредновани фер вредностима првог хијерархијског нивоа. Додатно, та неизвесност у вези са могућношћу остварења и висином очекиваног приноса од улагања одразила се, путем виших дисконтних фактора, на нижу тржишну капитализацију ових банака, односно на пад цена њихових акција, што је додатно угрозило њихову ликвидност.

У прилог претходних закључака у краћим цртама ће бити представљени резултати једног опсежног истраживања спроведеног у САД. Они су објављени у септембру 2009. године у напису "Ненамерна последица: Рачуноводство фер вредности информише о ризику ликвидности" (*Unintended Consequence: Fair Value Accounting Informs on Liquidity Risk, Social Science Research Network*), чији су аутори Лев и Зоу (*Baruch Itamar Lev, Nan Zhou*). Главно истраживачко питање у овој студији било је да ли је обелодањивање класификације вредности финансијских средстава и обавеза мерених по фер вредности у три хијерархијска нивоа (с обзиром на поузданост инпута коришћених при утврђивању тих вредности) корисна за инвеститоре. Да би се дошло до одго-

вора, испитан је однос између нивоа ризика ликвидности конкретног пословног ентитета (који се може сагледати кроз обелодањену хијерархијску класификацију фер вредности средстава и обавеза) и реакције инвеститора тог ентитета на битне егзогене догађаје током последња четири месеца 2008. године, када је финансијска криза била на врхунцу. Уколико би се овим истраживањем дошло до закључка о ирелевантности обелодањивања о фер вредностима класификованим у три хијерархијска нивоа, то би значило да реакција инвеститора на одабране кризне догађаје није била значајно различита у зависности од нивоа ликвидности субјеката у које су инвеститори улагали.

Проучавањем објављених вести у пословној штампи, идентификована су 44 кључна кризна догађаја у последња четири месеца 2008. године, а затим су они класификовани у пет група, с обзиром на природу тих догађаја. Прву групу чине неповољни догађаји (*Distress Events*), који се односе на открића превара на финансијском тржишту, проблема у пословању или банкротстава великих банака и других финансијских институција и сл. Сви ови догађаји иницирају смањење нивоа поверења и пад ликвидности у финансијском систему. Другу групу догађаја чине тзв. активности спасавања (*Rescue Events*), који обухватају владине активности предузете у спасавању најугроженијих субјеката и стабилизацији банкарског система. Трећу групу догађаја чине акције предузете од стране Федералног система резерви (*FED Events*), односно централне банке САД, а подразумевају објаве о снижавању нивоа каматних стопа и о планираним инјекцијама ликвидности за финансијски сектор. Четврту групу догађаја чине мере економске политике (*Policy Events*), у које спадају политичке и правне активности владе усмерене ка обуздавању кризе. Коначно, пету групу догађаја чине тзв. "инфузије" капитала (*Capital Infusion Events*). То су докапитализације угрожених банака у којима је, по посебном програму, значајну улогу имала држава (*Troubled Asset Relief Program - TARP*). Посматрано по претходно дефинисаним групама, у 44 посматрана догађаја забележена је негативна реакција инвеститора у две групе догађаја (неповољни догађаји и мере економске политике) и позитивна реакција инвеститора у три групе догађаја (активности спасавања, акције FED-а и "инфузије" капитала). Статистички је доказана значајна реакција инвеститора на свих 44 догађаја, чиме је потврђено да је избор догађаја адекватан, односно да су то догађаји који су значајно мењали очекивања инвеститора у периоду када је финансијска криза била најдубља.

Главни део истраживања представља испитивање односа између реакције инвеститора одређе-

ног ентитета на конкретне кризне догађаје и претходно извршених обелодањивања ентитета о фер вредностима класификованим у три хијерархијска нивоа захтеваних по америчком стандарду SFAS 157. Нулта хипотеза у истраживању је постављена на следећи начин: уколико је обелодањена класификација фер вредности средстава и обавеза мерених по фер вредности у три хијерархијска нивоа (у три нивоа ликвидности) значајна за инвеститоре, тада ће њихова реакција на кризне догађаје који су предмет испитивања бити условљена том класификацијом. Алтернативно, уколико извршено обелодањивање класификације фер вредности у три хијерархијска нивоа (с обзиром на поузданост коришћених инпута) нема значај за инвеститоре, односно не утиче на њихову процену изложености конкретног ентитета ризику ликвидности, њихова реакција на посматране догађаје неће бити под утицајем тог обелодањивања.

Резултат спроведеног истраживања је да се нулта хипотеза не може одбацити, односно да обелодањивање класификације фер вредности средстава и обавеза мерених по фер вредности у три хијерархијска нивоа систематски утиче на реакцију инвеститора на кључне кризне догађаје. Закључак је валидан како за финансијске, тако и за нефинансијске ентитете, будући да је истраживање спроведено одвојено за обе групе субјеката на основу одабраног узорка.

Још једно истраживање спроведено на догађајима у периоду од 2008. до 2010. године резултирало је сличним закључцима као претходно (Роги (*Oliviero Roggi*), *Fair Value Accounting and stock return for listed companies*, 2011, [www.ram.com.lk/reports](http://www.ram.com.lk/reports)). Истраживачка питања су била:

- да ли хијерархија фер вредности информира инвеститоре о ризику ликвидности којем су изложене компаније,
- да ли на одлуке инвеститора утиче обелодањена хијерархија са три нивоа изложености ризику ликвидности, и
- да ли је хијерархија фер вредности корисна при доношењу инвестиционих одлука.

Битни догађаји у посматраном двогодишњем периоду класификовани су у три групе. Прву групу чине активности спасавања, а то су сви догађаји током којих су финансијске институције финансијски помагане или спасене од банкротства. Другу групу чине неповољни догађаји, који се односе на пропаст одређених финансијских институција, као и нефинансијских компанија. Трећу групу чине "инфузије" капитала, које обухватају како интервенције међу-

народних тела и државних органа, тако и смањења каматних стопа, откуп државних обвезница смањеног рејтинга и слично.

Реакција инвеститора на обелодањену хијерархију фер вредности појединих компанија (односно зависност њихове реакције на кризне догађаје у односу на ниво ликвидности компанија који је одређен обелодањеном хијерархијом фер вредности) мерена је концептом кумулативног средњег надпросечног приноса (*Cumulative Average Abnormal Return*), што представља просечну маржу између приноса на одређеној акцији и успешности тржишног индекса (тржишта на којем се посматрана акција котира) током дефинисаног броја дана. То може да се представи следећом формулом:

$$\overline{CAR}_{ij} = \frac{\sum_{t=1}^T (R_{it} - R_{et})}{T}, \text{ где је}$$

$\overline{CAR}_{ij}$  - кумулативни средњи надпросечни принос за j-ти догађај и i-ту компанију,

T - број дана током којих се бележе надпросечни приноси,

$R_{it}$  - стопа приноса у дану t за i-ту компанију, и

$R_{et}$  - стопа приноса у дану t на посматраном тржишту.

Резултати описаног истраживања релевантни за финансијске институције могу се сумирати у следећем:

- у условима кризе ликвидности, услед неповољних догађаја инвеститори су више негативно реаговали на средства из трећег нивоа хијерархије него на средства из првог и другог нивоа хијерархије, а такође су негативно реаговали на обавезе класификоване у трећи ниво ликвидности,
- у условима раста ликвидности (услед "инфлузија" капитала и других догађаја) инвеститори су више позитивно реаговали на средства из трећег нивоа хијерархије него на средства из првог и другог нивоа хијерархије фер вредности,
- током активности спасавања инвеститори су реаговали слично као и у кризама ликвидности, јасно избегавајући банке са високим нивоом задужености.

На основу претходних излагања јасно је да хијерархија фер вредности, коју су банке дужне да обелодане сходно захтевима МСФИ 13 (односно према МСФИ 7), информиса инвеститоре о ризику ликвидности којем су оне изложене у пословању. Такође, истраживања су потврдила да обелодање на хијерархија утиче на одлуке инвеститора, односно да су реакције инвеститора на изабране

догађаје у кризним условима значајно различите у зависности од њихове перцепције изложености ризику ликвидности субјеката у које улажу. У креирању те перцепције значајну улогу има обелодањивање хијерархије фер вредности, као и обелодањивање информација уопште, будући да се путем обелодањивања ублажава информациона асиметрија између инвеститора и банака.

### Закључак

Ефикасно управљање ризиком ликвидности од кључне је важности за опстанак и развој пословних банака. Препознајући важност ове области, у теорији и пракси су осмишљени разни приступи мерењу изложености банака ризику ликвидности, који су, у краћим цртама, представљени у овом раду. Сви ови приступи утемељени су на рачуноводственим информацијама, али су уважена и очекивања заснована на разумним проценама менаџмента и статистичкој анализи историјских трендова.

Обелодањивања изложености ризику ликвидности су област финансијског извештавања у којој је улога рачуноводствених информација у управљању ризиком ликвидности банака јасно изражена. О значају обелодањивања у креирању перцепције инвеститора о изложености извештајних ентитета ризику ликвидности сведоче и амандмани на одредбе МСФИ 7, иницирани на врхунцу недавне финансијске кризе. Усвајањем поменутих амандмана унапређен је квалитет и додатно потенцирана улога обелодањивања о изложености ризику ликвидности у условима озбиљне финансијске кризе, што је у интересу садашњих и потенцијалних инвеститора.

Експанзија рачуноводства фер вредности у финансијском извештавању банака и других финансијских институција значајно доприноси ефикаснијем управљању ризиком ликвидности. Хијерархија фер вредности, чије је обелодањивање захтевано међународном професионалном регулативом, индиректна је мера изложености извештајних ентитета ризику ликвидности и значајно утиче на одлуке инвеститора у кризним периодима, што је и потврђено у истраживањима представљеним у раду.

Развојем свести о фаталним последицама дејства ризика ликвидности током последње финансијске кризе, национална регулаторна тела су велики акценат ставила на формулисање и поштравање захтева у регулативи релевантној за ефикасно управљање ризиком ликвидности и одржавање капиталне адекватности. Базелски комитет за надзор над банкама увео је поштре-

не захтеве, познате као стандард Базел 3, у регулационој капиталне адекватности, стрес тестова и тржишног ризика ликвидности. Евентуално разматрање поменутих захтева превазишло би оквире овог рада, али је јасно да испуњавање свих регулаторних захтева у области управљања ризиком ликвидности банака подразумева значајну подршку рачуноводствених информација.

### Литература

#### Књиге, монографије

1. Bessis J. (2002) *Risk Management in Banking*, Chichester, England, John Wiley and Sons,
2. Van Greuning H, Brajović-Bratanović S. (2003) *Analyzing and Managing Banking Risk*, Washington, The International Bank for Reconstruction and Development,
3. Ђукић Ђ, Бјелица В, Ристић Ж. (2003) *Банкарство*, Београд, Центар за издавачку делатност Економског факултета у Београду,
4. Zyla M. (2010) *Fair Value Measurement - Practical Guidance and Implementation*, New Jersey, John Wiley and Sons,
5. Fishman J, Pratt S, Morisson W. (2007) *Standards of Value - Theory and Applications*, New Jersey, John Wiley and Sons,
6. Hull J. (2007) *Risk Management and Financial Institutions*, New Jersey, Pearson Education, Pearson Prentice Hall,
7. Chance D. (2003) *Analysis of Derivatives for the CFA Program*, Charlottesville, Virginia, Association for Investment Management and Research.

#### Чланци у научним часописима

1. Barth M, Landsman W. „How did Financial Reporting Contribute to the Financial

Crisis”, *European Accounting Review*, Vol. 19, No. 3, Routledge, Oxfordshire, UK, 2010, 399 – 423,

2. Шкарић Јовановић К. „Промене у класификацији финансијских средстава и у захтевима за објављивање”, *Финрар*, бр. 1/09, Савез рачуновођа и ревизора Републике Српске, Бања Лука, БиХ, 2009, стр. 56-63.

#### Прописи

1. *Међународни стандард финансијског извештавања 7 - Финансијски инструменти: Обелодањивања*, превод, Савез рачуновођа и ревизора Србије, Београд, 2010,
2. *Одлука о управљању ризицима*, „Службени гласник РС”, бр. 45/2011, 94/2011, 119/2012 и 123/2012, чл. 2, чл. 29.-37.

#### Извори са интернета

1. <http://www.cfasociety.org/luxembourg/Speaker%20Presentations> (25.02.2013.)
2. (Gabbi G. *Liquidity risk and portfolio management - Lessons from the crisis*, CFA Society Luxembourg, 2012),
3. [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1466009](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1466009) (04.03.2013.)
4. (Lev B, Zhou N. *Unintended Consequence: Fair Value Accounting Informs on Liquidity Risk*, Social Science Research Network, 2009),
5. <http://www.ram.com.lk/reports/pdf/Fair-Value-Accounting-and-stock-return.pdf> (28.2.2013.)
6. (Roggi O. *Fair Value Accounting and stock return for listed companies*, Economic impact on Accounting Regulation, Sri Lanka, 2011).

др Ценан  
КОЦА\*  
Шабан  
ГРАЧАНИН\*\*

## Повећање спреда суверених обвезница ефекат заразе или буђења финансијских тржишта

### Резиме

Повећање спреда суверених обвезница у кризном периоду од јесени 2009. године подстакло је велики број аутора на истраживање узрока повећања спреда. Већина аутора се слаже да је у периоду кризе дошло до погоршања макроекономских показатеља земље који су утицали на повећање спреда државних обвезница. Међутим, разлике спреда у предкризном периоду између земаља ЕУ суочених са сувереним ризиком у односу на земље са мањим фискалним притисцима биле су мале и ако су се њихови макроекономски показатељи разликовали и пре почетка кризе. Питање на које већина аутора тражи одговор је да ли је повећање спреда суверених обвезница у угроженим земљама Европске уније последица буђења финансијских тржишта и веће осетљивости финансијских тржишта на промене економских параметара земље или регионалне заразе услед преливања суверених ризика? Истраживање у овом раду је усмерено на анализу међусобне корелације кретања приноса суверених обвезница земаља ЕУ, са циљем добијања одговора на питање да ли је ширење спреда и повећање приноса суверених обвезница последица буђења финансијских тржишта и веће осетљивости финансијских тржишта на економске параметре или ефекте регионалног преливања кризе.

**Кључне речи:** глобална финансијска криза, криза државног буџета, повећања марже државних обвезница, зараза, преливање, позив за буђење, финансијска тржишта.

### Увод

Почетак глобалне финансијске кризе, праћен продубљивањем кризе јавног дуга појединих чланица еврозоне, скренуо је пажњу на две ствари које ће бити од посебног значаја за глобалне финансијске токове у наредном периоду. Прва је смањење поверења међународних инвеститора,

а тиме и доступности иностраних фондова, као последица огромних губитака изнуђених отписом дела потраживања. Друга, још важнија, је свест инвеститора да је неизвршавање финансијских обавеза развијених држава могуће, а у неким случајевима и извесно, нарочито имајући у виду да је то до недавно било практично незамисливо.

\*) Доктор економских наука, Интернационални универзитет у Новом Пазару и директор огранка ревизорске куће „Финодит“ д.о.о. Београд  
\*\*) Дипломирани економиста, Шеф корпоративног сектора у Новом Пазару „Евробанк“ а.д. Београд

Ширење кризе почетком 2009, опадање рејтинга државног дуга, погоршање економских параметара земаља, довело је до знатног пораста ризика, што је узроковало раст тржишних каматних стопа, пораст ризика ликвидности због пада поверења инвеститора и миграцију капитала ка сигурнијим приносима. С обзиром на то да централне банке, држећи референтне каматне стопе на изузетно ниском нивоу, и даље омогућавају доступност јефтених извора ликвидности, ниво каматних стопа на међубанкарском тржишту новца је, по свој прилици, потцењен. То представља разлог за забринутост, имајући у виду да су кључне макроекономске мере стабилизације финансијског тржишта биле средства државе и централних банака, док је сада пораст националних дугова отворио питање њихове одрживости и одразио се на пад поверења у државне обвезнице. Пад поверења у обвезнице даље је био праћен растом спредова суверених обвезница. Пораст спредова државних обвезница сигнал је да инвеститори имају све мање мотива да улажу своја средства, што отежава њихову продају и земљама ограничава приступ међународним тржиштима капитала и фондовима неопходним за финансирање дефицита.

Будући да новонастала ситуација, узрокована финансијском кризом 2008. године, захтева пре свега фискалну консолидацију, евентуалне нове таласе кризе није више могуће стабилизovati истом ефикасношћу као до тада, нарочито ако се узме у обзир очекивано успоравање економског раста. Развој ситуације на глобалном финансијском тржишту биће од посебног значаја за тржишта у развоју због очекиваног пада вредности активе матице и евентуалне потребе матице за додатном међународном консолидацијом. Очигледан је ризик од поновне ескалације кризе у еврозони, који би се, због деловања повратних спрега између ризика јавног дуга у зони евра и квалитета активе европских банака, кроз мању финансијску зависност могао негативно одразити на економску активност и финансијску стабилност.

Као последица међународне финансијске кризе која је отпочела банкротством „Lehman Brothers“ у јесен 2008. године, фискална неравнотежа у већини европских економија је увећана, услед високих фискалних трошкова предузетих мера у циљу ограничења последица кредитне кризе. Ова дешавања праћена су сувереном

дужничком кризом, која је почела у Грчкој у јесен 2009. године, а затим постепено захватила читаву европску економску и монетарну унију, са високим негативним последицама на периферне ЕМУ економије.

Пораст дефицита државног буџета и акумулирање приватног и јавног дуга појединих земаља Европске уније условило је тешкоће у јавним финансијама. Земље са нагомиланим јавним дугом су живеље изнад својих могућности, криза финансијског сектора и спасавање домаћих банака утиче на експанзију суверене кризе. Суверена криза се најпре почела испољавати у Грчкој, да би се након тога проширила на Ирску, Португалију и Шпанију<sup>1</sup>.

Функционисање Европске уније показало је своје слабости и озбиљне недостатке институционалног дизајна. Асиметричност снага између монетарних стубова и слабости фискалног и институционалног оквира постаје превише очигледна у европској сувереној кризи. Високи финансијски токови од севера до југа у еврозони довели су до гомилања унутрашње неравнотеже. Акумулација дуга створила је потенцијал за будуће финансијске тржишне невоље. Пре кризе постојала је претпоставка да је „добра неравнотежа“ пожељна ради повезаности са рационалним и продуктивним коришћењем капитала. Овај став одражава Blanchard-ова и Giavazzi-јева хипотеза; да је пад штедне – инвестиционе корелације забележен пре и поготово након увођења евра. Може се тумачити као позитиван знак повећане финансијске интеграције, са протоком капитала од напредних, капитално богатих економија до мање напредних и капитално оскудних. Ово мишљење се променило у дефиницију „лоша неравнотежа“, која произилази из основних штетних капиталних покрета, за коју се испоставило да боље описује Европску ситуацију. Након усвајања евра, текући рачун Севера и Југа еврозоне почиње се разилазити, са суфицитом на северу и дефицитом на југу. Ове неравнотеже су најупечатљивији показатељи дивергентних макроекономских модела унутар еврозоне, посебно што се тиче разлике између штедне и инвестиције. У периоду између 2004. и 2008. године, тренд погоршања је очигледан, одражавајући оштар пад каматних стопа и трошкова капитала, који је условио значајан прилив капитала из иностранства. Lehman стечај у септембру 2008.

1) Земље Европске уније које су највише погођене сувереном кризом су Грчка, Ирска, Португалија, Шпанија и Италија. Грчка криза се издвојила од осталих земаља по својој дубини и тешкоћама у вођењу јавних финансија. Грчки јавни дуг углавном је настао као последица лошег управљања јавним финансијама. Високи ниво дебит то GDP рација је ову земљу довео до ивице несолвентности. За разлику од ове земље, суверена криза у Ирској и Шпанији настала је као последица акумулирања дугова у приватном сектору.

године изазвао је на тржишту страховање о солвентности и ликвидности банака и по аналогији, влада које су биле гаранте. Земље еврозоне су услед тога претрпеле нагло и велико повлачење приватних фондова, углавном на југу, који није био у стању да се финансира самостално под приступачним каматним стопама (Hallett A, Oliva J, 2013, стр.3-4).

Изненадни преокрет приватних прекограничних токова ка југу, претиће да повећа дефицит, као потенцијална опасност од државног дужничког кашњења и стварања ефеката „заразе“ широм Европе. Неопходно је било супротставити се ефекту потенцијалног неизмирења обавеза *ad hoc* путем институционалних аранжмана, међу којим су Грчки *loan facility*, EFSF (European financial stability facility) и EFSM (European financial stability mechanism) били најважнији<sup>2</sup>. Овај програм укључује сарадњу Европске комисије, IMF и European Central Bank да обезбеди средства за покривање финансијских потреба земаља и решавање структуралних, фискалних и финансијских проблема које утичу на економију у невољи. Евросистем обезбеђује ликвидност банкарског сектора погођеног кризом. Ово је помогло да се покрију одливи приватног финансирања настали услед финансијске кризе у US почетком 2008.године. Кредити под програмом ЕУ и IMF помоћи, заједно са спроведеним операцијама омогућава евро систему да обезбеди ликвидност. Помогли су да се спречи невредно прилагођавање текућег рачуна неравнотеже. Потрошња и инвестиције у појединим државама чланицама су чувани у нивоу који иначе не би био одржив. Одрживи спољни дуг захтева ребаланс спољних текућих рачуна. Постоји сагласност да то буде постигнуто уз помоћ структурних реформи, посебно преко реалних депресијација као што је наведено у условима постојећих програма службене финансијске помоћи. У одсуству ових мера, може се очекивати да макроекономска неравнотежа врши штетан утицај (Hallett A, Oliva J, 2013, стр. 4-5).

Обимна литература и истраживања аутора о ЕМУ сувереним обвезницама током текућег периода финансијске кризе, деле два заједничка налаза. Прво, посматрано проширење у ЕМУ спреда је у великој мери вођено повећањем међународног фактора ризика. У овом процесу, улога домаћег банкарског сектора је играла

кључну улогу. Gerlach (2010) у свом раду закључује да перципирање повећања агрегатног ризика, условљава раст спред (више) у привредама са већим банкарским сектором. Земље у којима су капитални бафери релативно мали мораће да плати већу премију ризика у случају повећања међународног фактора ризика. Промена глобалне перцепције ризика може имати велике и брзе ефекте на суверени ризик, посебно када су економски параметри земље слаби. Повећање агрегатног ризика може условити притисак на билансима банкарског сектора и условити интервенцију од стране влада, што условљава погоршање фискалне позиције земље. У циљу смањења претходног ризика владе морају захтевати повећање капиталних бафера и стварање отпорнијег финансијског система (Gerlach S, Shulz A, Wolff G, 2010, стр. 26). Acharya (2011) закључује да банкарско спасавање од стране владе условљава смањење инвестиционих подстицаја у нефинансијском сектору због повећања будућег опорезивања. У кратком року, висок ниво издавања помаже у финансирању спасавања, али уводи кредитни ризик у цену обвезница владе. Владе развијених земаља врше пренос кредитног ризика из финансијског сектора на пореске обвезнике. Појава сувереног кредитног ризика представља потенцијалне трошкове банкарског спасавања. Ова цена је одраз будућег опорезивања наметнута сектору привреде и становништва (Acharya V, Drechsler, Schnabl P, 2011, стр. 37). Међународни банкарски ризици, чини се, претворени су у суверени ризик кроз три канала. Прво, недостатак ликвидности у банкарском систему, ограничавање кредита приватном сектору, изазивајући економску рецесију и повећавајући фискални дисбаланс. Друго, владе су биле имале обавезу да докапитализују банке коришћењем јавног новца повећавајући стварне или потенцијалне фискалне обавезе. Последица овога је пад подстицаја инвестирања у нефинансијском сектору, смањење раста и имплицитно, очекиваних будућих јавних прихода (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр. 7-8).

У циљу ублажавања ефеката кризе Европска централна банка је такође реаговала на финансијском тржишту купујући суверене хартије од вредности и наставила своју ликвидносношћу подршку еврозоне банака. Међутим, приноси на

2) Раст приноса владиних обвезница, праћен смањењем кредитног рејтинга за Грчку, Ирску и Португалију, принудио је ове земље да прибегну 2010–2011. године шеми финансијског спасавања у организацији Европске уније, Европске централне банке и Међународног монетарног фонда у контексту новоствореног механизма, European Financial Stabilization Facility (EFSF). Ово мере нису успеле да зауставе кризу током 2011. године, све три земље остају искључене из међународног тржишта обвезница, али у другој половини 2011. године шпанске и италијанске владине обвезнице бивају изложене значајном тржишном притиску.

државним обвезницама погођених земаља повећавали су се до краја 2011. године.

**Повећање спреда државних обвезница**

Емпиријске студије пружају доказе који сугеришу да постоји значајна хетерогеност широм земаља ЕУ, како у вези са факторима ризика који одређују висину спреда током времена, тако и у вези са њиховим утицајем на национални спред. Сет финансијских и макро детерминанти спреда у еврозони прилично је нестабилан, али генерално постаје богатији и има јачи значај како криза еволуира (Afonso A, Arghyrou M, Vagdatoglou G. и Kontonikas A, 2012, стр.4).

Разлике у приносима на државне обвезнице појединих земаља у односу на одабрану референтну обвезницу, представљају премију за ризик коју инвеститори захтевају да би инвестирали у одређену обвезницу. Премија за ризик укључује премију за одржавање ликвидности, кредитни ризик и општу склоност према ризику присутну на тржишту у одређеном тренутку. Глобална тржишна цена за ризик се повећавала, јер су инвеститори захтевали већу надокнаду за ризик. Активни учесници на финансијском тржишту често истичу како је управо општа склоност према ризику главни чинилац кретања цена државних обвезница, а у складу с тиме и њихових приноса. Такви закључци потврђују и мале разлике у приносима на обвезницама различитих земаља као и чињеницу да се цене државних обвезница често крећу заједно, независно што се фундаменталне макроекономске и фискалне позиције земаља понекада знатно разликују (Бобетко А, Думичић М. и Фонда Ј, 2011, стр.49).

У наредној табели дат је приказ просечних, минималних и максималних разлика у спредовима обвезница анализираних земаља у односу на референтну Немачку обвезницу<sup>3</sup> у периоду од јануара 2000. до октобра 2009. године:

**Табела 1 - Спредови државних обвезница - у периоду од јануара 2000. до октобра 2009.**

У периоду од јануара 2000. до октобра 2009.								
	Белгија	Шпанија	Француска	Грчка (ГР)	Ирска	Италија	Данска	Португалија
Min.	0,03	0,00	0,02	0,13	-0,05	0,14	-0,02	0,00
Max.	1,11	1,10	0,63	2,85	2,74	1,55	0,69	1,66
Просек	0,24	0,21	0,13	0,55	0,32	0,38	0,13	0,30

У претходној табели су престављани подаци добијени као разлика између каматних стопа анализираних земаља и немачке обвезнице. Приказани су минималне, максималне и просечне вредности ове разлике у анализираном периоду. Подаци о каматним стопама у временском периоду од јула 1993 – децембра 2012. године су преузети са следећег сајта <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn3146>

Претходно приказани подаци показују да су разлике у приносима између групе одабраних земаља и немачке обвезнице биле мале у пред кризном периоду, на основу чега се може закључити да су финансијска тржишта мање пажње посвећивала макроекономским и фискалним показатељима земаља у предкризном периоду. Финансијска тржишта нису регистровала ране знаке упозорења у виду погоршања финансијске позиције одређеног броја земаља.

Почетак кризе и повећање међународног фактора ризика условили су да инвеститори почну да процењују макроекономске и фискалне показатеље земље. Ово је условило повећање премије ризика које инвеститори захтевају, у односу на референтну обвезницу.

У наредној табели дат је преглед кретања разлике у приносима између приноса на обвезнице анализираних групе ЕУ земаља у односу на референтну немачку обвезницу у периоду од новембра 2009. године до децембра 2013. године.

**Табела 2 - Спредови државних обвезница - у периоду од новембра 2009. до децембра 2013.**

	Белгија	Шпанија	Француска	Грчка (ГР)	Ирска	Италија	Данска	Португалија
Max.	2,97	5,55	1,54	27,39	9,71	5,19	0,67	12,03
Min.	0,42	0,57	0,26	1,62	1,43	0,82	0,19	0,58
Просек	1,14	2,83	0,68	11,83	4,12	2,64	0,36	5,80

У претходној табели представљани су подаци добијени као разлика између каматних стопа анализираних земаља и немачке обвезнице. Приказане су минималне, максималне и просечне вредности ове разлике у анализираном периоду. Подаци о каматним стопама у временском периоду од јула 1993. до децембра 2012. године преузети су са следећег сајта: <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn3146>.

3) У цитираним радовима је прихваћена немачка државна обвезница као референтна обвезница, у овом раду и ми прихватимо немачку обвезницу као референтну обвезницу.

Подаци указују да је крајем 2009. године дошло до пораста спредова суверених обвезница у већини земаља ЕУ. Питање на које већина аутора тражи одговор је: да ли је повећање спредова суверених обвезница у угроженим земљама Европске уније последица буђења финансијских тржишта и веће осетљивости финансијских тржишта на промене економских параметара земље или регионалне заразе услед преливања суверених ризика?

### **Макроекономске варијабле које утичу на кретање спреда државних обвезница**

Аутори попут Barrios-а закључују да су катане стопе суверене обвезнице еврозоне под снажним утицајима услова на светским финансијским тржиштима. Домаћи фактори као што су ликвидност и кредитни ризик постали су важнији у објашњавању разлике у приносима током финансијске кризе. Показано је да се улога макроекономских основа попут фискалних и дефицита текућег рачуна повећава са нивоом опште аверзије према ризику. Barrios закључује да земља са високим дуговима и земља са високим нивоом дефицита доживљавају највише повећање приноса обвезница услед погоршања јавних финансија. У поређењу са другим класама имовине као што су акције и корпоративне обвезнице, прилагођавање у приносима разлике у периоду интензивних турбуленција на финансијском тржишту изгледа да је било пропорционално јаче. Ово се може објаснити дејством трансфера ризика од приватног ка јавном сектору, усред најаве националних финансијских пакета спасавања. Снажан раст трошкова финансирања од стране суверених емитената од септембра 2008. године може се објаснити корекцијом суженог спреда у периоду пре кризе, када је домаћи фактор ризика резултирао малим разликама између приноса земаља. Друго, услед повећања нивоа дуга и потенцијалних обавеза са циљем спасавања финансијског сектора у великом броју земаља долази до повећања спреда у односу на предкризни период (Barrios S, Iversen P, Lewandowska M и Setzer R 2009, стр.24).

Naugh, Ollivald и Tunega долазе до сличних закључака, иако показују да фискалне варијабле знатно утичу на разлике у приносима (Naugh D,

Ollivaud P, Turner D, 2009, стр.15)<sup>4</sup>. Према ауторима Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas (2012) коефицијент међународног фактора ризика постаје позитиван и статистички значајан од августа 2007. године, што указује да је већа међународна финансијска нестабилност повезана са вишим спредовима од почетка глобалне кредитне кризе (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр.3).

Према ауторима Бобетко, Думчић, Фонда (2011) варијабле које утичу на висину трошкова задуживања су подељене у две групе. Прву групу варијабли чине оне на које носиоци економске политике могу утицати а односе се на: фискалне варијабле, привредни раст, спољну рањивост, политички ризик. Другу групу варијабли чине стање на светском и домаћем финансијском тржишту и склоност инвеститора према ризику. Друга група варијабли је егзогено представљена за све државе (Бобетко А, Думчић М. и Фонда Ј, 2011, стр. 47-48).

Функционисање финансијских тржишта за поједине земље важно је из разлога креирања економске политике и доношења одлука са циљем дугорочног одржавања јавних финансија, као и утицаја тих одлука на остале привредне ентитете. Према спроведеним истраживањима, негативне промене кредитног рејтинга и процене ризичности земље утичу како на повећање премије ризика за земљу, тако и на раст премије за ризик привредних субјеката који долазе из те земље и доступност капитала за овај сектор (Afonso A, Arghyrou M, Bagdatoglou G и Kontonikas A, 2012, стр.3). До сличних закључака дошли су и Bernoth и Erdogan (2012) који у свом истраживању долазе до закључка да се финансијска криза може приписати следећим факторима: повећаној аверзији према ризику, погоршању фискалног положаја европских влада и повећању цена ризика. Такође, долазе до доказа да је од почетка глобалне финансијске кризе тржишна реакција на фискалну неравнотежу знатно повећана (Bernoth K, Erdogan B, 2010, стр.19).

У свом раду аутори Afonso A, Arghzrou M. и Kontonikas A. (2012) наводе да се за разлику од периода пре кризе, приноси европских владиних обвезница добро објашњавају макроекономским и фискалним основама током кризног периода. Такође, наводе да су макроекономски и

4) Naugh D, Ollivaud P, Turner D (2009): What drives sovereign risk premiums? OECD Economics department working papers No.718. У којем аутори закључују да резултати указују на то да различита фискална политике и посебно њихов утицај на будуће дефиците и однос сервисирања дуга имају важну улогу у објашњавању обвезница спред приноса у еврозони. Ово је замагљено пре финансијске кризе која је почела средином 2007. године, због неуобичајено ниске опште аверзије према ризику. Заиста, важно је напоменути да је ефекат сваког од фискалних променљивих на спред је појачан услед интеракције са општом аверзијом према ризику. Ово сугерише да ће се владе суочити са већом дисциплином финансијских тржишта у наредним годинама, него у периоду пре кризе јер ће општи ризик аверзије вероватно бити већи.

фискални ризици цена значајно обogaћени од марта 2009. године, укључујући интернационални ризик, ризик ликвидности и трансмисиони ризик међу земљама чланицама. Аутори такође наводе да су суверени кредитни рејтинзи значајни у објашњавању спреда, али у односу на макро и фискалну основу њихова улога је ограничена (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр.24).

Током периода кризе тржишта су кажњавала фискални дуг и макро неравнотеже много више него раније. Према Arghyrou и Kontonikas (2012), за разлику од периода пре кризе, када тржиште није одређивало спреда основу макро показатеља (са могућим изузетком очекиваног буџетског дефицита) и међународног фактора ризика, током периода кризе на тржиштима су оба фактора имала утицај на цену, а неколико фактора пре свега фискални односи постали су релевантна одредница спреда (Arghyrou M, Kontonikas A, 2011, стр. 39). Сличне резултате добијају и Bernoth and Erdogan (2010). Повећан фокус на хетерогени фискални учинак и каснијом интеракцијом са међународним факторима ризика је још један велики фактор који објашњава разлику у спредаду међу земљама ЕМУ (Bernoth K, Erdogan B, 2010, стр. 19).

Према истраживању аутора Afonso A, Arghyrou M, Bagdatoglou G. и Kontonikas A. (2012) пре кредитне кризе веза између спреда и међународног финансијског ризика није била активна, док је она статистички значајна детерминанта почетком кредитне кризе у свим узорцима ЕУ земаља. Степен изложености спреда на међународни финансијски ризик, тежи да буде већи у периферним привредама (Afonso A, Arghyrou M, Bagdatoglou G. и Kontonikas A, 2012, стр.10).

Повећањем неизвесности на финансијским тржиштима, аверзија према ризику условила је да се све већа пажња на финансијским тржиштима посвећује макроекономским и фискалним разликама између земаља, то јест процени њиховог кредитног ризика.

Тржишна цена одражава очекивани буџетски равнотежни положај током целог узорка периода, са реакцијом спреда према буџетском дефициту. Међутим, реакција спреда постаје много јача (релативни укупни коефицијент више него дупло) од марта 2009. године. С друге стране, очекивано дуг однос почиње позитивно да утиче на спреда тек од марта 2009. године. Претходно показује да је оче-

кивано фискално погоршање ситуације имало већи ефекат на спред од 2009. године, који је повезан са ескалацијом суверене дужничке кризе (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр. 20). Погоршање фискалних услова подразумева већи кредитни ризик. Дакле, очекује се да ће већа очекивана владина буџетска равнотежа смањити спреда. Насупрот томе, већи очекивани буџетски дефицит позитивно је повезан са спред вредностима. Аутори наводе да очекивани фискални положај није био статистички значајан у објашњењу сувереног ризика у евро областима пре финансијске кризе и да постаје значајан у периоду од 2009. до 2010. године. Постоји значајна хетерогеност у одговору спреда на очекивану буџетску равнотежу у развијеној и периферној групи земаља (Afonso A, Arghyrou M, Bagdatoglou G. и Kontonikas A, 2012, стр.10-11).

Поред износа укупног јавног дуга који игра значајну улогу у одређивању спреда од почетка финансијске кризе, аутори наводе да структура јавног дуга са аспекта рочности има такође утицај на кретање спреда. Овај фактор постаје статистички значајан у периоду кризе. Према истраживању које су спровели, већи удео дугорочног дуга у укупном дугу повезан је са нижим спредом. Између лета 2007. године и пролећа 2009. године, смањење учешћа дугорочног дуга у укупном дугу није кажњено на тржишту у форми високог спреда. Овај налаз може се тумачити у оквиру кретања ка сигурнијим средствима које се догодило током кредитне кризе. У ситуацији високе неизвесности која није подстакнута дугорочним инвестирањем средстава, инвеститори повећавају тражњу за ликвидним краткорочним инструментима, као што су трезорски записи. У исто време, емитенти суверених обвезница имали су подстицај за повећање краткорочних издавања дуга како би се избегао висок трошак дугорочног позајмљивања (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр. 20-21).

Спред владиних обвезница повезан је са ризиком ликвидности. Овај извор ризика односи се на величину и дубину сувереног тржишта обвезница, а обухвата могућност капиталних губитака због ране ликвидације. Неки аутори (Gomez-Puing, 2006, стр. 162; Beber, 2009, стр. 3)<sup>5</sup> сматрају да је ликвидност важна детерминанта приноса спреда. Откривено је да ликвидносни

5) Gomez-Puing, M (2006): Size matters for liquidity: Evidence from EMU sovereign yield spreads. Department de Teoria Economica, Universitat de Barcelona, стр. 162. Закључују да је прилагођени спред Евро подручја земаља у односу на 10-годишњу немачку хартију од вредности доживело просечан раст од 11,98 базних поена након ЕМУ. Резултат до којег је дошао аутор показују да би промене у процени тржишног релативног нивоа величине могле да буду разлог за овакво понашање. Посебно, резултати подржавају постојање нелинеарног односа између релативног нивоа дуга и прилагођеног спреда који је наглашен у ЕМУ. Стога како је Немачко тржиште суверених обвезница друго по величини у еврозони, све државе валутне уније забележиле су пад у њиховој релативној ликвидности који је преведен на више прилагођен spread. Међутим, у садашњем контексту повећане конкуренције међу државним хартијама од вредности еврозоне, њихов успех може бити ограничен у мери њихове ликвидности и величине тржишта.

ефекти јачају током периода затезања финансијских услова и већих каматних стопа, током којих су учесници на тржишту спремни да тргују ниже приносе за високо ликвидносни суверени дуг (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр.7). Ризик ликвидности је углавном утицао на цену обвезница у периферним земљама ЕУ, током суверене дужничке кризе, са повећањем коефицијента у периоду од 2009.године до средине 2010.године. Увођење системског одговора према Европској сувереној дужничкој кризи слаби однос између ликвидности и сувереног ризика. Генерално, резултати показују да су мере предузете на европском нивоу од средине 2010.године, у комбинацији са смањењем изложености међународном ризику у исто време, умерено утицале на спред, уз изузетак Грчке (Afonso A, Arghyrou M, Bagdatoglou G. и Kontonikas A, 2012, стр. 11).

Европска суверена криза је променила перцепцију инвеститора о кредитном ризику и финансирању еврозоне владиних обвезница. Пре кризе, државне обвезнице земаља које се сада сматрају „обвезнице са високим ризиком“ су куповане под условом малог додатног приноса од око 8 базних поена више од немачке обвезнице „risk free“. Од кризе, спред ових евро ареа обвезница у односу на немачке обвезнице показује велико повећање и прелазе вредност од 200 базних поена, што је одраз новог поимања сувереног кредитног ризика и финансијске забринутости. У портфолио контексту ово укључује рекатегоризацију ових државних обвезница од ниског кредитног ризика на виши кредитни ризик у категорију корпоративних обвезница. Висок спред еврозоне државног дуга сада се процењује у односу на друге класе невладиног дуга, као што су корпоративне, банкарске и покривене обвезнице. Стабилност инвеститорске базе посебно је критична детерминанта динамике дуга у еврозони. Редуковање базе инвеститора значајан је фактор у евентуалној одсечености од финансијских тржишта. Страни инвеститори постепено су смањивали изложеност на државним обвезницама високог ризика, кроз активну продају у случају Грчке, Ирске и Португала. Растући државни дуг је углавном апсорбован од стране домаћих банака. Неповољна перцепција ризика од стране инвеститора може током времена да доведе до значајног повећања у трошковима финансирања. Изглед за поједине земље су различити у поновном одређивању цене сувереног дуга, у зависности од односа маргиналних каматних стопа у односу на просечне стопе на тренутни дуг. Привреда се разликује у овом погледу, већина великих економија се суочавала са маргиналним стопама испод просечних стопа,

што није случај са обвезницама Грчке, Ирске и Португалије (IMF, 2011, стр.22-23).

### **Емпиријске анализе и студије о узроцима пораста спредова**

У академској литератури, финансијска зараза је дефинитивно горуће питање и велики проблем, посебно крајем 90-тих. Заиста, током последњих 20 година финансијска тржишта постала су све више међусобно повезана, и услед тога, све осетљивија на заразе. Од 2011. године, уочавамо неке феномене заразе који играју кључну улогу у подстицању суверених дужничких проблема у еврозони (Darolles S, Dudek J, Le Fol G, 2013, стр. 4). Три дефиниције заразе дала је Светска банка: 1. Зараза је међудржавни пренос удара или опште међудржавно преливање ефеката; 2. Зараза је пренос шокова на друге земље или cross-country корелација, ван сваке основне везе између земаља и ширење заједничких шокова; 3. Зараза се јавља када се међудржавне корелације повећавају током кризних времена у односу на корелације током мирних времена. Ова последња је највише рестриктивна дефиниција, али се најчешће користи. Зараза се јавља када се cross-country корелација повећава током проблематичних периода у односу на мирна времена. Forbes and Rigobon (2002) разликују чисту заразу од међузависности. Ова разлика је у самом центру анализе заразе. Заиста, зараза се односи на ко-покрете између тржишта после шока. Међузависност одражава високе унакрсне тржишне везе и током мирних времена и кризе, док чиста зараза значи значајан пораст корелације током финансијске кризе, условљен порастом нестабилности (Forbes K.J. и Rigobon R, 2002, стр. 2259).

Аутори истичу да међузависност настаје од високих унакрсних веза тржишта и током мирних времена и кризе, док чиста зараза проузрокује значајан пораст корелације само у току финансијске кризе. Даље, наводе да је Lehman Brother колапс имао велики утицај на поновни корелациони феномен CDS премије и приноса на обвезницама. Осим тога, аутори наводе да су скокови у вероватноћама, синоним за чисте заразе, који се јављају у исто време. Дакле, поновни проблем корелације на CDS премији и приносима од обвезница је због проблем ликвидности. Због симултаних смена односа индикатора ликвидности, можемо закључити да је постојање проблема финансирања ликвидности довело до проблема чисте заразе. Како су одступања од нуле у основи више повезана током финансијске

кризе, можемо тврдити да су чисти ефекти зараза резултат ликвидносних проблема. Аутори су користили RSDC модел Pelletier (2006) и његов капацитет да издвоје и разликују међузависност и чисту заразу. Закључак аутора је да су догађаји чисте заразе резултат ликвидносних проблема, пре него резултат економске основе (Darolles S, Dudek J, Le Fol G, 2013, стр.29).

У свом раду Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, (2012): „The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU“ наводе да повећање разлика између централних и периферних земаља представља повећање вероватноће неизвршења обавеза и повећање вероватноће будућег спасавања државе од банкрота. Коначно, ово морају финансирати земље које имају мали ризик неизвршења обавеза. Повећање централних и периферних дивергенција указује на агрегирање фискалних ризика на нивоу ЕУ и повећање будућих задуживања централне групе земаља за потенцијалну подршку. Кроз овај канал, повећање дивергенције између развијених и периферних земаља може проузроковати пренос кризе из периферне групе земаља у основну групу. Повећање вероватноће неизвршења огледа се у повећању спреда у односу на развијене земље, што може бити окидач за страх од накнадног неизвршења обавезе у другој периферној земљи. Повећање разлике у спредау између развијених и периферних земаља, изазвано повећањем спреда у одређеној земљи периферије, може изазвати лет капитала из друге периферне земље. Ово може изазвати и повећање очекивања у вези са будућим фискалним перформансама, повећавајући кредитни ризик кроз канале који повезују банкарски ризик са сувереним ризиком. Кроз овај канал, повећање централно-периферног разлика може проузроковати преносе кризе из једне периферне земље на другу (Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, 2012, стр. 16-17).

Кохонен-ова (2012) истраживања су показала да је корелациони коефицијент доживео раст у периоду 2008–2010. године. Кретања корелационих коефицијента спреда државних обавезница за изабрани узорак земаља од 2005. године до јуна 2007. године износила су отприлике око 0,3. До почетка 2009. године корелациони коефицијент је порастао између 0,4 – 0,8, док је 2008–2010. године просечан корелациони коефицијент износио 0,85. Он истиче да са становишта корелационог коефицијента за спред земље показују да глобална и евро криза има исти ефекат на повећање зависности између земаља. Истраживања у овом раду потврдила су да је постојао пренос заразе, као и да је био значајан

пренос ризика од неизвршења обавеза од грчких обавезница до осталих (Kohonen A, 2012, стр.19).

У раду аутора Beirne J. и Fratzscher M, (2012): „The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis“, аутори анализирају разлику између три типа заразе – основне заразе због веће осетљивости финансијских тржишта на постојећим основама, регионалне заразе од интензивирања преливања суверених ризика од земље до земље, и заразе због претеране реакције финансијских тржишта. Кључни налаз ове анализе је да је заиста дошло до основне „заразе“ или „позива на буђење“ заразе, јер су финансијска тржишта постала осетљивија на економске параметре земље током кризе у односу на период пре кризе. Повећање осетљивости је нарочито изражено за GIPSI привреде у Европским периферијама. Главна тачка процене за промене у спредау је раст сувереног спреда у GIPSI економијама као последица два фактора: веће осетљивости финансијских тржишта на постојећим економским основама и погоршање ових економских основа. Важан налаз за све регионе је да су тржишта постала осетљивија на постојећим економским основама, а дошло је и до погоршања економских основа у свим економијама на глобалном нивоу током кризе; економске основе су условљавале раст суверених приноса, не само у GIPSI економијама. Насупрот овоме, регионална зараза путем преливања сувереног ризика у региону није играла значајну улогу током кризе. У ствари, снага преливања сувереног ризика ослабила је током кризе. Регионално преливање током кризе није било занемарљиво, што чини повећање марже од око 100 базних поена за већину ЕМЕ, од око 50 базних поена за основне земље еврозоне. Према ауторима, већи ниво сувереног ризика и раста у периоду кризе објашњаван је економским основама земље, док су регионалне заразе објашњавале много скромнији обим сувереног ризика (Beirne J. и Fratzscher M, 2012, стр. 20-21).

#### **Узрок раста сувереног спреда након кризе 2008 године**

У циљу анализе ефеката преливања и доживљавања утицаја економских основа земље на приносе државних обавезница, поделили смо период јул 1993–децембар 2013. на три под периода: први период од јула 1993. до децембра 2013, други период од јануара 2008. до децембра 2013. године и трећи период од јула 1993–децембра 2007. године. У наредној табели дат је преглед корелације приноса на владине обавезнице изабране групе земаља.

Табела 1. Корелација – јул 1993 – дец. 2013.

		Белгија	Немачка	Шпанија	Француска	Грчка	Ирска	Италија	Холандија	Португал
Белгија	Пеарсонова Корелација	1	,947**	,849**	,982**	,418**	,602**	0,873	,960**	,522**
	значајност		0	0	0	0	0	0	0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Немачка	Пеарсонова Корелација	,947**	1	,707**	,979**	,160*	,375**	,740**	0,996	,257**
	значајност	0		0	0	0,012	0	0	0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Шпанија	Пеарсонова Корелација	,849**	,707**	1	,813**	,738**	,736**	,990**	,728**	,811**
	значајност	0	0		0	0	0	0	0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Француска	Пеарсонова Корелација	,982**	,979**	,813**	1	,302**	,497**	,841**	,987**	,419**
	значајност	0	0	0		0	0	0	0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Грчка	Пеарсонова Корелација	,418**	,160*	,738**	,302**	1	,743**	,698**	,182*	,930**
	значајност	0	0,012	0	0		0	0	0,004	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Ирска	Пеарсонова Корелација	,602**	,375**	,736**	,497**	,743**	1	,709**	,413**	,852**
	значајност	0	0	0	0	0		0	0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Италија	Пеарсонова Корелација	,873**	,740**	,990**	,841**	,698**	,709**	1**	,759**	,785**
	значајност	0	0	0	0	0	0		0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Холандија	Пеарсонова Корелација	,960**	,996**	,728**	,987**	,182**	,413**	,759**	1**	,291**
	значајност	0	0	0	0	0,004	0	0		
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246
Португал	Пеарсонова Корелација	,522**	,257**	,811**	,419**	,930**	,852**	,785**	,291**	1
	значајност	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	N	246	246	246	246	246	246	246	246	246

Корелационе коефицијенте смо добили коришћењем статистичког програма SPSS а податке о кретању каматних стопа у временском периоду од јула 1993 – децембра 2012 смо преузели са следећег сајта

<http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn3146>

\*\* Корелација значајна на нивоу 0,01

\* Корелација значајна на нивоу 0,05

Претходна табела показује да су развијеније земље еврозоне имале висок коефицијент међусобне корелације у целокупном анализираним периоду. Висок коефицијент корелације је карактеристичан за Немачку, Француску, Италију, Белгију и Холандију. Друга група земаља, такозване GIPSI земље, показивала је висок коефи-

цијент корелације својих приноса од обавезница. Високи коефицијенти корелације карактеристични су за Грчку, Португалију, Шпанију, Италију и Ирску. Претходни резултати су веома занимљиви за Италију која показује високе коефицијенте корелације са свим земљама у узорку. Повезаност кретања приноса на обвез-

ницама Италије са осталим земљама у узорку указује на то да би криза и повећање приноса на овим обвезницама могли да услове ефекат заразе који није ограничен на периферију монетарне уније.

У Табели 2. дат је преглед података у периоду од јула 1993. до децембра 2007. године.

Подаци презентовани у претходној табели, за период од јула 1993. године до децембра 2007. године, показују да су све земље у узорку

**Табела 2. Корелација - јул 1993 - децембар 2007.**

		Белгија	Немачка	Шпанија	Француска	Грчка	Ирска	Италија	Холандија	Португал
Белгија	Пеарсонова Корелација	1	,992**	,963**	,989**	,904**	,985**	0,949	,990**	,962**
	значајност		0	0	0	0	0	0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Немачка	Пеарсонова Корелација	,992**	1	,956**	,991**	,878**	,992**	,944**	0,997	,950**
	значајност	0		0	0	0	0	0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Шпанија	Пеарсонова Корелација	,963**	,956**	1	,971**	,921**	,976**	,997**	,948**	,997**
	значајност	0	0		0	0	0	0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Француска	Пеарсонова Корелација	,989**	,991**	,971**	1	,866**	,991**	,960**	,993**	,965**
	значајност	0	0	0		0	0	0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Грчка	Пеарсонова Корелација	,904**	,878**	,921**	,866**	1	,888**	,915**	,853**	,935**
	значајност	0	0	0	0		0	0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Ирска	Пеарсонова Корелација	,985**	,992**	,976**	,991**	,888**	1	,968**	,987**	,968**
	Значајност	0	0	0	0	0		0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Италија	Пеарсонова Корелација	,949**	,944**	,997**	,960**	,915**	,968**	1**	,933**	,994**
	значајност	0	0	0	0	0	0		0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Холандија	Пеарсонова Корелација	,990**	,997**	,948**	,993**	,853**	,987**	,933**	1**	,941**
	значајност	0	0	0	0	0	0	0		0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174
Португал	Пеарсонова Корелација	,962**	,950**	,997**	,965**	,935**	,968**	,994**	,941**	1
	значајност	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Н	174	174	174	174	174	174	174	174	174

Корелационе коефицијенте смо добили коришћењем статистичког програма SPSS а податке о кретању каматних стопа у временском периоду од јула 1993 – децембра 2012 смо преузели са следећег сајта <http://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=bbn3146>

\*\* Корелација значајна на нивоу 0,01

\* Корелација значајна на нивоу 0,05

међусобно имале високе коефицијенте корелације. Ови резултати потврђују тезу да су у предкризном периоду тржишта оцењивала владине обвезнице као ослобођене ризика и нису поклањала велику пажњу макроекономским индикаторима. Тек у периоду кризе јавља се позив за буђење, у којем финансијска тржишта све већу пажњу посвећују економској основи земље. Претходни подаци потврђују налазе аутора да тржишта нису обрађала посебну пажњу на стање државних финансија, рејтинг земље, висину нето обавеза владе, кретање спољњег биланса и остале макроекономске параметре.

У Табели 3. дат је преглед коефицијента корелације за кретање приноса у државним обвез-

ницама у периоду од јануара 2008. до децембра 2013. године.

Период од јануара 2008.године до децембра 2013.године важно је анализирати узимајући у обзир поделу на развијене земље и периферне земље Европске уније. Развијене земље су показивале снажну међусобну корелацију, док су периферне земље Европске уније показивале корелацију супротног смера. Посебно је занимљив висок коефицијент корелације између Грчке, Шпаније, Италије и Португалије. Грчка показује високе коефицијенте корелације, посебно са Шпанијом, Португалијом и Италијом, док са Ирском има умерени коефицијент корелације, као и остале наведене земље. Ово указује на то да кретање приноса грчких обвез-

**Табела 3. Корелација - јануар 2008 - децембар 2013.**

		Белгија	Немачка	Шпанија	Француска	Грчка	Ирска	Италија	Холандија	Португал
Белгија	Пеарсонова Корелација	1	,798**	-0,106	,919**	-,242*	,433**	0,267	,829**	-0,034
	значајност		0	0,374	0	0,041	0	0,023	0	0,777
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Немачка	Пеарсонова Корелација	,798**	1	-,508**	,954**	-,690**	-0,008	-,280**	0,989	-,569**
	значајност	0		0	0	0	0,944	0,017	0	0
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Шпанија	Пеарсонова Корелација	-0,106	-,508**	1	-,343**	,857**	,539**	0,79	-,496**	,809**
	значајност	0,374	0		0,003	0	0	0	0	0
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Француска	Пеарсонова Корелација	,919**	,954**	-,343**	1	-,510**	0,127	-,020**	,967**	-,359**
	значајност	0	0	0,003		0	0,288	0,866	0	0
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Грчка	Пеарсонова Корелација	-,242*	-,690**	,857**	-,510**	1	,505**	,735*	-,673**	,918**
	значајност (2- tailed)	0,041	0	0	0		0	0	0	0
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Ирска	Пеарсонова Корелација	,433**	-0,008	,539**	0,127	,505**	1	,510**	0,015	,665**
	значајност	0	0,944	0	0,288	0		0	0,899	0
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Италија	Пеарсонова Корелација	,267*	-,280*	,790**	-0,02	,735**	,510**	1*	-,230*	,807**
	значајност	0,023	0,017	0	0,866	0	0		0,052	0
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Холандија	Пеарсонова Корелација	,829**	,989**	-,496**	,967**	-,673**	0,015	-,230**	1**	-,543**
	значајност	0	0	0	0	0	0,899	0,052		
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72
Португал	Пеарсонова Корелација	-0,034	-,569**	,809**	-,359**	,918**	,665**	,807**	-,543**	1
	значајност	0,777	0	0	0,002	0	0	0	0	
	Н	72	72	72	72	72	72	72	72	72

Корелационе коефицијенте смо добили коришћењем статистичког програма SPSS, а податке о кретању каматних стопа у временском периоду од јула 1993. до децембра 2012. смо преузели са следећег сајта: <http://sdw.ecb.evrora.eu/browse.do?node=bbn3146>.

\*\* Корелација значајна на нивоу 0,01

\* Корелација значајна на нивоу 0,05

ца навише или кредитни шокови у овој земљи могу проузроковати ефекат преливања у Шпанији, Португалији и Италији, док су ефекти на ирску обвезницу мањег интензитета. У случају кредитних шокова у Грчкој према презентованим коефицијентима највише могу профитирати Немачка, Холандија и Француска. Грчка је имала корелацију супротног смера са развијеним земљама еврозоне, што је условљавало да раст у приносима ових обвезница производи кретање капитала и пад приноса обвезница развијених земаља еврозоне. Коефицијенти корелације су показали у периоду кризе међусобно груписање и поделу земаља погођених кризом државних финансија и земаља са стабилним државним финансијама. Земље се групишу у складу са својим макроекономским параметрима, као и вероватноћом неизвршења односно степеном суверене кризе. Анализирајући кретање корелационих коефицијента у складу са поделом на земље погођене кризом државног буџета и земље које нису погођене кризом, можемо закључити да није дошло до повећања коефицијента корелације између земаља са слабијим макроекономским показатељима у периоду кризе у односу на предкризни период.

Сумирани резултати показују да се током грчке кризе тржишно расположење мења према земљама Европске уније. Пре кризе постојали су позитивни ефекти еврозоне, тако да заједничка валута штити њене чланове од сувереног ризика заразе и индивидуалних карактеристика. Међутим, евро чланство постаје ограничавајуће у току грчке кризе, која се у суштини претвара у евро питање. Уз изузетак осетљивости на финансијски ризик, улога рација јавног дуга за заразе и индивидуални ризик је појачана током кризе. Реална економија и тржиште рада постају важнији за суверени ризик током кризе, као и смањење индустријске производње. Већа незапосленост, која није била повезана са сувереним ризиком пре кризе, постаје повезана са вишом нестабилношћу спред обвезница и заразама. Једно од могућих тумачења политичке економије је да консолидација фискалног и текућег рачуна, висок ниво незапослености, доводе до тежег спровођења и одржавања фискалне консолидације. Вести о кредитном рејтингу који није утицао на суверени спред у нормалним временима значајно утичу на суверени ризик током кризе. Докази презентовани у овом истраживању подржавају закључак да су после дугог периода „бенигног занемаривања“ у еврозони, финансијска тржишта реаговала на индивидуалне карактеристике земаља (Manasse P, Zavalloni L, 2013, стр. 33).

Корелацију између одабране групе земаља је посебно у периоду кризе важно анализирати узимајући у обзир поделу на земље суочене са високим повраћањем приноса државних обвезница и земље

чија нестабилност приноса је мања, с обзиром да је ефекат преливања кризе државних финансија у овим земљама условио и кризу финансијског система. Ова група земаља суочена је са успореним растом привреде и рецесивним кретањима њихове економије. Међу земљама наведене групе издваја се Грчка, која је највише погођена кризом државних финансија и чији финансијски сектор је угрожен услед рецесивног кретања привреде и кризе државних финансија. Шпанија, Португалија и Ирска су такође земље са високим спредом државних обвезница. Пример Грчке представља екстремни пример јер постоји како криза државног буџета, тако и финансијског система у целини. Остале земље се издвајају по томе што је криза финансијског система утицала на кризу државног буџета, која није драматична као у случају Грчке. Пример оваквих држава су Шпанија, Ирска и Португалија.

### Закључак

Европски ток кризе јавног дуга изазива позив за више глобалне и усаглашене интервенције да се заустави посебно заразно ширење кризе из земаља и региона. Корелациони коефицијенти презентирани у овом раду показују да ефекат преливања није играо значајну улогу током кризе државних финансија у Еврозони. Узорак земаља и њихови корелациони коефицијенти нису показали раст у кризном периоду у односу на пред кризни период. Имајући у виду претходно, можемо закључити да су финансијска тржишта постала осетљивија на економске параметре земље током кризе у односу на период пре кризе, као и да је дошло до погоршања економских основа.

Резултати спроведене анализе нису потврдили тезу да је дошло до повећања прекограничне корелације током кризних времена у односу на корелацију у мирним временима, у складу са последњом дефиницијом Светске банке. Ова дефиниција подразумева да се зараза јавља када се међудржавне корелације повећавају током проблематичних периода у односу на мирна времена. Резултати анализе показали су да регионална зараза путем преливања сувереног ризика у региону није играла значајну улогу током кризе. Међутим, претходно презентовани подаци показују да је постојала зараза због претеране реакције финансијских тржишта и потенцијалних ризика.

Одређени број аутора истиче да је ризик ликвидности утицао на цену обвезница у периферним земљама. Међутим, ризик ликвидности обвезница директна је последица кредитног квалитета који одређују макроекономски параметри анализираних земаља. Имајући претходно истакнуто у виду, ликвидност на тржишту обвезница проистиче из макроекономских параметара земље и спремнос-

ти инвеститора да прихвате ризик улагањем у одређену хартију од вредности.

Препорука за стабилност кретања спредова и смањење спредова државних обвезница је осигурање фискалне дисциплине и дугорочне одрживости јавних финансија. Ово упућује на закључак да је потребно обезбедити секундарну ликвидност за обвезнице посебно погођених земаља, која ће утицати на смањење флукуације кретања спредова државних обвезница. Претходно презентовано истраживање показује да су ефекти преливања између земаља имали мали ефекат на кретање приноса државних обавезница. С обзиром на претходно наведено, сматрамо да креатори макроекономске политике морају пажњу усмерити на побољшање макроекономских показатеља земаља погођених кризом државних финансија.

Значај одрживости државних финансија условио је реструктурирање државног дуга Грчке, што је показало да су неодрживе јавне финансије основни узрок кретања спредова навише за државне хартије од вредности. Успех грчког реструктурирања показује да је уредно реструктурирање заиста могуће у Европи, чак и под изузетно тешким условима. Реструктурирање дуга од добровољних или блажих услова него у Грчкој стекло је веродостојност као инструмент за решавање кризе у Европи<sup>6</sup>. У складу са претходно наведеним намеће се закључак да је фискална политика једна од главних одредница кретања спредова државних обвезница, па се дефинисање фискалне дисциплине са тог аспекта намеће као основни параметар деловања разборите фискалне политике.

### Литература

1. Afonso A, Arghzrou M, Kontonikas A, (2012): "The determinants of sovereign bond yield spreads in the EMU". ISEG Economics Working Paper No. 36/2012/DE/UECE. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2223140>
2. Afonso A, Arghyrou M, Bagdatoglou G. и Kontonikas A. (2012): "On the time-varying relationship between EMU sovereign spreads and their determinants", School of Economics and Management – University of Lisbon.
3. Acharya V, Drechsler, Schnabl P, (2011): "A pyrrhic victory?—Bank bailouts and sovereign credit risk", National bureau of economic reserch, CEPR Discussion Papers 8679.
4. Arghyrou M, Kontonikas A, (2011): "The EMU sovereign-debt crisis: fundamentals, expectations and contagion". Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Elsevier, vol. 22(4)
5. Barrios S, Iversen P, Lewandowska M, and Setzer R, (2009): "Determinants of intra – euro area government bond spreads during the financial crisis". Economic paper 388.
6. Beirne J. and Fratzscher M. (2013): "The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis". ECB, Working paper series, no 1625
7. Beber A, Brandt M, Kavajecz K. (2009): "Flight to Quality or Flight to liquidity? Evidence from the Euro-Area bond market", The Review of Financial Studies / v 22 n.3
8. Bernoth K, Erdogan B, (2010): "Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach" European University Viadrina Frankfurt.
9. Бобетко А, Думичић М. и Фонда Ј, (2011): "Утицај прорачунског мањака и јавног дуга на трошкове задуживања државе".
10. Darolles S, Dudek J, Le Fol G, (2013): "Liquidity contagion the emerging sovereign debt markets example". Universite Paris-Dauphine - DRM-CEREG, National Institute of Statistics and Economic Studies (INSEE)
11. Forbes K. J. and Rigobon R, (2002): "No contagion, only interdependence. Measuring stock market comovements", Journal of Finance, 57 (5)
12. Gerlach S, Shulz A, Wolff G, (2010): "Banking and sovereign risk in the euro area", Economic Studies 9/2010, Deutsche Bundesbank.
13. Gomez-Puing M, (2006): "Size matters for liquidity: Evidence from EMU sovereign yield spreads", Department de Teoria Economica, Universitat de Barcelona.
14. Hallett A, Oliva J, (2013): "The importance of trade and capital imbalnces in the European debt crisis", Peterson institute for international Economics.
15. Haugh D, Ollivaud P, Turner D, (2009): "What drives sovereign risk premiums?" OECD Economics department working papers No.718.
16. IMF – "Global financialy stabiliti report", April 2011.
17. Kohonen A, (2012): Transmission of Government default risk in the Eurozone. Helsinki Center of Economic Research,
18. Manasse P, Zavalloni L, (2013): "Sovereign contagion in Europe: Evidence form the CDS market" Alma mater sudiorum-Universita di Bologna.
19. Zettelmeyer J, Trebesch C, Gulati M, (2012): "The Greek debt exchange: An autopsy" Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 2013-13-8.

6) Zettelmeyer J, Trebesch C, Gulati M (2012): The Greek debt exchange: An autopsy. срп. 3



# САВЕЗ РАЧУНОВОЂА И РЕВИЗОРА СРБИЈЕ

Serbian Association of Accountants and Auditors

## Рачуноводство д.о.о.



Додатне информације: (011) 3238 611, 3345 001, 3241 948, 3344 447  
факс: 3345-527, 3231-220

# САВЕЗ РАЧУНОВОЂА И РЕВИЗОРА СРБИЈЕ

ул. Њеѓошева бр. 19  
Београд



# ИНСТИТУТ ЗА РАЧУНОВОДСТВО И РЕВИЗИЈУ

ул. Добрачина бр. 30  
Београд

У сарадњи са грушћивом рачуновођа у вашем граду организују

## СТАЛНУ ШКОЛУ РАЧУНОВОДСТВА

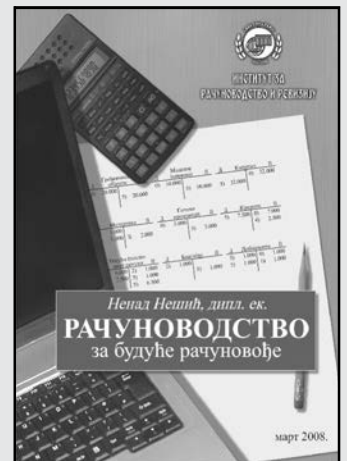
Цена курса са литературом и урачунатим ПДВ: 25.000 динара по полазнику.  
(могућност плаћања у 2 рате)

Почетак курса по формирању групе. Настава се одржава три пута недељно  
(понедељак среда и петак у поподневним часовима).

Полазници добијају уверење по завршеном курсу. Посебно препоручујемо похађање овог  
курса кандидатима за стицање професионалних звања у рачуноводству.

У Институту за рачуноводство и ревизију ради професионалан  
и стручан кадар са вишегодишњим искуством, а по потреби  
ангажујемо већи број спољних сарадника, који ефикасно  
пружају следеће услуге:

- учешће у тимовима за ревизију финансијских извештаја
- консалтинг из области рачуноводства, пореских прописа
- израде бизнис плана
- процена вредности капитала и имовине
- остале услуге из области рачуноводства и пословних финансија



Пријава и информације: Београд, 011 2628-180 и 3282-834; факс: 011 2624-915



САВЕЗ РАЧУНОВОЂА  
И РЕВИЗОРА СРБИЈЕ  
ул. Њеѓошева бр. 19  
Београд

## ПОЧЕТНИ КУРС ЗА ОБАВЉАЊЕ ПОСЛОВА У РАЧУНОВОДСТВУ

(50 часова + литература)

почетак курса: **15.12.2014.**

Настава се одржава три пута недељно  
(понедељак, среда и петак у поподневним часовима)  
Полазници добијају уверење по завршеном курсу.

Курс се одржава у Београду, Нишу, Новом Саду и Зрењанину  
и у Друшћивима РР где се пријави више од 20 полазника

Пријава и информације: Београд, 011 2628-180 и 3282-834; факс: 011 2624-915 Нови Сад, 064 4648-334



ИНСТИТУТ ЗА  
РАЧУНОВОДСТВО И РЕВИЗИЈУ  
ул. Добрачина бр. 30  
Београд

Образац пријаве може се преузети са сајта Института [www.irr.co.rs](http://www.irr.co.rs)



SABEZ RAČUNOVOĐA I REVIZORA SRBIJE  
Serbian Association of Accountants and Auditors



DP Products d.o.o.

(011) 3224 100  
3344 475  
3348 831  
fax: 3348 849  
office@dpp.rs

Računarska oprema,  
bazni i antivirus softver  
po najpovoljnijim cenama

standard RSS 33

# BIZNISOF 5.00

Poslovno-računovodstveni paket za kompletno poslovanje preduzeća i preduzetnika

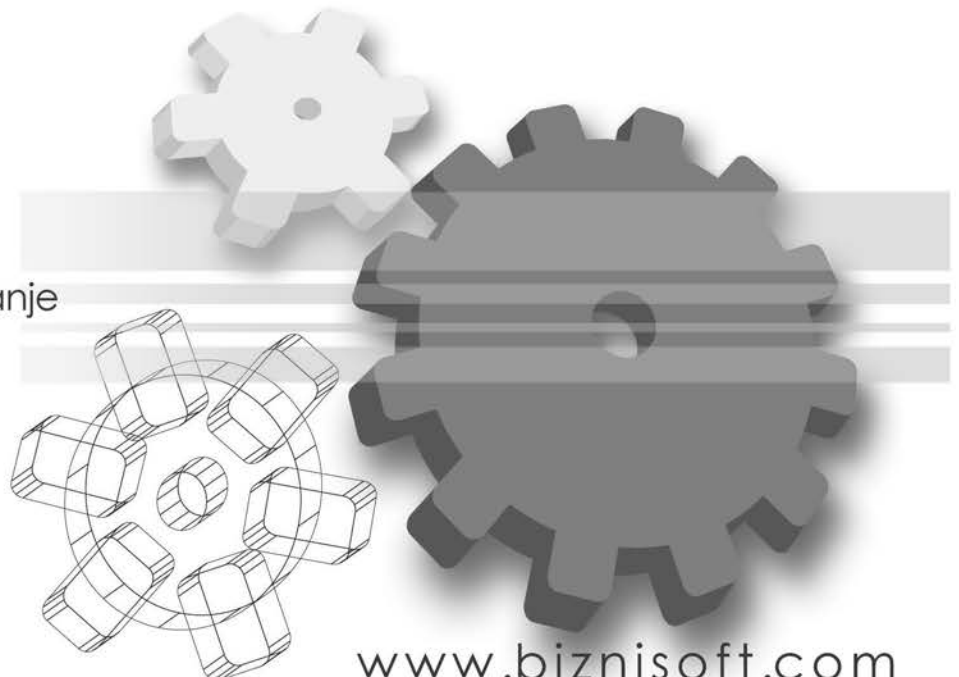
- cena paketa

**BIZNISOF**

za 3 računara u lokalnoj mreži:

- za mala preduzeća i preduzetnike 390 eur +pdv
- za srednja preduzeća 450 eur +pdv

- Šifarski sistem i standardi
- Finansijsko poslovanje
- Robno-trgovinsko poslovanje
- Finansijska operativa
- Proizvodnja
- Servis i popravke
- Obračun zarada
- Upravljanje kadrovima
- Stalna sredstva
- Administracija
- Specifični podsistemi



[www.biznisoft.com](http://www.biznisoft.com)

НОВО ИЗДАЊЕ

# НАЈНОВИЈИ АНАЛИТИЧКИ КОНТНИ ПЛАН за привредна друштва, задруге и предузетнике ИЗДАЊЕ ЗА 2014.



Објављен је најновији Аналитички контни план за привредна друштва, задруге, друга правна лица и предузетнике, усклађен са *Правилником о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге и предузетнике* ("Сл. гласник РС", бр. 95/14).

Аналитички контни план омогућава пуну примену Најновијег контног оквира, и приказује новопрописана konta детаљно рашчлањено. Примена Аналитичког контног плана омогућава вођење одговарајуће аналитичке евиденције у књиговодству у складу са правилима која важе при састављању финансијских извештаја на дан 31.12.2014. године за привредна друштва, задруге и предузетнике.

Уз Аналитички контни план објављујемо и *Закон о рачуноводству и Правилник о Контном оквиру и садржини рачуна у Контном оквиру за привредна друштва, задруге и предузетнике* који укључује и шему за прекњижавање са старих на нове рачуне.

## ЦЕНА АНАЛИТИЧКОГ КОНТНОГ ПЛАНА

За претплатнике *РАЧУНОВОДСТВЕНЕ ПРАКСЕ*, чланове Савеза РР Србије, Удружења пружалаца рачуноводствених услуга, Асоцијације интерних ревизора и кандидате за стицање професионалних звања Савеза РР Србије

900

За остале заинтересоване купце

1.800

тел: 011 / 3233 088, факс: 3231 220, [www.srrs.rs](http://www.srrs.rs), [www.praksa.rs](http://www.praksa.rs)