

UNIVERZITET U BEOGRADU

EKONOMSKI FAKULTET

Marina M. Vasilic

**FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE O
PERFORMANSAMA GRUPE I
EKONOMSKA REALNOST:
KONSOLIDOVANI FINANSIJSKI IZVEŠTAJI
VS. POJEDINAČNI FINANSIJSKI IZVEŠTAJI
MATIČNOG PREDUZEĆA**

doktorska disertacija

Beograd, 2021

UNIVERSITY OF BELGRADE

FACULTY OF ECONOMICS

Marina M. Vasilic

**FINANCIAL REPORTING ON
GROUP PERFORMANCE AND
ECONOMIC REALITY:
CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS
VS. SEPARATE FINANCIAL STATEMENTS OF
THE PARENT COMPANY**

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2021

Mentor: dr Dejan Malinić, redovni profesor
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Članovi komisije: dr Aleksandra Nojković, redovni profesor
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

dr Dejan Spasić, redovni profesor
Univerzitet u Nišu, Ekonomski fakultet

dr Marija Pantelić, docent
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

Datum odbrane: _____

Rad na doktorskoj disertaciji dugotrajan je, izazovan i mukotrpan put.

Želim da se zahvalim onima koji su mi pomogli da taj put uspješno pređem.

Pre svega, iskreno se zahvaljujem mentoru, prof.dr Dejanu Maliniću, na njegovoj veri u mene kao kandidata, kao i na kontinuiranoj i nesebičnoj podršci tokom doktorskih studija i rada na disertaciji.

Zahvaljujem se članovima komisije, prof.dr Dejanu Spasiću i doc.dr Mariji Pantelić, na saradnji tokom izrade disertacije i konstruktivnim komentarima i sugestijama.

Posebnu zahvalnost dugujem članu komisije, prof.dr Aleksandri Nojković, na velikoj pomoći u prevazilaženju metodoloških izazova u oblasti ekonometrijske analize i izraženo kolegijalnom pristupu.

Neizmernu zahvalnost izražavam i mojoj porodici i mojim najbližima, na beskrajnom razumevanju, ljubavi i svesrdnoj podršci svih ovih godina, tokom kojih sam koračala ovim uzbudljivim i, ipak, lepim putem.

FINANSIJSKO IZVEŠTAVANJE O PERFORMANSAMA GRUPE I EKONOMSKA REALNOST: KONSOLIDOVANI FINANSIJSKI IZVEŠTAJI VS. POJEDINAČNI FINANSIJSKI IZVEŠTAJI MATIČNOG PREDUZEĆA

SAŽETAK

Predmet istraživanja u ovom radu je sistem finansijskog izveštavanja o performansama grupa, kao informaciona podrška odlučivanju postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matice. U radu se ispituju razlike u kvalitativnim svojstvima rezultata grupe i matične kompanije, tj. njihovom korisnom potencijalu za procenu iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo. Empirijskim istraživanjem obuhvaćena su matična društva listirana na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala, u državama nastalim raspadom Jugoslavije. Istraživanje ima za cilj da pruži odgovor na pitanje da li, u analiziranom izveštajnom okruženju, konsolidovani finansijski izveštaji zaista poseduju superiorna informaciona svojstva za zainteresovane korisnike, u odnosu na pojedinačne izveštaje matice, kao i da li pojedinačni izveštaji matice unapređuju odlučivanje zainteresovanih korisnika kada se koriste zajedno sa konsolidovanim izveštajima. U cilju ispitivanja specifičnih kvalitativnih svojstava rezultata analiziranih matičnih kompanija i njihovih grupa, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela. Empirijski je dokazano da su rezultati grupe više perzistentni u odnosu na rezultate matice, kao i da rezultati matice obezbeđuju značajan inkrementalni doprinos ukupnoj vrednosnoj relevantnosti i perzistentnosti. Osim toga, utvrđeno je da rezultati grupe i matične kompanije nisu pravovremeni u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice, kao i da ne postoji izražena superiornost vrednosne relevantnosti konsolidovanih rezultata. Primenom odgovarajućih indikatora upravljanja rezultatom, dokazano je da su rezultati matične kompanije više podložni ciljanom uobličavanju od strane rukovodstva, u odnosu na rezultate grupe kao celine.

Ključne reči: konsolidovani finansijski izveštaji, pojedinačni izveštaji matične kompanije, kvalitet dobitka, vrednosna relevantnost, perzistentnost, pravovremenost, upravljanje dobitkom.

Naučna oblast: Ekonomske nauke

Uža naučna oblast: Računovodstvo i poslovne finansije

JEL klasifikacija: G32, G35, M41, M48

UDK: 658.14/.17(043.3)

FINANCIAL REPORTING ON GROUP PERFORMANCE AND ECONOMIC REALITY: CONSOLIDATED FINANCIAL STATEMENTS VS. SEPARATE FINANCIAL STATEMENTS OF THE PARENT COMPANY

ABSTRACT

The subject of this paper is the system of financial reporting on group performance, as an informational decision-making support for existing and potential investors and creditors of the parent company. The paper examines the differences between the group's and the parent company's earnings quality attributes i.e. their useful potential for the assessment of the amount, timing and uncertainty of the expected future net cash inflows to the parent company. The empirical analysis was conducted on the sample of parent companies listed on underdeveloped capital markets, in countries formed after the breakup of Yugoslavia. The aim of the research was to answer the question whether, in the analyzed reporting environment, consolidated financial statements truly possess superior informational qualities for interested users, compared to separate financial statements of the parent company, as well as whether separate financial statements of the parent company improve the decision-making of interested users, when they are used together with consolidated statements. Specific quality attributes of the analyzed parent companies' and their groups' earnings were examined using the econometric analysis of panel data. Empirically, it has been proved that group's earnings are more persistent than earnings of the parent company, and that parent company's earnings provide significant incremental contribution to the overall value relevance and persistence. Additionally, it has been determined that earnings of the group and the parent company lack timeliness when it comes to recognition of the real changes in the economic performance of the parent company, and that there is no significant superiority in value relevance of consolidated earnings. Using the appropriate earnings management indicators, it has been proved that parent company's earnings are more susceptible to management's smoothing and target beating techniques, comparing to earnings of the group as a whole.

Keywords: consolidated financial statements, separate financial statements of the parent company, quality of earnings, value relevance, persistence, timeliness, earnings management.

Scientific field: Economic sciences

Scientific subfield: Accounting and corporate finance

JEL classification: G32, G35, M41, M48

UDC: 658.14/.17(043.3)

SADRŽAJ

UVOD	1
I TEORIJSKA UTEMELJENOST ZNAČAJA RAČUNOVODSTVENIH INFORMACIJA	8
1. TEORIJSKA OSNOVA ZA RAZUMEVANJE ZNAČAJA EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA	8
1.1. Izgradnja teorije eksternog finansijskog izveštavanja	8
1.2. Računovodstvena teorija i vrednosne implikacije eksternog finansijskog izveštavanja	10
1.3. Teorijska podloga regulative eksternog finansijskog izveštavanja	13
2. CILJEVI EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA I MOGUĆNOST NJIHOVE OPERACIONALIZACIJE	16
2.1. Istorijski osvrt na razvoj ciljeva eksternog finansijskog izveštavanja	16
2.2. Savremeni pogled na ciljeve eksternog finansijskog izveštavanja	18
2.3. Investicione odluke kao referentni okvir opšteg cilja eksternih finansijskih izveštaja	20
2.4. Informacione potrebe primarnih korisnika kao vodič za operacionalizaciju opšteg cilja eksternih finansijskih izveštaja	23
3. KLJUČNE DETERMINANTE EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA	26
3.1. Infrastruktura eksternog finansijskog izveštavanja	27
3.2. Ekonomski motivi rukovodstva kao faktor eksternog finansijskog izveštavanja	30
4. FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNI INTERESI USLOVLJENI ZAHTEVIMA TRŽIŠTA KAPITALA	33
4.1. Eksterni finansijski izveštaji kao medij tržišta kapitala	34
4.2. Korporativna obelodanjivanja i alternativni izvori informacija za tržište kapitala	37
II KONSOLIDOVANJE KAO PREDUSLOV KVALITETNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O PERFORMANSAMA GRUPE PREDUZEĆA	42
1. TEORIJSKA OSNOVANOST FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O PERFORMANSAMA GRUPE PREDUZEĆA	42
2. OGRANIČENJA ISKAZNE MOĆI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ČLANICA GRUPE KAO MOTIV ZA KONSOLIDACIJU	46
2.1. Vrednovanje investicija matice u kapital zavisnih društava	47
2.2. Odmeravanje rezultata matice po osnovu upravljanja zavisnim društvima	50
2.3. Pripadnost grupi kao faktor ograničenja iskazne moći pojedinačnih finansijskih izveštaja članica	52

3.	PREMISE KONSOLIDOVANJA U FUNKCIJI REALIZACIJE OPŠTEG CILJA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA GRUPE	54
3.1.	Respektovanje specifičnih računovodstvenih principa grupe kao izveštajnog entiteta	54
3.2.	Harmonizacija lokalnih računovodstvenih politika članica grupe	57
3.3.	Izgradnja konzistentnih računovodstvenih procedura i usklađene organizacije sistema finansijskog izveštavanja članica grupe	60
4.	INFORMACIONI RIZICI KONSOLIDOVANIH FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	61
4.1.	Definisanje granica grupe preduzeća kao izveštajnog entiteta	62
4.2.	Rizici konsolidovanih informacija kao osnove investicionog odlučivanja primarnih korisnika	65
5.	SPECIFIČNOSTI DUALNOG SISTEMA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA	67
III	DETERMINANTE INFORMACIONOG KAPACITETA KONSOLIDOVANIH FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA	72
1.	FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNE IMPLIKACIJE STICANJA KONTROLE U POSLOVNOJ KOMBINACIJI	72
1.1.	Metod sticanja i odmeravanje finansijskih efekata preuzimanja kontrole	72
1.2.	Finansijsko-izveštajni izazovi prve konsolidacije novog subsidijara	77
2.	POTPUNO KONSOLIDOVANJE KAO OSNOVA RELEVANTNOG I FER PRIKAZA PERFORMANSI GRUPE	83
3.	IMPLIKACIJE METODA UDELA NA INFORMACIONI KAPACITET KONSOLIDOVANIH IZVEŠTAJA	88
4.	OBELODANJIVANJA U KONSOLIDOVANIM IZVEŠTAJIMA KAO IZVOR INFORMACIJA ZA PRIMARNE KORISNIKE MATICE	94
IV	KVALITATIVNA SVOJSTVA FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNIH INFORMACIJA O PERFORMANSAMA GRUPE PREDUZEĆA	101
1.	KVALITATIVNE KARAKTERISTIKE FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNIH INFORMACIJA U FUNKCIJI ISPUNJENJA OPŠTEG CILJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA	101
2.	INFORMACIONI RIZICI I POSLEDICE NARUŠENOG KVALITETA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA	108
3.	MOGUĆNOSTI SPREČAVANJA UZROKA KREATIVNE RAČUNOVODSTVENE PRAKSE U SISTEMU EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA	118
4.	SPECIFIČNA SVOJSTVA INFORMACIJA O REZULTATU U FUNKCIJI MERENJA KVALITETA FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNIH INFORMACIJA O PERFORMANSAMA GRUPE	127
4.1.	Vrednosna relevantnost rezultata	129
4.2.	Perzistentnost rezultata	131
4.3.	Pravovremenost rezultata	133
4.4.	Otpornost rezultata na diskreciono upravljanje	138
V	EMPIRIJSKA ANALIZA INFORMACIONE NADMOĆI KONSOLIDOVANIH FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA U SISTEMU EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA ZEMALJA BIVŠE JUGOSLAVIJE	142
1.	KONTEKST ISTRAŽIVANJA	142
2.	FORMULISANJE ISTRAŽIVAČKIH HIPOTEZA	145
2.1.	Hipoteze o vrednosnoj relevantnosti rezultata	146
2.2.	Hipoteze o perzistentnosti rezultata	149
2.3.	Hipoteza o pravovremenosti rezultata	151
2.4.	Hipoteza o otpornosti rezultata na diskreciono upravljanje	153

3. METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA	155
3.1. Opis uzorka i izvori podataka	156
3.2. Metodološki okvir istraživanja kvalitativnih atributa rezultata grupe i matičnog društva	159
3.2.1. Vrednosna relevantnost rezultata	159
3.2.2. Perzistentnost rezultata	162
3.2.3. Pravovremenost rezultata	164
3.2.4. Otpornost rezultata na diskreciono upravljanje	167
4. REZULTATI EMPIRIJSKE ANALIZE	169
4.1. Vrednosna relevantnost rezultata grupe i matičnog društva	169
4.2. Perzistentnost rezultata grupe i matičnog društva	174
4.3. Pravovremenost rezultata grupe i matičnog društva	177
4.4. Otpornost rezultata grupe i matičnog društva na diskreciono upravljanje	180
5. OGRANIČENJA I MOGUĆI PRAVCI DALJIH ISTRAŽIVANJA	182
ZAKLJUČAK	186
LITERATURA	191
PRILOG 1	202
PRILOG 2	209
<i>Biografija autora</i>	217
<i>Izjava o autorstvu</i>	218
<i>Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada</i>	219
<i>Izjava o korišćenju</i>	220

UVOD

Problematika finansijskog izveštavanja i kvaliteta obelodanjenih informacija o korporativnim entitetima, odnosno njihove upotrebljivosti za donošenje racionalnih ekonomskih odluka u uslovima rizika i neizvesnosti, postaje izuzetno važno i kompleksno pitanje tokom poslednje decenije, a naročito nakon otkrivanja velikih finansijskih skandala i izbijanja finansijske krize 2008. godine. Izmenjeni tržišni ambijent u uslovima globalizacije, sveopšte umreženosti na planetarnom nivou i stalnih promena, iznedrio je nove oblike organizovanja i udruživanja tržišnih učesnika, u cilju efikasnog prevladavanja sve izraženijih i raznovrsnijih poslovnih rizika. Savremene grupe preduzeća poprimaju nove oblike; njihove članice postaju i entiteti bez prepoznatljive pravne forme privrednog društva, a izvori kontrole matične kompanije prevazilaze tradicionalne vlasničke odnose. U takvim okolnostima, ocena isplativosti mogućih plasmana na globalnom tržištu kapitala postaje izazov posebne vrste. Dramatične promene koje su zadesile poslovnu praksu na nacionalnom i globalnom nivou početkom XXI veka, jasno su ukazale na slabosti tadašnjeg sistema finansijskog izveštavanja i neophodnost njegovog promptnog unapređenja. U tom smislu, regulativa finansijskog izveštavanja o performansama grupa preduzeća tokom poslednjih godina je pretrpela značajne izmene. Pre svega, prepoznata je potreba za fundamentalnom promenom u načinu definisanja grupe preduzeća i određivanja kruga za konsolidaciju, usled čega je sprovedena sveobuhvatna revizija koncepta kontrole, kao osnove za identifikaciju matičnog društva i njegovih podređenih subsidijara.

Samo postojanje kontrolnog odnosa između dva entiteta, među kojima je jedan nosilac, a drugi subjekt kontrole, sa aspekta finansijskog izveštavanja toliko je važno da njihove individualne pravne forme i oblici organizovanja postaju pitanja od sekundarnog značaja. Naime, nosilac i subjekt kontrole, odnosno matica i najmanje jedan njen subsidijar, postaju identifikovani kao jedinstveni ekonomski entitet - grupa preduzeća, odnosno prepoznati kao subjekt finansijskog izveštavanja na konsolidovanoj osnovi. Finansijski izveštaji grupe imaju za cilj da prikažu imovinu, obaveze, kapital, prihode, rashode i tokove gotovine grupe, kao da je reč o jedinstvenom entitetu, ne samo u ekonomskom, već i u pravno-formalnom smislu. Oni su neizbežan činilac teorije i prakse finansijskog izveštavanja već više od jednog veka. Ipak, i pored značajnih napora relevantnih regulatornih tela na harmonizaciji sistema finansijskog izveštavanja na globalnom nivou, uniformni pristup izveštavanju o performansama grupa još uvek nije postignut.

Naime, koristeći pravo izbora ponuđeno međunarodnom regulativom, nacionalni regulatori mogu predvideti dodatnu obavezu rukovodstvu matičnih entiteta da, pored konsolidovanih izveštaja za grupu kojom upravljaju, za maticu kao prepoznatljiv subjekt prava pripremaju i obelodanjuju i pojedinačne (separatne) izveštaje. U takvim okolnostima dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama, korisnici finansijskih informacija (pre svih, postojeći i potencijalni investitori, zajmodavci i ostali poverioci matice) za isti izveštajni period imaju na raspolaganju dva različita izveštajna seta. Iako, u osnovi, oba izveštajna seta zapravo opisuju aktivnosti i performanse istog entiteta – matičnog društva, izvesno je da oni to čine na različite načine. Naime, dok pojedinačni izveštaji obuhvataju sve imovinske oblike koje matica kontroliše direktno (kao njihov neposredni vlasnik), sva potraživanja drugih strana u odnosu na tako definisanu imovinu, kao i finansijske efekte njenog angažovanja u posmatranom periodu, konsolidovani izveštaji imaju širi pristup i obuhvataju i one ekonomske resurse koji nisu u neposrednom vlasništvu matičnog društva, ali kojima ono efektivno upravlja kroz svoje subsidijare.

Posledično, informacioni sadržaj konsolidovanih izveštaja grupe i pojedinačnih izveštaja matičnog društva biće neizostavno različit. Ipak, kao finansijski izveštaji opšte namene, i konsolidovani i pojedinačni izveštaji imaju istovetan cilj finansijskog izveštavanja, kao i identičan krug primarnih korisnika. Naime, njihov cilj ogleda se u pružanju korisnih informacija postojećim i potencijalnim

investitorima, zajmodavcima i drugim poveriocima matičnog društva, na osnovu kojih oni mogu procenjivati očekivane buduće neto prilive gotovine u maticu i donositi odluke o ulaganju svojih resursa.

S obzirom na to da su finansijski izveštaji grupe primarno dizajnirani upravo u informacione svrhe (kao jedini obavezni sa stanovišta međunarodne profesionalne regulative), može se diskutovati o motivima nacionalnih regulatora za propisivanjem dodatnog obaveznog izveštajnog seta u vidu pojedinačnih izveštaja matice. Praksa pokazuje da je u takvim sistemima, pojedinačnim izveštajima matičnog društva obično dodeljen niz dodatnih, pravo-specifičnih uloga, koje ne moraju nužno biti u funkciji ispunjenja opšteg cilja finansijskog izveštavanja. Naime, izveštaji matice često će služiti kao polazni osnov za obračun oporezive dobiti, isplatu dividendi, pribavljanje dodatnog kapitala, procenu vrednosti imovine i kapitala matičnog društva, određivanje knjigovodstvene vrednosti kapitala i akcija matičnog društva za različite potrebe (na primer, raspolaganja imovinom velike vrednosti, preuzimanja akcionarskih društava, „squeeze-out“-a) i sl. Težnja rukovodstva matice za realizacijom specifičnih ciljeva, motivisanih pomenutim individualnim ulogama informacija o matici, može ugroziti informacioni potencijal pojedinačnih izveštaja matičnog društva i onemogućiti realizaciju njihovog opšteg cilja. Takav rizik naročito je prisutan na tržištima kapitala u razvoju, koja ne poseduju dovoljno razvijene i dovoljno efikasne institucionalne mehanizme nadzora i sankcionisanja.

Iz navedenih razloga, **predmet istraživanja** u ovom radu jeste upravo finansijsko izveštavanje o performansama grupa preduzeća i njihovih matica, kao informaciona podrška odlučivanju postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i drugih poverilaca matičnih društava. Fokus istraživanja je na ispitivanju razlika u informacionom kapacitetu konsolidovanih izveštaja u odnosu na pojedinačne (separatne) finansijske izveštaje matice, tj. podobnosti u njima obelodanjenih informacija za procenu iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo. Smatra se da su procene ove vrste praktično nemoguće bez informacija o ekonomskim resursima entiteta, zahtevima drugih strana u odnosu na entitet, kao i uspešnosti rukovodstva u upravljanju poverenim resursima entiteta. Zapravo, reč je o informacijama koje zainteresovanim korisnicima pružaju osnovu za kvalitetno vrednovanje izveštajnog entiteta.

U tom smislu, u radu se ispituje informaciona nadmoć konsolidovanih finansijskih izveštaja, kao i inkrementalni doprinos pojedinačnih finansijskih izveštaja (kao dodatno raspoloživog izvora informacija) ukupnoj korisnosti za donošenje odluka postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matice. U skladu sa relevantnim teorijskim i empirijskim istraživanjima, korisnost izveštajnih informacija analizirana je kroz prizmu specifičnih svojstava obelodanjenog računovodstvenog rezultata, kao najšire korišćenog pojedinačnog indikatora performansi u praksi savremenog poslovnog odlučivanja. Istraživanjem informacionog kapaciteta obelodanjenih rezultata grupe i njene matice, obuhvaćeni su aspekti vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti, kao i podložnosti rezultata tehnikama diskrecionog upravljanja. Primenom ekonometrijske analize podataka panela, pomenuta svojstva rezultata su analizirana kako na nivou konsolidovanih rezultata grupe, tako i na nivou pojedinačnih rezultata matične kompanije, a potom su vršena odgovarajuća poređenja. Time je istovremeno ostvaren uvid i u kvalitativne karakteristike konsolidovanih i pojedinačnih rezultata na tržištima kapitala u razvoju, što predstavlja poseban doprinos istraživanja.

Empirijskom analizom informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja obuhvaćena su javna matična društva, čije su akcije uključene u odgovarajući berzanski indeks na tržištima kapitala u državama nastalim raspadom Jugoslavije. Dakle, empirijska analiza je obuhvatila javna matična društva iz Srbije, Crne Gore, Hrvatske, Slovenije, Makedonije i BiH (posebno Federacije, a posebno Republike Srpske). Status matičnog društva pojavljuje se kao neophodan preduslov realizacije istraživanja, budući da je reč o osnovnom kriterijumu za identifikaciju obveznika

sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Javna društva su odabrana ne samo zbog naglašenog javnog interesa za informacijama o njihovom poslovanju, već i zbog potrebe da se analizom obuhvate relevantni indikatori tržišnih vrednosti kapitala matičnih društava i da se ispita njihova veza sa finansijsko-izveštajnim informacijama o grupi i matici. Imajući u vidu da su analizirane matice listirane na tržištima kapitala u nastajanju, likvidnost njihovih akcija može biti dovedena u pitanje, a time i aktuelnost njihovih tržišnih cena i odgovarajućih indikatora tržišne vrednosti njihovog kapitala. U cilju prevazilaženja ovog problema, u fokusu analize su samo ona javna matična društva čije su akcije uključene u odgovarajući berzanski indeks. Reč je o sledećim indeksima: BELEXline (Beogradska berza), MONEX (Montenegroberza), MBI10 (Makedonska berza), SBITOP (Ljubljanska borza), CROBEXplus (Zagrebačka burza), BIRS (Banjalučka berza) i SASX30 (Sarajevska berza – burza).

Odabrane države su posebno atraktivne za istraživanja ove vrste, imajući u vidu njihova nedovoljno razvijena tržišta kapitala, kao i okolnost da kvalitativna svojstva obelodanjenih finansijskih informacija o performansama grupa (a i samostalnih izveštajnih entiteta) nisu bila predmet značajnijih empirijskih analiza na ovim prostorima. Kako dualno finansijsko izveštavanje o grupama ne predstavlja standardnu poslovnu praksu u razvijenim ekonomijama, empirijska istraživanja razlika u informacionom kapacitetu konsolidovanih izveštaja i pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva relativno su malobrojna. Značaj ove oblasti istraživanja proizilazi i iz činjenice da se u današnjem visoko neizvesnom poslovnom okruženju, sistem finansijskog izveštavanja pojavljuje kao osnovni faktor umanjavanja informacione asimetrije na tržištu kapitala, te da kao takav predstavlja važnu polugu njegovog daljeg razvoja. S obzirom na to da poslovna praksa u Srbiji i ostalim državama nastalim raspadom Jugoslavije u ovom domenu značajno zaostaje za razvijenim svetom, istraživanje može biti od značaja ne samo u naučno-stručnim krugovima, već i među poslovnom praksom, što je posebno važno i sa aspekta daljeg razvoja analiziranih tržišta kapitala, ali i ekonomija posmatranih država u celini.

Imajući u vidu predmet istraživanja, u ovom radu su definisani su sledeći **ciljevi istraživanja**:

1. Sagledavanje značaja i opravdanosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama;
2. Ispitivanje informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja kao podloge za donošenje odluka primarnih korisnika finansijskih informacija matičnog društva u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama;
3. Ispitivanje inkrementalnog doprinosa pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva ukupnoj korisnosti za donošenje odluka primarnih korisnika finansijskih informacija matičnog društva u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama;
4. Ispitivanje specifičnih svojstava obelodanjenih konsolidovanih i pojedinačnih računovodstvenih rezultata javnih društava sa statusom matice na tržištima kapitala država nastalih raspadom Jugoslavije;
5. Istraživanje odnosa između obelodanjenih računovodstvenih informacija i tržišnih pokazatelja javnih društava sa statusom matice na tržištima kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika.

U osnovi prikazanih ciljeva istraživanja nalazi se potreba za sagledavanjem dometa informacione podrške konsolidovanih izveštaja grupe i pojedinačnih izveštaja matice donošenju odluka zainteresovanih postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva na nedovoljno razvijenom tržištu kapitala.

Uzorak podataka panela obuhvata informacije o ukupno 55 matičnih kompanija i njihovih grupa, tokom perioda 2013-2017. godina. I pored relativno skromne veličine uzorka, treba imati u vidu da

su analizom obuhvaćena sva javna matična društva, čije su obične akcije uključene u berzanski indeks šireg obuhvata na tržištima kapitala posmatranih država, za koje su postojale javno dostupne finansijske informacije za relevantni period. Broj kompanija iz berzanskih indeksa koje nisu javno obelodanile godišnje finansijske izveštaje za analizirani period, odnosno za koje se na osnovu dostupnih podataka nije moglo utvrditi da li poseduju status matičnog društva ili ne, je zanemarljiv. U tom smislu, može se reći da su istraživanjem obuhvaćena sva javna matična društva sa teritorije bivše Jugoslavije (osim Kosova i Metohije) koja su u momentu analize bila predmet interesovanja investicione javnosti u dovoljnoj meri, odnosno čijim se akcijama aktivno trgovalo. S obzirom na nedovoljnu razvijenost analiziranih tržišta kapitala, redovnost trgovanja akcijama matične kompanije može se tumačiti kao dokaz postojanja odgovarajuće tražnje za njenim finansijsko-izveštajnim informacijama. U takvim okolnostima, ispitivanje kvalitativnih svojstava obelodanjenih rezultata grupe i matice, odnosno njihovog korisnog potencijala za postojeće i potencijalne snabdevače kapitala matičnih društava, dobija svoj puni smisao. U radu je sprovedena sveobuhvatna teorijska analiza sistema eksternog finansijskog izveštavanja o performansama grupa, sa posebnim akcentom na kvalitetu dostupnih informacija u uslovima istovremene raspoloživosti konsolidovanih finansijskih izveštaja i pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva. U ispitivanju kvalitativnih svojstava obelodanjenih rezultata grupe i matične kompanije, odnosno njihove vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti i otpornosti na diskreciono upravljanje, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela. Imajući u vidu navedeno, smatramo da su dobijeni nalazi i zaključci istraživanja relevantni i korisni, kako u naučno-istraživačkom, tako i u poslovno-stručnom smislu.

U empirijskom delu istraživanja u ovom radu biće testirane sledeće **osnovne hipoteze** o kvalitativnim svojstvima rezultata grupe i rezultata matične kompanije u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja nekadašnjih jugoslovenskih republika:

- H1: Informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima, ispoljavaju veću vrednosnu relevantnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.
- H2: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju vrednosnu relevantnost informacija o rezultatima grupe, iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima.
- H3: Informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima, ispoljavaju veću perzistentnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.
- H4: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju perzistentnost informacija o rezultatima grupe iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima.
- H5: Informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima, ispoljavaju veću pravovremenost u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.
- H6: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije više su podložne tehnikama diskrecionog upravljanja u odnosu na informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

U pogledu **strukture i sadržaja**, pored uvodnog dela i zaključnih razmatranja, materija izložena u ovom radu strukturirana je kroz pet delova. U *prvom delu rada* biće prezentovana teorijska osnova za razumevanje značaja eksternog finansijskog izveštavanja, njegovih cilljeva i najznačajnijih determinanti, sa posebnim osvrtom na informaciono okruženje tržišta kapitala. Uloga i značaj javno

dostupnih informacija o performansama izveštajnih entiteta najpre će biti analizirani kroz prizmu različitih teorijskih pristupa, koji su oblikovali praksu korporativnog finansijskog izveštavanja tokom njegove istorije. Savremena praksa eksternog finansijskog izveštavanja, razvijena na tekovinama ovih teorija, prepoznaje finansijske izveštaje opšte namene kao osnovni instrument umanjenja informacione asimetrije između izveštajnog entiteta, odnosno njegovog rukovodstva, i širokog kruga eksternih korisnika. U tom smislu, osnovni cilj savremenog finansijskog izveštavanja može se prepoznati u pružanju korisnih informacija za odlučivanje zainteresovanim korisnicima, dok se u njegovom primarnom fokusu nalaze informacione potrebe postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i ostalih poverilaca izveštajnog entiteta. Od finansijskih izveštaja se očekuje da obezbede takve informacije, koje će pomenutim primarnim korisnicima biti od pomoći prilikom donošenja odluka u vezi sa obezbeđenjem resursa izveštajnom entitetu od interesa. Ipak, subjektivni karakter koncepta korisnosti informacija za odlučivanje može otežati praktičnu realizaciju opšteg cilja finansijskog izveštavanja. Otuda će u nastavku prvog dela rada biti posebno razmotrene mogućnosti bliže operacionalizacije ciljeva korporativnog finansijskog izveštavanja iz ugla poslovnih aktera na tržištu kapitala i njihovih specifičnih informacionih potreba. Osim toga, biće analizirani i karakteristični faktori od uticaja na uspešnost sistema finansijskog izveštavanja u jednoj ekonomiji, naročito imajući u vidu da kvalitet proklamovanog regulatornog okvira ne može biti potpuna garancija kvaliteta izveštajnih informacija, kako na nacionalnom nivou, tako i na nivou pojedinih izveštajnih subjekata. U tom smislu, posebna pažnja biće posvećena analizi faktora koji mogu opredeliti ekonomske motive izveštajnih strategija rukovodstva, a time i konačan kvalitet obelodanjenih informacija u finansijskim izveštajima. Razmatranja u prvom delu rada biće zaokružena osvrtom na finansijsko-izveštajne interese uslovljene zahtevima tržišta kapitala. Imajući u vidu neraskidivu uzajamnu vezu između korisnih svojstava raspoloživih finansijskih informacija o listiranim kompanijama, veličine i stepena razvijenosti tržišta kapitala, efikasne alokacije ograničenih resursa i razvoja privrede, unapređenje kvaliteta finansijsko-izveštajnog sistema posebno je važno za ekonomije sa nedovoljno razvijenim tržištima kapitala.

Drugi deo rada biće posvećen različitim aspektima konsolidacije, kao osnovnog preduslova kvalitetnog finansijskog izveštavanja o performansama grupe. Najpre ćemo predstaviti razvoj teorijskih učenja o finansijskom izveštavanju korporativnih grupa, počevši od fokusa na pravno-formalnu samostalnost matice i ostalih članica, do prepoznavanja grupe kao zasebnog ekonomskog entiteta pod okriljem jedinstvene uprave i neophodnosti pripreme konsolidovanih finansijskih izveštaja. Okolnost da se aktivnostima svih članica upravlja iz jedinstvenog matičnog centra, u pravcu realizacije vrhovnih ciljeva grupe kao celine, dovodi u pitanje sposobnost njihovih individualnih finansijskih izveštaja da realizuju svoj osnovni cilj i pruže korisne informacije za odlučivanje eksternim adresatima ovih članica. Naime, procene očekivanih budućih neto priliva gotovine u bilo koji izveštajni entitet koji pripada grupi, bio on matica ili zavisno društvo, praktično su nemoguće bez sagledavanja mesta i uloge tog entiteta u grupi, kao i njegovih specifičnih odnosa sa drugim članicama, ali i budućih pravaca razvoja čitave grupe. Stoga će u drugom delu rada biti naročito razmotrena potreba identifikacije grupe kao izveštajnog entiteta i neophodnost izveštavanja o njenim performansama na konsolidovanoj osnovi, kako bi se zainteresovanim snabdevačima kapitala (i ostalim stejkholderima) matičnih kompanija obezbedile relevantne i verodostojno prezentovane informacije za odlučivanje. Prezentujući finansijske informacije o grupi kao pravno-formalno nepostojećoj, veštačkoj tvorevini, i sami konsolidovani izveštaji pripremaju se „veštačkim“ putem, u nedostatku jedinstvene računovodstvene evidencije za grupu kao celinu. S tim u vezi, biće istražene osnovne premise konsolidovanja, kao pretpostavke realizacije opšteg cilja finansijskih izveštaja grupe, ali i mogući izvori informacionih rizika, koji mogu ugroziti njegovu realizaciju. Potencijalno neograničen broj članica grupe, koje mogu poslovati u najrazličitijim delatnostima i geografskim segmentima na svetskom nivou, kao i izrazita frekvencija i raznovrsnost njihovih mogućih međusobnih transakcija, dovoljno govore o srazmerama rizika imanentnih izveštavanju o grupama. Osim toga, u drugom delu rada biće prezentovane i specifičnosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama, u kojem su pojedinačni finansijski izveštaji matičnog

društva proklamovani kao obavezni, dodatni izveštajni set. U takvim okolnostima, postojeći i potencijalni investitori, zajmodavci i ostali poverioci matice istovremeno imaju na raspolaganju dva različita seta finansijskih izveštaja, koja mogu koristiti kao informacionu bazu za donošenje odluka. Kako pomenuta organizacija sistema finansijskog izveštavanja o grupama ne predstavlja uobičajenu praksu na svetskom nivou, a naročito imajući u vidu da neka od najrazvijenijih tržišta kapitala počivaju na konsolidovanim finansijskim izveštajima kao osnovnom izvoru informacija o matičnom društvu (i grupi kojom ono upravlja), posebno su analizirani motivi, rizici i potencijalne koristi dualnog sistema, u svetlu kvaliteta izveštavanja i korisnog potencijala raspoloživih informacija o performansama grupe.

Predmet analize u *trećem delu rada* biće specifične determinante informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja, kao potencijalni izvori njihove nadmoći u informisanju postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva. U tom smislu, najpre će biti analizirane finansijsko-računovodstvene posledice samog čina sticanja kontrole, kao osnovnog identifikatora grupe preduzeća. Sa stanovišta finansijsko-izveštajne prezentacije, momenat sticanja kontrole ima poseban značaj, budući da predstavlja trenutak uključenja stečenog zavisnog društva u postupak konsolidacije, odnosno prisajedinjenja njegove prepoznatljive stečene imovine, preuzetih obaveza i eventualnih učešća bez prava kontrole finansijsko-izveštajnim informacijama grupe kao celine, kao i priznavanja rezultujućeg gudvila (ili eventualnog dobitka od povoljne kupovine) koji je ostvaren u transakciji sticanja. Kako će isti čin sticanja kontrole u finansijskim izveštajima matičnog društva biti prikazan kao deo finansijske imovine i to u visini nabavne vrednosti izvršenog ulaganja, u ovom delu rada biće posebno sagledane informacione koristi koje potiču iz konsolidacije zavisnog društva u trenutku sticanja. Tim pre što računovodstveni postupak metode sticanja propisuje upotrebu fer vrednosti, omogućavajući aktuelizaciju stečenih stavki zavisnog društva u datom momentu, ali i priznavanje određene imovine koja do trenutka sticanja nije bila prepoznata u finansijskim izveštajima stečenog subsidijara. Takođe, biće analiziran i informacioni potencijal koji primarnim korisnicima matice nudi potpuna konsolidacija njenih odnosa sa kontrolisanim članicama, prezentacijom grupe kao jedinstvenog entiteta na trajnoj konsolidovanoj osnovi. Za razliku od pojedinačnih izveštaja matičnog društva, koji će apsorbovati efekte svih transakcija matice sa njenim subsidijarima, izveštajima grupe biće obuhvaćeni samo tržišno verifikovani efekti njenih aktivnosti, potvrđeni u odnosima sa okruženjem. Zahvaljujući postupcima potpune konsolidacije, finansijski izveštaji grupe prezentovaće njenu ukupnu ekonomsku snagu, odnosno sve ekonomske resurse koje matica kontroliše, direktno ili indirektno, sva potraživanja drugih strana u odnosu na te resurse, kao i sve efekte njihovog angažovanja u relevantnom periodu. Kako će finansijski efekti kontrolnih aktivnosti matice u njenim finansijskim izveštajima biti prikazani samo u vidu eventualne raspodele ostvarenog rezultata subsidijara, i to sa kašnjenjem u odnosu na trenutak njihovog nastanka, smatra se da finansijsko-izveštajne implikacije postupka potpune konsolidacije mogu značajno unaprediti pouzdanost procena očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo. Uvažavajući činjenicu da grupu preduzeća u širem smislu, osim matice i subsidijara, takođe čine i eventualna pridružena društva i zajednički poduhvati, pod značajnim uticajem, odnosno zajedničkom kontrolom grupe, u ovom delu rada biće takođe izložene i informacione koristi koje njihova prezentacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima može imati za primarne korisnike matičnog društva i ocenu performansi matice. Konačno, na kraju trećeg dela rada biće istražen i informacioni potencijal specifičnih obelodanjivanja u finansijskim izveštajima grupe. Pružanjem detaljnijeg uvida u strukturu, prilike i odnose u grupi, napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje mogu pomoći zainteresovanim korisnicima da bolje sagledaju trenutne i pouzdanije procene buduće performanse matične kompanije (u odnosu na percepciju ovih performansi koju bi mogli steći iz njenih pojedinačnih izveštaja).

Četvrti deo rada biće posvećen analizi kvalitativnih svojstava finansijskih informacija o performansama grupe. Izvesno je da će uspešnost ekonomskih odluka o alokaciji resursa postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i poverilaca matice, u vidu sposobnosti odabira

najisplativijeg plasmana u datim okolnostima, osim njihovim ličnim kompetencijama, biti značajno uslovljena i svojstvima obelodanih finansijskih informacija o grupi, koja opredeljuju njihov korisni potencijal za odlučivanje, ali i opštim nivoom kvaliteta celokupnog sistema finansijskog izveštavanja u datom okruženju. U tom smislu, biće analizirani specifični izvori informacionih rizika u sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, kao i dometi mogućih posledica njihove materijalizacije, u vidu narušavanja ukupnog korisnog potencijala za primarne korisnike. Posebno ćemo sagledati mogućnosti prevazilaženja uzroka primene različitih tehnika kreativne računovodstvene prakse, ali i umanjenja njenih štetnih posledica u uslovima istovremene raspoloživosti finansijskih izveštaja grupe i njenog matičnog društva. Iako se u takvim okolnostima prirodno može očekivati da obavezni dodatni set pojedinačnih izveštaja matice donese kvalitativno „nove“ informacije primarnim korisnicima, i time unapredi njihov proces donošenja odluka, okolnost da ovim izveštajima mogu biti dodeljene i druge pravno-specifične uloge zapravo može kompromitovati njihov informacioni potencijal, pa čak i ukupnu korisnost raspoloživih informacija o grupi. U tom smislu, primarni korisnici grupe ne smeju imati dilema u pogledu upotrebne vrednosti konsolidovanih i pojedinačnih informacija o matici. Stoga ćemo u okviru četvrtog dela posebno istražiti problematiku merenja kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija o grupama, naročito imajući u vidu otežanost praktične operacionalizacije koncepta korisnosti, na kojem počiva opšti cilj eksternog finansijskog izveštavanja, kao i odsustvo generalnog konsenzusa u pogledu interpretacije kvaliteta računovodstvenih informacija. Teorija i praksa finansijskog izveštavanja prepoznaju računovodstveni rezultat kao pojedinačno najvredniji indikator performansi kompanija. U tom smislu, kvalitet obelodanih rezultata i operativne mogućnosti njegovog merenja postaju pitanja od posebnog značaja. Brojna empirijska istraživanja iz ove oblasti rezultirala su identifikacijom specifičnih kvalitativnih atributa rezultata, koji ga mogu učiniti posebno podesnim inputom za prognoze očekivanih budućih neto priliva gotovine u izveštajni entitet. Reč je o svojstvima vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti i podložnosti rezultata različitim tehnikama diskrecionog upravljanja. Pomenuta svojstva biće izložena na kraju četvrtog dela ovog rada, gde ćemo posebno istražiti i mogućnost njihove praktične upotrebe u odmeravanju kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija o grupama i njihovim maticama.

U *petom delu rada* biće prezentovani nalazi empirijskog istraživanja informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja, u odnosu na pojedinačne finansijske izveštaje matičnih kompanija, u sistemu dualnog finansijskog izveštavanja o performansama grupa, u državama nastalim raspadom Jugoslavije. Najpre će biti razmotren kontekst istraživanja. Naime, analiza ima u fokusu tržišta kapitala Srbije, Crne Gore, Makedonije, Bosne i Hercegovine, Hrvatske i Slovenije, koje karakteriše vrlo nizak stepen razvijenosti. U takvim okolnostima, uloga finansijsko-izveštajnih informacija i njihovi vrednosni efekti na kretanje cena, odnosno prinosa akcija matičnih društava, mogu poprimiti značajno različit karakter u odnosu na razvijene zemlje. Nakon toga, biće prezentovani nalazi prethodnih relevantnih istraživanja kvalitativnih atributa računovodstvenog rezultata, sa posebnim osvrtom na rezultate grupa i matičnih kompanija u okolnostima dualnog sistema finansijskog izveštavanja. Shodno tome, biće formulisane i obrazložene opšte i posebne istraživačke hipoteze. Potom ćemo predstaviti metodološki okvir istraživanja, u okviru kojeg će biti prezentovani modeli za ocenu specifičnih kvalitativnih atributa rezultata i opisane korišćene varijable. Nakon toga, biće izloženi i diskutovani korišćeni metodi ocenjivanja, kao i konačni nalazi empirijskog istraživanja vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti rezultata grupa i matičnih kompanija i njihove podložnosti različitim tehnikama diskrecionog upravljanja. Na kraju petog dela biće ukazano na izvesna ograničenja sprovedene empirijske analize, kao i moguće pravce daljih istraživanja u ovoj oblasti.

I TEORIJSKA UTEMELJENOST ZNAČAJA RAČUNOVODSTVENIH INFORMACIJA

1. TEORIJSKA OSNOVA ZA RAZUMEVANJE ZNAČAJA EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Sistem eksternog finansijskog izveštavanja savremenih, tržišno orijentisanih ekonomija pojavljuje se kao rezultanta specifičnog dejstva tržišnih i političkih procesa, i međusobnih interakcija pojedinaca i grupa, koji teže da maksimiziraju sopstvene ekonomske interese (Watts, 1977). Kao sistemu izrazite praktične orijentacije i značaja, finansijskom izveštavanju često se prigovara manjak koherentne teorijske osnove, koja bi pružila neophodna objašnjenja i omogućila razumna i relativno pouzdana predviđanja sadržine i forme finansijskih izveštaja. Zapravo, teorija korporativnog finansijskog izveštavanja, u vidu seta međusobno konzistentnih i povezanih hipoteza potvrđenih formalnim testovima, ne postoji. Sagledavanje i ispravno razumevanje značaja eksternog finansijskog izveštavanja stoga iziskuje širi pristup, uz neizbežno oslanjanje na postulate nekolicine relevantnih učenja, implementiranih i razvijanih u računovodstvenoj literaturi tokom istorije.

1.1. Izgradnja teorije eksternog finansijskog izveštavanja

Poznato je da se računovodstvo najčešće opisuje kao odgovor na praktične probleme vođenja organizacije, pre nego kao ishod ciljanog i sistematskog promišljanja, u vidu zaokružene teorije (Chambers, 1963). U tom smislu, razvoj računovodstva kao delatnosti prethodio je razvoju njegove teorijske osnove, prvobitno se pojavivši kao set alati za evidentiranje transakcija privrednih subjekata, bez ikakvih pretenzija prema prestižnom „naučnom“ statusu. Kao tipično društveni sistem, računovodstvo se mahom razvijalo adaptiranjem na svoje okruženje (AICPA, 1973). Sadržina, forma i učestalost računovodstvenih izveštaja tokom istorije prilagođavali su se informacionim zahtevima aktuelnih korisnika, koji su vremenom, sa razvojem ekonomije i društva, evoluirali i rasli. Prateći potrebe poslovne prakse, računovodstvena teorija razvijala se na „prilično nestrukturiran način“ (Godfrey et al., 2010, str. 5). Iako je savremenoj računovodstvenoj literaturi svojstveno obilje empirijskih, naučno zasnovanih istraživanja, čiji autori teže da proniknu u poželjne attribute sadržine i forme eksternog finansijskog izveštavanja ispitivanjem hipoteza o karakteristikama i međusobnim odnosima finansijsko-računovodstvenih i drugih varijabli od interesa, sveprožimajuća opšteprihvaćena računovodstvena teorija još uvek nije razvijena. Štaviše, vodeći autori iz oblasti računovodstva i finansijskog izveštavanja mišljenja su da takve teorije nikada neće ni biti.¹

Watts i Zimmerman (1979) nude interesantan pogled na razvoj teorijske osnove računovodstva. Naime, opazajući nedostatak fundamentalnog, vodećeg uticaja dotadašnje računovodstvene misli na praksu i formulisanje računovodstvenih politika izveštajnih entiteta, ovi autori analiziraju računovodstvenu teoriju kao ekonomsko dobro i istražuju prirodu njegove tražnje u uslovima slobodnog i regulisanog tržišta. Prepoznajući da računovodstvene politike mogu imati značajan uticaj na transfer bogatstva između entiteta u jednoj ekonomiji, oni očekuju visok stepen motivacije racionalnih pojedinaca i interesnih grupa za učešće u političkim procesima, koji bi im omogućili da važeću računovodstvenu regulativu oblikuju u pravcu maksimizacije sopstvenih interesa. S obzirom na izrazite razlike u njihovim individualnim preferencijama, regulisanje i objašnjavanje istih aktivnosti i događaja izveštajnih entiteta iziskivalo bi mnoštvo računovodstvenih preporuka, te

¹ Videti više: Watts, 1977; Watts, Zimmerman, 1978; Watts, Zimmerman, 1979; Wolk et al., 2008; Godfrey et al., 2010.

stoga i mnoštvo računovodstvenih teorija. Smatra se da upravo ovaj izraženi diverzitet interesa sprečava formulisanje jedinstvene računovodstvene teorije.

Istovremeno, Watts i Zimmerman (1979) pokazuju da istorijski razvoj računovodstvene misli nije tekao pravolinijski, kao logična akumulacija znanja sa rezultujućim razvojem tehnika koje bi doprinele unapređenju računovodstvene prakse. Naprotiv, računovodstvena literatura razvijala se u pravcu prilagođavanja računovodstvenih pravila i prakse promenama koje su bile neposredno inicirane političkim događajima i institucionalnim faktorima. Stoga pomenuti autori zaključuju da se tražnja za relevantnom teorijskom osnovom finansijskog izveštavanja u savremenoj ekonomiji zapravo svodi na tražnju za „izgovorima“, odnosno validnim opravdanjima ranije učinjenih i planiranih poteza regulatora.

Sunder (1999) pokazuje da su ciljevi i svojstva finansijsko-računovodstvenog sistema u značajnoj meri opredeljeni stepenom razvijenosti tržišta i ekonomije, prepoznajući dva prekretna momenta u razvoju teorije i prakse finansijskog izveštavanja. U tom smislu, prvobitnim fazama razvoja računovodstvene delatnosti bila je svojstvena klasična perspektiva računovodstvene teorije. Računovodstvo, kao praktična alatka dominantnih poslovnih aktera - trgovaca, bilo je primarno usmereno ka „dokumentovanju procesa“ (Godfrey et al., 2010, str. 5), odnosno vođenju „tačnih“ evidencija o njihovoj imovini i obavezama i, kasnije, ostvarenom rezultatu. Sa pojavom profesionalnih menadžera, kao agenata-stjuarda, zaduženih za neposredno upravljanje kompanijom u interesu njenih vlasnika, principala, dolazi do značajnijih izmena u tražnji za finansijsko-računovodstvenim informacijama. Zapravo, momenat razdvajanja funkcije vlasništva od funkcije rukovođenja kompanijom usmerio je dalji razvoj računovodstvene teorije u pravcu perspektive stjuarda (*stewardship perspective*).

Praktične potrebe upravljanja organizacijom na različitim nivoima njene hijerarhijske strukture rezultirale su pojavom novih, upravljačko-računovodstvenih, metoda i tehnika. Istovremeno, kao odgovor na novonastale probleme proistekle iz specifičnog odnosa principala i agenta, razvija se agencijska teorija računovodstva. Prepoznajući rizike koji proističu iz informacione asimetrije i konfliktnih ličnih interesa pojedinaca u principal/agent odnosu, ova teorija promovira računovodstveni informacioni sistem kao osnovni mehanizam za njihovo prevladavanje, obezbeđenjem preporuka za adekvatno vrednovanje ostvarenih performansi menadžmenta i monitoring njihovih aktivnosti. Osim klasične funkcije vođenja poslovnih knjiga, računovodstvo postaje svojevrsan kanal komunikacije između menadžmenta i vlasnika kompanije, služeći kao praktična alatka za polaganje računa o realizovanim aktivnostima i performansama.

Intenziviranjem razvoja tržišta kapitala, širenjem učešća malih, individualnih investitora i pojavom javnih korporacija diversifikovane vlasničke strukture, teorijska osnova računovodstva poprima perspektivu tržišta kapitala. Naime, čin sticanja kapitala od strane velikog broja malih akcionara koji nisu i ne mogu biti direktno upoznati sa poslovanjem kompanije, kao ni licima koja su angažovana da njome neposredno upravljaju, zahtevao je dalja unapređenja računovodstvene delatnosti (Sunder, 1999). Zapravo, savremeni model finansijskog izveštavanja razvijao se u čvrstoj, neposrednoj vezi sa tržištem kapitala, kao njegov fundamentalni informacioni resurs. Primarno služeći kao kanal komunikacije između kompanije, odnosno njenog rukovodstva, i drugih zainteresovanih strana, računovodstvo i eksterno finansijsko izveštavanje postaju naročito oblikovani delikatnim zahtevima očuvanja poverenja između lica koja se nalaze na stranama ponude i tražnje finansijsko-računovodstvenih informacija. U tom smislu, fokus savremene teorijske perspektive računovodstva posebno je usmeren ka javnim obelodanjivanjima finansijsko-računovodstvenih informacija o kompaniji, povećanoj regulativi i standardizaciji računovodstvenih informacionih sistema, sa primarnim ciljem očuvanja interesa investitora, koji, iako vlasnici kompanije, nemaju privilegiju da neophodne informacije o njenim aktivnostima i performansama,

kao ni potezima i očekivanjima njenog rukovodstva, dobiju u željenom momentu i zahtevanoj formi.

Sa razvojem tržišta kapitala, priroda tražnje za finansijsko-računovodstvenim informacijama drastično se menja, okrećući se sa „varijabli stoka“ (bilansa stanja) „varijablama toka“ (bilansa uspeha i izveštaja o tokovima gotovine), i favorizujući prospektivne informacije o mogućim budućim izgledima kompanije, u odnosu na „čvrste“, istorijske računovodstvene podatke. Istovremeno, pojavljuje se i niz drugih, konkurentskih izvora informacija za tržište kapitala, koji su često više pravovremeni, a nekada i više važni (ili barem percepirani kao takvi), u odnosu na finansijske izveštaje. Takvi izvori uključuju periodična obelodanjivanja procena i prognoza rukovodstva kompanije, izveštaje finansijskih analitičara, rejting agencija i kreditnih biroa, kao i relevantne medijske objave. Ipak, sistem zvaničnog eksternog finansijskog izveštavanja, i pored svojih eventualnih manjkavosti, uspešno opstaje kao stožer modernih tržišta kapitala širom sveta. Kako zaključuje Sunder (1999), najveći uticaj tržišno zasnovanih istraživanja na razvoj računovodstvene misli bio je upravo u tome da računovođe postanu svesne postojanja alternativnih izvora informacija za tržište kapitala, njihovih kompleksnih međusobnih interakcija, kao i ponašanja tržišta samog po sebi. U tom smislu, snažan oslonac razvoju savremene teorijske osnove računovodstva i finansijskog izveštavanja pružili su hipoteza efikasnog tržišta i ekonomsko-finansijska istraživanja informacionih specifičnosti tržišta kapitala.

1.2. Računovodstvena teorija i vrednosne implikacije eksternog finansijskog izveštavanja

Razvijajući eksterne finansijske izveštaje kao informacioni resurs tržišta kapitala, teorijska učenja koja su pratila računovodstvenu praksu i sama su evoluirala u svojim nastojanjima da sagledaju, objasne i predvide implikacije finansijsko-izveštajnih informacija na investicione odluke tržišnih aktera. U tom smislu, literatura prepoznaje tri dominantna teorijska pristupa ulozi i značaju računovodstvenih informacija za vrednovanje izveštajnih entiteta (Stevanović i Malinić, 2009).

Klasična računovodstvena teorija. Učenja klasične računovodstvene teorije, primarno normativnog karaktera, bila su mahom fokusirana na pružanje smernica za „najbolju računovodstvenu praksu“ (Godfrey et al., 2010, str. 7) izveštajnih entiteta. U tom smislu, preovlađujuća istraživačka pitanja ticala su se „ispravnog“ odmeravanja računovodstvenih varijabli i utvrđivanja što tačnijeg periodičnog rezultata, u cilju obezbeđenja informacija koje su propagirane kao korisne za donošenje ekonomskih odluka. Međutim, klasični autori nisu se posebno bavili istraživanjem stvarnih potreba korisnika finansijsko-računovodstvenih informacija, niti su nastojali da objasne i predvide tekuću računovodstvenu praksu, što je ujedno i jedna od osnovnih zamerki koja se upućuje klasičnoj školi.

Propisujući „najbolji“ put pripreme finansijsko-izveštajnih informacija, autori klasične škole verovali su da eksterni finansijski izveštaji adekvatno portretišu finansijsku poziciju, zarađivačku moć i sposobnost generisanja budućih tokova gotovine izveštajnog entiteta, te da ih zainteresovani korisnici mogu spoznati primenom odgovarajućih tehnika fundamentalne analize. Prepoznajući tržišnu cenu akcije kao sadašnju vrednost budućih dividendi, odnosno kapitalizovanu vrednost zarade kompanije (Stevanović i Malinić, 2009), ovi autori promovišu analizu finansijsko-izveštajnih informacija kao „pravi put“ za sticanje uvida u intrističnu vrednost kompanije i ostvarivanje individualnih prednosti na tržištu kapitala, identifikacijom potcenjenih i precenjenih hartija. Posledično, zagovornici klasične škole smatraju da finansijsko-izveštajne informacije imaju presudni značaj za tržišno vrednovanje izveštajnih entiteta, kao i da su rezultujući potezi tržišnih učesnika, kao racionalnih ekonomskih igrača, predvidljivi.

Tržišno zasnovana računovodstvena teorija. Dalji razvoj tržišnih ekonomija ukazao je na neodrživost postulata klasične računovodstvene teorije, otkrivanjem drugih faktora sa vrednosnim implikacijama na tržište kapitala, van zvaničnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja. U tom smislu, tržišno zasnovan pristup računovodstvene teorije razvijao se na tekovinama teorija efikasnog tržišta i moderne portfolio teorije.

Teorija efikasnog tržišta tiče se informacione efikasnosti tržišta kapitala, odnosno brzine i stepena preciznosti kojom se cene akcija na ovom tržištu prilagođavaju novim informacijama od značaja za vrednovanje izveštajnih entiteta (Barbić, 2010). Polazna pretpostavka je da su cene hartija od vrednosti, po pravilu, u stanju ravnoteže i da odražavaju racionalna očekivanja investitora zasnovana na raspoloživim informacijama (Šoškić i Živković, 2007). U zavisnosti od obuhvata informacionog seta koji će biti inkorporiran u cene akcija, literatura prepoznaje tri forme tržišne efikasnosti. Naime, tržište će ispoljavati slabu formu efikasnosti kada cene akcija reflektuju istorijske informacije o njihovom kretanju u prošlosti; srednje jaka forma efikasnosti tržišta podrazumeva sve javno dostupne informacije, uključujući i finansijsko-izveštajne, dok jaka forma efikasnosti tržišta obuhvata i one informacije koje imaju karakter insajderskih. Ukoliko tržište efikasno „ugrađuje“ informacije u cene akcija, realizacija natprosečnih prinosa u dugom roku nije moguća; investitori „igraju fer igru“ (Beaver, 1973) i ne mogu „pobediti“ tržište. Drugim rečima, svaki investitor može očekivati prinos u skladu sa rizikom akcije; sve akcije istog stepena rizičnosti nudiće iste očekivane prinose „nezavisno od toga koji su računovodstveni metodi korišćeni i nezavisno od toga koliko vremena se provodilo istražujući tajne finansijskih izveštaja skrivene u napomenama“ (Beaver, 1973, str. 51).

Empirijska istraživanja srednje jake forme efikasnosti tržišta bila su posebno značajna za dalji razvoj teorijske osnove računovodstva i finansijskog izveštavanja, budući da eksterni finansijski izveštaji čine sastavni deo javno dostupnog informacionog seta, koji će biti inkorporiran u cene akcija na polu efikasnom tržištu. U tom smislu, istraživanja tržišta kapitala dragocena su za računovodstvene teoretičare iz više razloga. Pre svega, okolnost da postoje i druge vrednosno relevantne informacije, izvan zvaničnog sistema finansijskog izveštavanja, direktno je opovrgla dotadašnje postulate klasične računovodstvene teorije. Osim toga, razvoj kompjuterskih tehnologija i dostupnost velikih baza podataka o cenama akcija i finansijsko-izveštajnim varijablama omogućili su realizaciju empirijskih istraživanja koja su imala za cilj da sagledaju stvarne odgovore tržišta kapitala na objave određenih vrsta finansijsko-računovodstvenih informacija, kroz analizu promena u ceni akcije izveštajnog entiteta u kratkom periodu nakon momenta otkrivanja novih informacija na tržištu. Istovremeno, omogućena je i empirijska analiza poželjnih karakteristika finansijsko-izveštajnih informacija koje će ih zaista učiniti korisnim za odluke investicionog karaktera u praksi.

Naime, još od kraja 60ih godina XX veka, istraživanja tržišta kapitala ispitivala su reakcije cena akcija na niz informacija, događaja i obelodanjivanja, uključujući godišnje i periodične objave rezultata, promene u dividendama, projektovane zarade, promene u računovodstvenim politikama, poslovne kombinacije, vrstu mišljenja revizora i sl. (Deitrick i Harrison, 1984). Jedan od osnovnih zaključaka ovih istraživanja tiče se potvrde neprocenjivog značaja koji informacije o rezultatu imaju za odluke investitora. Naime, empirijski dokazi govore u prilog postojanja jače korelacije između kretanja cene akcija i rezultata, nego tokova gotovine kompanije. Time je i praktično verifikovana nadmoć računovodstva zasnovanog na obračunskoj osnovi, kao izvora informacija za odlučivanje na tržištu kapitala. Istovremeno, važan doprinos ovih istraživanja ogleda se i u spoznaji da tržište kapitala nije „naivno“, odnosno da se investiciona javnost ne može zavarati „kozmetičkim“ promenama računovodstvenih politika sračunatih na veštačko popravljane obelodanjenih performansi kompanije, kako bi se ostvario ciljani uticaj na cene njenih akcija (Ball, 1972).

Uprkos neprocenjivom značaju koji je hipoteza efikasnog tržišta imala za razvoj teorijske osnove savremenog finansijskog izveštavanja, u literaturi preovlađuje stav da poslovna praksa nije dovoljno

ubeđena u njeno delovanje. Štaviše, pojedini autori smatraju da je tržište efikasno upravo zbog toga što „stotine hiljada finansijskih analitičara veruje da nije“ tj. ponaša se u uverenju da ga je moguće pobediti (Šoškić i Živković, 2007, str. 92). Kako primećuje Bloomfield (2002), investitori na tržištima kapitala širom sveta naporno rade na identifikaciji potcenjenih i precenjenih akcija, bilo samostalno, bilo uz pomoć angažovanih investicionih analitičara, upravo težeći realizaciji natprosečnih prinosa. Istovremeno, rukovodstva izveštajnih entiteta često nastoje da prikriju loše vesti ili da odlože njihovo obelodanjivanje u napomenama, u cilju izbegavanja negativnih tržišnih reakcija, dok regulatori intenzivno i kontinuirano rade na eliminisanju takvih mogućnosti u finansijskom izveštavanju, iako hipoteza efikasnog tržišta zagovara tezu da su ovakvi napori uzaludni, budući da će nove informacije svakako biti reflektovane u cenama akcija, nezavisno od načina njihove prezentacije.

Nastojeći da objasni pomenuti paradoks i unapredi hipotezu efikasnog tržišta, Bloomfield (2002) razvija hipotezu nepotpunih otkrivanja na tržištu kapitala. Primećujući da su finansijski izveštaji najčešće javno dostupni, besplatni i podjednako raspoloživi svim zainteresovanim licima, Bloomfield (2002) ukazuje na to da su finansijsko-izveštajni podaci ipak „samo mrlje mastila na listu papira“ (Bloomfield, 2002, str. 234), te da je potreban poseban napor, vreme i resursi kako bi se oni uobličili u upotrebljive informacije za investiciono odlučivanje. Uvažavajući značaj troškova pribavljanja informacija, u vidu identifikacije, prikupljanja i obrade podataka ili angažovanja drugih lica da to urade, Bloomfield (2002) pokazuje da informacije koje je teško (skupo) generisati iz javno dostupnih podataka, neće biti u potpunosti reflektovane u cenama akcija, nezavisno od stepena efikasnosti samog tržišta.

U konačnom, ne treba zaboraviti da je hipoteza efikasnog tržišta zasnovana na agregiranom ponašanju svih investitora, kao racionalnih tržišnih igrača, ignorišući potencijalno značajne razlike u njihovim individualnim sposobnostima investicionog odlučivanja i vrednovanja finansijskih instrumenata, kao i brojne bihevioralne slabosti i pristrasnosti kojima mogu biti podložni u donošenju odluka. Kao što primećuju Stevanović i Malinić (2009), hipoteza efikasnog tržišta „zanemaruje bitnu razliku između puke dostupnosti informacija i kvaliteta njihove interpretacije, tako da hartije od vrednosti na tržištu mogu biti precenjene i potcenjene usled pogrešne interpretacije i evaluacije raspoloživih informacija od strane aktera na tržištu kapitala“ (Stevanović i Malinić, 2009, str. 76).

Pozitivistička računovodstvena teorija. Ponašanje individualnih učesnika u korporativnim poduhvatima, računovodstveno-zasnovani podsticaji, kao i rezultujuće ekonomske posledice, preovlađujuće su teme pozitivističkih istraživanja u računovodstvu. Za razliku od normativnih učenja i proklamovanih „najboljih“ rešenja, pozitivna računovodstvena teorija nastoji da sagleda i predvidi stvarnu računovodstvenu praksu izveštajnih entiteta, tražeći odgovor na pitanje zašto se koriste računovodstvene informacije i kako one mogu uticati na blagostanje pojedinaca (Watts i Zimmerman, 1990).

Posmatrajući kompaniju kao set ugovora kojima se različiti akteri angažuju u korporativnom poduhvatu (Coase, 1937; Jensen i Meckling, 1976), pozitivisti pristupaju računovodstvenom informacionom sistemu kao osnovnom mehanizmu strukturiranja, implementacije i monitoringa ovih ugovora, posebno fokusirajući odnos kompanije sa njenim kreditorima (ugovori o dugu), kao i vezu rukovodstva i vlasnika kompanije (kompenzacioni ugovori). U tom smislu, naročito se naglašava značaj troškova ugovaranja na odabir računovodstvenih politika. Prepoznaje se da takvi troškovi obuhvataju troškove proizvodnje računovodstvenih informacija, agencijske troškove, troškove lobiranja i bankrotstva. Polazeći od uverenja da je odabir računovodstvenih metoda motivisan njihovim očekivanim efektima na realizaciju ličnih ciljeva zainteresovanih pojedinaca, zagovornici pozitivističke računovodstvene teorije naročito nastoje da ispituju motive i predvide ponašanje involviranih strana tj. njihove računovodstvene izbore. Na ovaj način, obezbeđuje se

čvrsta osnova i samim regulatorima da unapred procene očekivane ekonomske posledice računovodstvenih praksi koje razmatraju.

Uvažavajući konfliktne lične interese angažovanih individua, kao racionalnih *homo ekonomikusa*, pozitivistička računovodstvena teorija nastoji da identifikuje i prevaziđe probleme svojstvene agencijskom odnosu, prepoznajući rukovodstvo kompanije kao agenta koji, usled preferencijalnog informacionog položaja, ima mogućnost da računovodstvene politike podredi sopstvenim interesima, potencijalno nanoseći štetu vlasnicima, kreditorima, državi, kao i drugim stejholderima. Značajan doprinos pozitivističkih istraživanja izgradnji finansijsko-računovodstvene teorije ogleda se upravo u prepoznavanju podsticaja koje menadžment može imati u dizajniranju računovodstvenih politika kompanije, i njihovih mogućih implikacija na raspodelu stvorene vrednosti između rukovodstva i ostalih stejholdera. U tom smislu, pozitivna računovodstvena teorija posebno rasvetljava podsticaje menadžmenta da upravlja obelodanjenim rezultatima kompanije kako bi maksimizirao sopstvene benefite u vidu bonusa i kompenzacija, izbegao kršenje računovodstveno-zasnovanih klauzula ugovora o dugu i time umanjio troškove zaduživanja, skrenuo pažnju regulatornih tela sa visokih profita kompanije u svetlu regulatornih i antimonopolističkih propisa, te smanjio verovatnoću implicitnih i eksplicitnih poreza i drugih davanja.²

Watts i Zimmerman (1978) predviđaju da će poreski, politički i regulatorni troškovi velikih kompanija, izloženih značajnim političkim pritiscima, usmeriti preferencije njihovog rukovodstva prema računovodstvenim standardima koji će se odraziti na umanjenje obelodanjenog rezultata (kako bi time uticali na uvećanje vrednosti kompanije i sopstveno bogatstvo). Istovremeno, za manje kompanije (sa manjim troškovima ugovaranja), može se očekivati da će napori menadžmenta biti usmereni ka usvajanju računovodstvenih standarda koji povećavaju obelodanjeni rezultat kompanije (kao i bogatstvo rukovodstva, kroz uvećanje kompenzacionih naknada).

Kao što primećuju Stevanović i Malinić (2009), svojevrsnim objedinjavanjem klasičnog i tržišno zasnovanog pristupa, pozitivisti odlaze korak dalje u razvoju računovodstvene teorije, prepoznajući da su investicione odluke učesnika na tržištu kapitala funkcija ne samo profita, već i drugih varijabli, u vidu menadžerskih kompenzacija, finansijskog leveridža i političkog okruženja kompanije od interesa.

1.3. Teorijska podloga regulative eksternog finansijskog izveštavanja

Eksterno finansijsko izveštavanje u savremenom ambijentu tržišnih ekonomija pojavljuje se kao zaokruženi, visoko regulisani sistem proizvodnje finansijsko-računovodstvenih informacija o poslovnim entitetima, njihovim aktivnostima i realizovanim performansama. Kvalitet, transparentnost i međunarodna uporedivost obelodanjenih informacija ciljevi su kojima se teži, dok je proklamovanje standardizovane regulative na globalnom nivou upravo sračunato na osiguranje mogućnosti njihove realizacije.

Iako je „slobodno“ finansijsko izveštavanje koncept koji je danas teško zamisliti, i pored povremenih teorijskih debata o dobrovoljnom obelodanjivanju revidiranih finansijskih izveštaja kao efikasnom mehanizmu umanjenja agencijskih troškova od strane menadžmenta, sredstvu komunikacije sa učesnicima na tržištu kapitala i mediju za privlačenje kvalitetnih izvora finansiranja po nižim cenama, izvesno je da intervencionizam nije oduvek bio pratilac računovodstvene delatnosti. Zapravo, smatra se da su populizacija tržišta kapitala i prvi veliki finansijski skandali u prvoj polovini XX veka predstavljali neposredan povod za intenzivnije

² Videti više: Jensen i Meckling, 1976; Watts, 1977; Watts i Zimmerman 1978, 1979, 1990; Fama, 1980; Fama i Jensen, 1983; Eisenhardt, 1989; Lambert, 2001; Bushman i Smith, 2001.

angažovanje države u uređenju eksternog finansijskog izveštavanja. Štaviše, od samih početaka razvoja javnih korporacija i šireg učešća individualnih investitora na tržištu, pa do danas, finansijsko-računovodstveni sistem periodično je dobijao epitet glavnog krivca nastalih tržišnih propusta i lomova. To je uobičajeno imalo za posledicu preispitivanje načina pripreme i obelodanjivanja računovodstvenih informacija, kao i obavezno dodatno zatezanje obruča državnog intervencionizma, kako nakon prve velike finansijske krize, tako i nakon ostalih.

Dokazi iznetih tvrdnji mogu se prepoznati na očiglednom primeru Sjedinjenih Američkih Država, koje su, nakon kraha Njujorške berze 1929. godine i početka velike finansijske krize i depresije, tridesetih godina ustoličile Komisiju za hartije od vrednosti (*The U.S. Securities and Exchange Commission – SEC*), sa značajnim ovlašćenjima u upravljanju tržištem kapitala i regulisanjem eksternog finansijskog izveštavanja. Slične intervencionističke mere realizovane su i u cilju prevladavanja kriznih situacija početkom XXI veka. U tom smislu, Sarbanes-Oxlijev zakon (*The Sarbanes-Oxley Act*) iz 2002. godine predstavljao je pokušaj ponovnog uspostavljanja poverenja na tržištu kapitala i povećane zaštite investitora, nakon velikih potresa izazvanih krahovima Enrona i WorldCom-a, dok je Dod-Frenkov zakon (*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) iz 2010. godine bio sračunat na povećanje transparentnosti i odgovornosti finansijskog sistema i zaštite korisnika finansijskih usluga, u periodu nakon izbijanja velike svetske finansijske krize.

Na teritoriji Evrope, pak, značajnije izmene regulative finansijskog izveštavanja pokrenute su sa težnjom za stvaranjem jedinstvenog evropskog tržišta, u vidu Evropske ekonomske zajednice, kasnije Evropske unije. Potreba za razvijanjem uniformnog okvira računovodstvenog izveštavanja kompanija iz različitih jurisdikcija, rezultirala je donošenjem nekoliko računovodstvenih Direktiva³, koje su neposredno implementirane putem nacionalnih zakonodavstava zemalja članica. Kasniji razvoj Međunarodnih računovodstvenih standarda, danas Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (*International Financial Reporting Standards – IFRS*), pojavio se kao odgovor na intenzivne zahteve globalizacije tržišta kapitala i potrebu stvaranja zajedničkog finansijsko-računovodstvenog „jezika“ poslovnih entiteta širom sveta. Smatralo se da su razvoj i primena jedinstvenih standarda finansijskog izveštavanja na svetskom nivou od posebnog značaja za internacionalne korporacije, usled čega je primena ovih standarda propisana kao obavezna za konsolidovane finansijske izveštaje javnih kompanija listiranih u Evropskoj Uniji, uključujući banke i osiguravajuće kompanije, počev od 1. januara 2005. godine⁴. Danas se Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja primenjuju kao obavezan regulatorni okvir na tržištima kapitala u preko 140 nacionalnih jurisdikcija širom sveta⁵, sa opštim uverenjem da će njihova implementacija osigurati transparentno i visoko kvalitetno finansijsko izveštavanje.

Iako se može diskutovati o odnosu troškova i koristi državne regulative, izvesno je da nemerljivi značaj koji tržišta kapitala imaju za funkcionisanje modernih ekonomija širom sveta ne dozvoljava luksuz njihovog prepuštanja delovanju neizvesne „nevidljive ruke“. Kao osnovni mehanizam alokacije resursa u tržišno orijentisanoj ekonomiji, tržišta kapitala predstavljaju moćnu arenu koja povezuje ponudu i tražnju za dugoročnim izvorima finansiranja. Stoga se njihovo neometano funkcionisanje pojavljuje kao preduslov i motor daljeg ekonomskog rasta i razvoja. U tom smislu, uobičajeno se smatra da je državna intervencija na ovom tržištu motivisana uspostavljanjem pravila fer igre za sve učesnike i očuvanjem dragocenog poverenja, kako bi se osiguralo usmeravanje

³ Trenutno važeća „računovodstvena direktiva“, Direktiva 2013/34/EU Evropskog parlamenta i Saveta od 26. juna 2013. godine o godišnjim finansijskim izveštajima, konsolidovanim finansijskim izveštajima i povezanim izveštajima za određene vrste subjekata, o izmeni VIII Direktive 2006/43/EZ Evropskog parlamenta i Saveta i o stavljanju van snage IV i VII direktive Saveta 78/660/EEZ i 83/349/EEZ.

⁴ Uredba (EZ) br. 1606/2002 Evropskog parlamenta i Saveta od 19. jula 2002. godine o primeni Međunarodnih računovodstvenih standarda.

⁵ Prema podacima Fondacije za Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja iz aprila 2018. godine; izvor: <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/#analysis>.

raspoloživih resursa u područja njihove najproduktivnije upotrebe. Otuda se potreba za očuvanjem javnog interesa često navodi kao jedan od osnovnih izvora državnog intervencionizma, kako na tržištu kapitala, tako i na tržištu finansijsko-računovodstvenih informacija.

Poznato je da je tržištima kapitala svojstvena neizbežna informaciona asimetrija između učesnika na stranama ponude i tražnje. Zainteresovani kupci finansijskih instrumenata nisu u poziciji da sa izvesnošću razmatraju različite investicione alternative i bezbrižno plasiraju ograničene resurse u najunosnije hartije, doprinoseći razvoju ekonomije svojim racionalnim i lukrativnim odlukama. Kao informaciono inferiorni, učesnici na strani tražnje za finansijskim instrumentima permanentno su izloženi riziku pogrešnog vrednovanja i promašenih investicija. Imajući u vidu savremene procese internacionalizacije tržišta kapitala, kao i limitiranu raspoloživost resursa na svetskom nivou, srazmere mogućih negativnih posledica pogrešnih investicionih odluka nije potrebno posebno naglašavati. Potreba za upravljanjem i minimiziranjem rizika svojstvenih informacionoj asimetriji upravo se pojavljuje kao osnovni izvor tražnje za pouzdanim i kvalitetnim informacijama o ponuđačima na tržištu kapitala. Nastojeći da tržišnim učesnicima osigura adekvatne i transparentne informacione resurse, kao pretpostavke njihovih validnih investicionih odluka, efikasne alokacije kapitala u ekonomiji i očuvanja javnog interesa, država se okreće finansijsko-računovodstvenim informacijama, uspostavljajući i regulišući zvanični sistem eksternog finansijskog izveštavanja, sa primarnim ciljem prilagođavanja ponude finansijsko-računovodstvenih informacija percepiranim potrebama iznova menjajuće informacione tražnje na tržištu kapitala.

Međutim, teorijski argumenti u korist regulative finansijskog izveštavanja mogu se naći i izvan arene tržišta kapitala. Izvesno je da tražnja za finansijsko-računovodstvenim informacijama prevazilazi okvire investicionog odlučivanja, budući da čitav niz stejkholdera svoje informacione interese vezuje za sistem eksternog finansijskog izveštavanja. Teoretičari slobodnog tržišta finansijsko-računovodstvenih informacija zagovaraju tezu da je tržišni mehanizam, u vidu nesputanog dejstva sila ponude i tražnje, jedini pravi put za obezbeđenje optimalnih karakteristika, forme, sadržine i učestalosti finansijskog izveštavanja, te da je bilo kakva intervencija države u tom pogledu suvišna, skupa i da potencijalno može proizvesti više štete nego koristi. Ipak, određene specifičnosti računovodstvenih informacija, kao ekonomskog dobra, mogu dovesti u pitanje sposobnost realizacije optimalnih ishoda na ovom tržištu (Wolk et al, 2008; Godfrey et al., 2010).

Pre svega, treba imati u vidu da računovodstvene informacije ispoljavaju karakteristike javnog dobra. Zahvaljujući tome, njihova tražnja neće biti u potpunosti otkrivena, onemogućavajući slobodno uspostavljanje ravnotežnih uslova na tržištu. Jednom „proizvedene“ i obelodanjene, finansijsko-računovodstvene informacije o kompaniji postaju praktično dostupne vrlo širokom krugu zainteresovanih lica, koja ih mogu koristiti bez ikakvih ograničenja, kao i bez umanjenja njihove upotrebne vrednosti. Štaviše, potencijalni investitori i finansijski analitičari imaju privilegiju da ove informacije koriste besplatno, kao „slobodni jahači“, ne učestvujući u troškovima njihove pripreme. Sledstveno, smatra se da izveštajni entiteti neće biti dovoljno motivisani da svojevolski obezbede neophodna obelodanjivanja.

Osim navedenog, izvesno je da se ponuđači na tržištu finansijsko-računovodstvenih informacija praktično nalaze u monopolskom položaju, budući da svaka kompanija ima isključiva prava nad sopstvenim informacijama. Ponašajući se kao monopolisti, može se očekivati da će izveštajni entiteti težiti da ograniče ponudu finansijsko-izveštajnih informacija i nastojati da ih plasiraju po višim cenama. U konačnom, izrazito heterogena struktura kako tražnje, tako i ponude finansijsko-računovodstvenih informacija, takođe može dovesti u pitanje efikasnost delovanja mehanizma slobodnog tržišta. Naime, vrlo različite i često konfliktno informacione potrebe brojnih zainteresovanih korisnika računovodstvenih informacija praktično je nemoguće sinhronizovati u jedinstvenom, ravnotežnom zahtevu za informacionom sadržinom eksternih finansijskih izveštaja. Problemi uspostavljanja ravnoteže pojaviće se i na strani ponude, budući da lica odgovorna za

pripremu finansijsko-računovodstvenih informacija mogu imati različite preferencije po pitanju računovodstvenih metoda koji će najviše odgovarati percepiranoj tražnji.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, teorija javnog interesa propagira državni intervencionizam kao jedini put korekcije identifikovanih tržišnih propusta, nametanjem obaveznih regulatornih zahteva za periodičnim finansijskim izveštavanjem, u opštem interesu investicione i ostale javnosti. Međutim, treba imati u vidu da savremeni teoretičari računovodstva i finansijskog izveštavanja dovode u pitanje javni interes, kao ideju vodilju državnog intervencionizma u finansijskom izveštavanju. Prepoznajući značajne ekonomske posledice koje finansijsko-računovodstvene informacije mogu imati na preraspodelu bogatstva na svetskom nivou, pojedini autori ukazuju na motivaciju određenih interesnih grupa i pojedinaca da, sticanjem moći u političkim procesima, opredeljujuće utiču na kreiranje i redizajniranje računovodstvenih standarda, „osvajanjem regulatora“ i promovisanjem sopstvenih interesa. U tom smislu, teorija ličnog interesa prepoznaje međunarodnu regulativu finansijskog izveštavanja kao primarno politički proces, predviđajući da će regulatorna aktivnost zapravo biti usmerena u pravcu transferisanja profita prema grupacijama ili individuama sa najvećom političkom moći (Godfrey et al., 2010), pod maskom opšte dobrobiti i prilagođavanja eksternog finansijskog izveštavanja potrebama neposrednih donosilaca odluka na tržištu kapitala. Ipak, kao što primećuju Watts i Zimmerman (1979), i pored visoke sposobnosti teorije ličnog interesa da predvidi buduće poteze regulatora, malo je verovatno da će ona ikada biti usvojena kao zvanična teorijska osnova regulative finansijskog izveštavanja, imajući u vidu njenu političku neprihvatljivost.

2. CILJEVI EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA I MOGUĆNOST NJIHOVE OPERACIONALIZACIJE

2.1. Istorijski osvrt na razvoj ciljeva eksternog finansijskog izveštavanja

Računovodstveno izveštavanje o aktivnostima i performansama profitno orijentisanih ekonomskih entiteta prešlo je dug put kontinuirane adaptacije potrebama poslovne prakse, od trgovačkih evidencija o dugovanjima i potraživanjima, do savremenih, kompleksnih, finansijskih izveštaja opšte namene. Ipak, i pored različitih stavova u pogledu osnovnih ciljeva i primarnog fokusa finansijskih izveštaja, koji su dominirali računovodstvenom teorijom tokom karakterističnih faza njenog razvoja, istorijska distanca ukazuje na to da je primarna funkcija računovodstva i finansijskog izveštavanja praktično nepromenjena od samog njegovog postanka (AICPA, 1973).

U tom smislu, fundamentalni cilj finansijskog izveštavanja oduvek je bio materijalizovan u osnovnoj potrebi pružanja korisnih informacija za donošenje odluka, ciljanom krugu zainteresovanih korisnika. Iako svoje informacione interese u finansijsko-računovodstvenim obelodanjivanjima izveštajnih entiteta sasvim izvesno mogu pronaći svi njihovi postojeći i potencijalni stejkholderi (eksterni i interni), fokusiranje unapred definisanog kruga korisnika sračunato je na praktično osiguranje operativnih pretpostavki realizacije opšteg cilja finansijskog izveštavanja. U tom smislu, ekonomska logika upućuje na selekciju onih korisnika čije se informacione potrebe mogu smatrati najsveobuhvatnijim, sa verovanjem da će njima prilagođeni eksterni finansijski izveštaji istovremeno biti od koristi i širokom krugu ostalih zainteresovanih lica.

Izvesno je da su evolutivne promene u krugu primarnih korisnika finansijskih izveštaja i prirodi njihovih ekonomskih odluka tokom istorije menjale i prirodu tražnje za relevantnim informacijama o aktivnostima i performansama ciljanih entiteta, utičući time i na samu interpretaciju koncepta korisnosti izveštajnih informacija od strane računovodstvene teorije i prakse. Stoga je razvoj

računovodstva bio praćen evolucijom stavova u pogledu preporučenih načina formalizacije i efikasne realizacije osnovnog cilja finansijskog izveštavanja. Sledstveno tome adaptirana je preferirana forma i sadržina finansijskih izveštaja, učestalost njihove pripreme, korisnici kojima su ovi izveštaji bili namenjeni i dostupni, kao i važeća pravila priznavanja i odmeravanja efekata realizovanih transakcija i događaja. Zapravo, imajući u vidu inherentno svojstvo računovodstva kao primarnog informacionog resursa poslovne prakse, sasvim je izvesno da „korisne informacije za donošenje odluka“ nikada neće, niti mogu biti, precizno definisan i konačan informacioni set, jednom opredeljen za sva vremena.

Gjesdal (1981) upućuje na dve primarne uloge računovodstvenih informacija i pokazuje da se njihove poželjne karakteristike mogu razlikovati. Istražujući izvore tražnje za finansijsko-izveštajnim informacijama, Gjesdal (1981) identifikuje dve vrste specifičnih informacionih potreba korisnika. U tom smislu, on prepoznaje da finansijsko-izveštajne informacije mogu biti zahtevane kao informacioni resurs u donošenju odluka investicionog karaktera, čineći izvor „tražnje za potrebe odlučivanja“. Osim toga, ove informacije mogu biti tražene i kao neophodno sredstvo nadgledanja i kontrole aktivnosti rukovodstva i ocene njihovih performansi, u uslovima razdvajanja funkcije vlasništva od funkcije upravljanja. Takva potreba kreira „stjuardšip tražnju“ za finansijsko-izveštajnim informacijama. Nastojeći da obezbedi adekvatan odgovor na pomenute izvore tražnje, osnovni koncept „pružanja korisnih informacija za donošenje odluka“ formalizovan je u „stjuardšip“ i „korisničkoj“ perspektivi ciljeva finansijskog izveštavanja.

Dugi niz godina računovodstvo se razvijalo kao primarna informaciona podrška pažljivom i odgovornom rukovođenju kompanijom (O'Connell, 2007). U tom smislu, preovlađujući cilj finansijskog izveštavanja materijalizovao se u polaganju računa o ostvarenim efektima proisteklim iz čuvanja i korišćenja resursa koji su rukovodstvu povereni na upravljanje. Ovaj koncept „domaćinskog gazdovanja tuđom imovinom“ (Jović, 2016, str. 42) u računovodstvenoj literaturi engleskog govornog područja naširoko je poznat kao „stjuardšip“ (*stewardship*). Razdvajanjem funkcije vlasništva od funkcije upravljanja i ekspanzijom agencijskog problema, računovodstveni izveštaji postaju prepoznati kao efikasan kanal komunikacije između principala i agenta. U tom smislu, vlasnici kompanije dobijaju relevantne i pouzdane informacije koje im mogu pomoći da sagledaju kako je menadžment izvršavao svoje odgovornosti u upravljanju kompanijskom imovinom, odnosno da li je podlegao iskušenjima realizacije ličnih interesa na uštrb vlasničkih. Menadžment, pak, dobija efikasan medij za dokazivanje sopstvenih performansi i veština, koji ga potencijalno može sačuvati neprijateljskih preuzimanja, ali i doprineti snižavanju troškova pribavljenog kapitala, kroz umanjeње percepiranog rizika ulaganja u kompaniju. Time je osnovni zadatak finansijskih izveštaja manifestovan u obezbeđenju pouzdane osnove za „konstruktivni dijalog“ (Lennard, 2006, str. 52) između vlasnika i angažovanog rukovodstva, na opšte blagostanje obe strane.

Razvojem tržišta kapitala i pojavom javnih korporacija izrazito diversifikovane vlasničke strukture, agencijski problem poprima ozbiljnije srazmere. Umesto jednom ili nekolicini bliskih principala, menadžment javne korporacije postaje odgovoran širokom krugu potpuno nepoznatih akcionara - postojećih, potencijalnih i bivših vlasnika. U tom smislu, finansijsko izveštavanje, kao dragoceni mehanizam očuvanja poverenja između principala i agenta, dobija javni karakter i eksterni fokus, evoluirajući u osnovni informacioni resurs tržišta kapitala. Smatra se da su upravo razvoj tržišta kapitala, šire učešće individualnih investitora i potreba očuvanja njihovih interesa kroz povećanu regulativu, uticali na promenu fokusa ciljne funkcije finansijskog izveštavanja, u pravcu korisničke perspektive i investicionog odlučivanja. Kao značajne uticajne faktore u tom smislu literatura prepoznaje „*Izveštaj o osnovnoj računovodstvenoj teoriji*“ Američke asocijacije računovođa iz

1966. godine, kao i „Izveštaj studijske grupe o ciljevima finansijskih izveštaja“⁶ iz 1973. godine. Osnovni cilj finansijskog izveštavanja i zvanično postaje „obezbeđenje informacija korisnih za donošenje ekonomskih odluka“ (AICPA, 1973, str. 13), i to onih korisnika koji imaju „ograničenu moć, sposobnost ili resurse da obezbede informacije i koji se oslanjaju na finansijske izveštaje kao osnovni izvor informacija o ekonomskim aktivnostima kompanije“ (AICPA, 1973, str. 17).

Međutim, intenzivno promovisanje koncepta korisnosti izveštajnih informacija za donošenje odluka, sa posebnim fokusom na prognoziranju budućih neizvesnih tokova gotovine kompanije, uticalo je na izvesno zanemarivanje informacionih zahteva za ocenom performansi menadžmenta i doprinelo razvoju percepcije o polaritetu „korisničke“ i „stjuardšip“ perspektive ciljeva, u teoriji i praksi finansijskog izveštavanja. Na primer, Gjesdal (1981) smatra da isti sistem finansijskog izveštavanja verovatno neće moći da proizvede informacije koje bi bile podjednako korisne i za donošenje investicionih odluka, tj. procenu kapitala izveštajnog entiteta, i za procenu efekata domaćinskog gazdovanja njegovom imovinom. Naime, smatra se da će u postupku investicionog odlučivanja informacije biti korišćene sa ciljem anticipacije očekivanih budućih tokova gotovine, dok će njihova upotreba prilikom ocene performansi menadžmenta biti mahom sračunata na oblikovanje očekivanih budućih tokova gotovine (Lambert, 2001).

Imajući u vidu razlike u mehanizmima odlučivanja investitora, poželjna svojstva računovodstvenih informacija često će biti različito interpretirana. Postoji rašireno uverenje da investiciono odlučivanje favorizuje finansijske izveštaje koji obiluju informacijama okrenutim ka budućnosti - procenama i prognozama rukovodstva, dok perspektivi ocene menadžerskih performansi više pogoduju „čvrste“ računovodstvene informacije o istorijskim, realizovanim događajima⁷. Ipak, i teorijska i empirijska istraživanja pokazuju da postoje značajna preklapanja u tom smislu (EFRAG, 2013). Lennard (2006) zaključuje da ne postoji konflikt između dva osnovna pogleda na ciljeve finansijskog izveštavanja, budući da su informacije neophodne za procenu performansi menadžmenta, takođe zahtevane i u svetlu korisnosti za odlučivanje. Kao što ističe Malinić (2010), finansijski izveštaji jesu istorijski, ali, prikazujući efekte ranije donetih odluka menadžmenta, oni istovremeno reflektuju i njihove procene budućih performansi izveštajnog entiteta, unapređujući time informacionu podlogu investicionog odlučivanja korisnika. U tom smislu, savremena interpretacija koncepta „pružanja korisnih informacija za donošenje odluka“ upravo je zasnovana na težnji za pomirenjem „stjuardšip“ i „korisničke“ perspektive ciljeva finansijskog izveštavanja, kroz pružanje jedinstvenog informacionog seta koji će podmiriti oba izvora tražnje za finansijsko-računovodstvenim informacijama, prepoznavanjem da ocene performansi rukovodstva, odnosno njegovih sposobnosti domaćinskog gazdovanja resursima kompanije, čine integralni deo investicionog odlučivanja primarnih korisnika finansijskih izveštaja.

2.2. Savremeni pogled na ciljeve eksternog finansijskog izveštavanja

Eksterno finansijsko izveštavanje savremenih korporacija danas predstavlja visoko regulisan informacioni sistem. Kao regulatorni okvir usmeren ka izgradnji univerzalnog računovodstvenog „jezika“ na globalnom nivou, Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja ostvaruju značajan uticaj na preovlađujuće stavove računovodstvene teorije i prakse, oblikujući ciljeve i zadatke eksternog finansijskog izveštavanja. Istovremeno, propisivanjem načina pripreme, prezentacije i obelodanjivanja finansijskih izveštaja, međunarodni standardi i neposredno kreiraju osnovne pretpostavke uspešne realizacije finansijsko-izveštajnih ciljeva. U tom smislu, analiza specifičnosti ciljne funkcije eksternih finansijskih izveštaja u savremenom periodu neminovno mora biti trasirana

⁶ Pomenutu studijsku grupu je 1971. godine formirao Američki institut ovlašćenih javnih računovođa; poznata je i pod nazivom „Trueblood Komisija“, a njen izveštaj o ciljevima finansijskih izveštaja kao „Izveštaj Trueblood komisije“. Naziv je dobila po svom predsedavajućem članu (g. Robert Trueblood).

⁷ Videti više: EFRAG, 2016.

smernicama relevantnog regulatornog okvira, naročito imajući u vidu njegovu izrazitu ciljnu orijentaciju. Naime, svi proklamovani računovodstveni standardi, principi, procedure i prakse danas neposredno izviru iz osnovne potrebe za realizacijom opšteg cilja finansijskog izveštavanja (AICPA, 1973). U tom smislu, glavna ideja vodilja u njihovom kreiranju i implementaciji materijalizuje se upravo u konceptu obezbeđenja korisnih informacija za donošenje odluka. Čineći fundamentalnu osnovu Konceptualnog okvira za finansijsko izveštavanje, primarni cilj finansijskih izveštaja opšte namene danas se pojavljuje kao „sveti gral“ savremene računovodstvene teorije.

Imajući u vidu prethodna zapažanja, jasno je da ispravna interpretacija postavljenih ciljeva finansijskih izveštaja predstavlja osnovni preduslov njihove uspešne realizacije. Razumevanje vrsta i poželjnih karakteristika „korisnih informacija“, kao konačnog „proizvoda“ sistema eksternog finansijskog izveštavanja od krucijalnog je značaja kako za regulatora, koji razvijanjem i pravovremenim inoviranjem računovodstvenih standarda treba da obezbedi osnovne pretpostavke za njihovu prezentaciju, tako i za izveštajni entitet kao neposrednog „proizvođača“ izveštajnih informacija, ali i krajnje korisnike, čije ekonomske odluke čine primarni izvor tražnje za ovim informacijama. U tom smislu, Konceptualnim okvirom za finansijsko izveštavanje (IFRS Foundation, 2018a) izvršena je bliža operacionalizacija osnovnog cilja finansijskih izveštaja opšte namene.

Iako je primetno da opšti cilj finansijskog izveštavanja, u svom izvornom obliku, nije odmakao od tradicionalne računovodstvene krilatice pružanja korisnih informacija za donošenje odluka, savremena očekivanja u pogledu vrsta i svojstava finansijsko-izveštajnih informacija koje će se smatrati korisnim ipak su evoluirala u odnosu na „stjuardšip“ i „korisničku“ perspektivu finansijskog izveštavanja. U tom smislu, osnovne specifičnosti ciljne funkcije eksternih finansijskih izveštaja danas mogu se sumirati u njenom fokusu na unapređenje ekonomskih odluka snabdevača kapitala izveštajnog entiteta i prepoznavanju potreba za procenom njihovih očekivanih prinosa, kao osnovnih izvora tražnje koju finansijsko-izveštajne informacije pretenduju da zadovolje. Drugim rečima, informacija će biti percepirana kao korisna ukoliko doprinosi sposobnosti ulagača da procene očekivane buduće prinose po osnovu ranije izvršenih ili potencijalnih ulaganja u izveštajni entitet, na vlasničkoj ili dužničkoj osnovi.

Smatra se da je ograničavanje kruga korisnika finansijskih izveštaja opšte namene predstavljalo nužnu pretpostavku osiguranja mogućnosti realizacije definisanih ciljeva savremenog finansijskog izveštavanja. Naime, izvesno je da tržišno orijentisane ekonomije odlikuje i značajna, izrazito diferencirana tražnja za finansijsko-računovodstvenim informacijama. Počevši od investitora, kreditora, preko neposrednih izvršilaca i rukovodstva kompanije, njenih kupaca i dobavljača, svoje informacione interese u finansijskim izveštajima sasvim izvesno naći će i državni organi, regulatorna tela, pa i šira zainteresovana javnost. Nije neophodno dodatno naglašavati raznolikost i čestu suprotstavljenost njihovih informacionih potreba, višestruke mehanizme odlučivanja koje primenjuju, kao i brojne, i nužno subjektivne stavove u pogledu toga koje i kakve finansijsko-izveštajne informacije se mogu smatrati korisnim. Više je nego jasno da jedinstveni finansijsko-izveštajni set teško može pomiriti informacione zahteve takvog nivoa kompleksnosti. I pored značajnih napredaka na polju razvoja informacionih tehnologija i tehnika upravljanja velikim bazama podataka, eksterni finansijski izveštaji još uvek nisu evoluirali u „kostjumizovani proizvod“, izrađen po meri specifičnih zahteva određenog korisnika ili pak kategorije korisnika. Posledično, dizajn jedinstvenog seta eksternih finansijskih izveštaja koji bi bio kadar da prezentuje informacije koje će se smatrati korisnim za odlučivanje, nužno je podrazumevao kompromise regulatora u pogledu vrsta korisnika i tipova ekonomskih odluka koji će imati primaran status u izveštavanju.

Opređenjenje za postojeće i potencijalne investitore, zajmodavce i ostale poverioce izveštajnog entiteta, kao primarne korisnike njegovih finansijsko-izveštajnih informacija, uobičajeno se

objašnjava visoko rizičnom prirodom njihovih ekonomskih odnosa sa entitetom, odnosno informacionim potrebama koje se mogu smatrati najkompleksnijim i najsveobuhvatnijim, u odnosu na ostale potencijalno zainteresovane korisnike. Istovremeno, treba imati u vidu i šire ciljeve regulatora u uređenju sistema eksternog finansijskog izveštavanja, motivisane potrebom očuvanja poverenja na svetskim finansijskim tržištima, kroz uspostavljanje transparentnosti, odgovornosti i efikasnosti u njihovom funkcionisanju. Naime, eksterni finansijski izveštaji regulisani su sa jasnom namerom da realizacijom sopstvenih ciljeva neposredno doprinose unapređenju kvaliteta donetih odluka učesnika na tržištu kapitala, usmeravajući tok ograničeno raspoloživih resursa prema područjima njihove najprofitabilnije upotrebe.

Imajući u vidu moguće srazmere negativnih posledica pogrešnih investicionih odluka na ekonomiju u celini, smatra se da pomenuto fokusiranje kruga primarnih korisnika direktno doprinosi očuvanju opšteg javnog interesa, obezbeđujući zaštitu i onim korisnicima čije informacione potrebe nisu direktno utkane u važeću regulativu. Smatra se da je, posebnim uvažavanjem uobičajenog „eksternog“ statusa primarnih korisnika u odnosu na kompaniju od interesa, koji im onemogućava sticanje neposrednog uvida u njeno poslovanje, odnosno dobijanje željenih finansijsko-računovodstvenih informacija u zahtevanom obliku i tačnom momentu donošenja odluke, regulator naročito težio obezbeđenju uslova fer igre na finansijskim tržištima, stvaranjem pretpostavki za umanjenje informacionog jaza kroz osiguranje javnog karaktera finansijskih izveštaja opšte namene i njihovu slobodnu dostupnost svim zainteresovanim licima.

2.3. Investicione odluke kao referentni okvir opšteg cilja eksternih finansijskih izveštaja

Izgradnjom regulatornog okvira finansijskog izveštavanja na temelju subjektivnog koncepta korisnosti izveštajnih informacija za donošenje odluka stvoreno je plodno tle za materijalizaciju značajnih rizika u vezi sa interpretacijom i neposrednom realizacijom osnovnog cilja finansijskih izveštaja opšte namene. Naime, poznato je da izrazito kompleksna i dinamična priroda ekonomskih aktivnosti izveštajnih entiteta širom sveta onemogućava ustrojstvo savršeno preciznih računovodstvenih „pravila igre“, u vidu detaljnih smernica za priznavanje, odmeravanje i obelodanjivanje efekata svih potencijalno mogućih transakcija i događaja. Stoga se alternativni izbori, procene i rasuđivanja pojavljuju kao neizbežni pratioci savremenih regulatornih okvira finansijskog izveštavanja, unoseći izvesnu dozu subjektivizma u čitav proces. U takvim okolnostima, jasno je da uspešna realizacija definisanog finansijsko-izveštajnog cilja počiva na postizanju delikatnog konsenzusa svih učesnika u lancu finansijskog izveštavanja, u pogledu vrsta, svojstava i načina pripreme i prezentacije informacija koje će se smatrati korisnim. Referentni okvir u tom smislu upravo čine percepirane informacione potrebe ciljanih korisnika finansijskih izveštaja, neposredno oblikovane specifičnim mehanizmima odlučivanja, na kojima počivaju njihovi investicioni potezi.

Obezbeđenje resursa izveštajnom entitetu od interesa u osnovi predstavlja ekonomski motivisanu transakciju. Stoga je izvesno da će odluke ulagača u vezi sa sticanjem, držanjem ili otuđenjem vlasničkih i dužničkih instrumenata izveštajnog entiteta, odobrenjem ili namirenjem zajmova ili kredita, kao i ciljanim usmeravanjem aktivnosti rukovodstva, u osnovi počivati na procenjenoj vrednosti potencijalno očekivane zarade i pripadajuće izloženosti riziku u datom poduhvatu. Kako bi odmerili visinu očekivanog prinosa planiranog ili realizovanog ulaganja, u pojavnim oblicima dividendi, kapitalnih dobitaka ili kamata, ulagači moraju biti sposobni da anticipiraju tokove gotovine koji se mogu očekivati po datom osnovu. Smatra se da krucijalni element takvih procena predstavlja informacije o novčanim posledicama ranije donetih odluka kompanije, tj. njenog rukovodstva.

Drugim rečima, primarni korisnici finansijskih izveštaja moraju imati saznanja o očekivanim kretanjima gotovine u kompaniji od interesa, kako bi mogli da procene kretanje sopstvenih gotovinskih tokova koji će rezultirati iz odnosa sa datom kompanijom u budućnosti (AICPA, 1973). Upravo je na ovakvim pretpostavkama zasnovana savremena regulativa eksternog finansijskog izveštavanja. Naime, nastojeći da bliže formalizuje opšti cilj eksternih finansijskih izveštaja, međunarodni regulator promovise uverenje da su kao korisne, primarnim korisnicima neophodne relevantne i verodostojne informacije koje će im omogućiti da procene iznose, tajming i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u izveštajni entitet, kao i da sagledaju efekte koje je rukovodstvo izveštajnog entiteta ostvarilo upravljajući njegovim ekonomskim resursima (IFRS Foundation, 2018a, par. 1.3.).

Imajući u vidu prethodnu konstataciju, posebno je važno naglasiti da odgovornost za vršenje pomenutih procena, kao i izvođenje rezultujućih zaključaka i donošenje odluka, leži na samim korisnicima finansijskih izveštaja. Rukovodstvo kompanije, pak, odgovorno je za relevantnu i fer prezentaciju njenih finansijsko-izveštajnih informacija u skladu sa važećim regulatornim okvirom. To podrazumeva obezbeđenje zahtevanih informacionih inputa korisnicima, odgovarajućih karakteristika i kvaliteta, ali ne i eksplicitne iskaze rukovodstva u pogledu očekivanih budućih priliva i odliva gotovine kompanije, kao ni prinosa i rizika njenih snabdevača kapitala, iako bi sasvim izvesno pojedini korisnici takve informacije okarakterisali kao izuzetno vredne i upotrebljive. Štaviše, prezentacija informacija o mogućim budućim događajima i očekivanim transakcijama kompanije, dozvoljena je samo u slučaju da su iste u vezi sa postojećim elementima finansijskih izveštaja, kao i da su korisne i da primarne korisnike ne dovode u zabludu.

U tom smislu, izvesno je da eksterno finansijsko izveštavanje u savremenom periodu i dalje egzistira kao svojevrsni „hroničar prošlih događaja“, prepuštajući pompezne najave budućnosti drugim, konkurentskim izvorima informacija na tržištu kapitala. Takođe je izvesno i to da iole pouzdana anticipacija nepoznatih i neizvesnih budućih događaja u savremenim uslovima nije moguća bez sticanja adekvatnih uvida u prošlost i sadašnjost kompanije od interesa, u širem kontekstu njenog okruženja. Pružajući sliku istorijskih performansi kompanije i njenog rukovodstva, kao i rezultujućeg finansijskog položaja, tokova gotovine i promena na kapitalu, i njihovih pratećih rizika, eksterni finansijski izveštaji pojavljuju se kao jedan u nizu izvora informacija za investiciono odlučivanje primarnih korisnika.

Zapravo, donošenje informisanih odluka o obezbeđenju resursa izveštajnom entitetu od interesa, neizostavno će zahtevati uzimanje u obzir i drugih izvora, koji bi korisnicima trebalo da omoguće da jasnije sagledaju opšte ekonomske uslove i očekivanja, političku klimu i događaje, prilike i očekivanja u industriji i na tržištima na kojima kompanija posluje, pa i u samoj kompaniji od interesa, kao i da procene moguće posledice pomenutih faktora na buduće tokove gotovine kompanije, odnosno na visinu i neizvesnost prinosa koji oni lično mogu očekivati po osnovu sopstvenih ulaganja u kompaniju, na vlasničkoj ili dužničkoj osnovi.

Ipak, i pored činjenice da tokovi gotovine predstavljaju primarni fokus odluka o obezbeđenju resursa izveštajnom entitetu, važno je napomenuti da gotovinska osnova računovodstva nije svojstvena eksternom finansijskom izveštavanju. Naprotiv, savremeni finansijski izveštaji zadržali su svoju tradicionalnu „obračunsku“ osnovu, kao dokazano superiornu kada je reč o pripremi i prezentaciji informacija za investiciono odlučivanje, priznavanjem efekata realizovanih transakcija i događaja u izveštajnim periodima njihovog nastanka, nezavisno od rezultujućih tokova gotovine. Naime, kao što primećuju Dechow et al. (1998), računovodstveni rezultati reflektuju prognoze gotovinskih tokova i ispoljavaju jaču vezu sa kretanjem vrednosti kompanije od samih tekućih tokova gotovine. U tom smislu, računovodstveni rezultat pojavljuje se kao superiorniji indikator budućih gotovinskih tokova kompanije, potpunije reflektujući stvarne promene u njenim performansama u odnosu na tekuću neto gotovinu (Ball et al., 2000).

S obzirom na izložena razmatranja, eksterni finansijski izveštaji danas su regulisani sa osnovnom namerom da pruže relevantne i verodostojne informacije o ekonomskim resursima izveštajnog entiteta, potraživanjima drugih strana u odnosu na te resurse, na vlasničkoj ili dužničkoj osnovi, relevantnim promenama u resursima i potraživanjima tokom izveštajnog perioda, kao i efektima koje je rukovodstvo kompanije ostvarilo upravljajući njenom imovinom. Naime, smatra se da prikazivanjem sredstava, obaveza, kapitala, prihoda, rashoda i tokova gotovine, kao i informacija o njihovoj prirodi i pratećim rizicima, eksterni finansijski izveštaji u najvećoj meri doprinose sposobnosti njihovih primarnih korisnika da procene iznose, dinamiku i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine kompanije, kao i da sagledaju stepen postignute efikasnosti i efektivnosti njenog menadžmenta.

U tom smislu, prezentacija finansijskog položaja kompanije, kroz informacije o vrstama i vrednostima njenih resursa, sa jedne, odnosno iznosima i rokovima dospeća izvora finansiranja, sa druge strane, sračunata je na pružanje mogućnosti primarnim korisnicima da sagledaju likvidnost i solventnost kompanije, njene potrebe za dodatnim izvorima finansiranja, kao i sposobnost da se isti obezbede pod prihvatljivim uslovima. Istovremeno, informacije o vrstama i rokovima dospeća postojećih obaveza treba da upute korisnike na verovatne odlive koje kompanija može očekivati u predstojećem periodu. Informacije o finansijskim performansama, kroz prikaz ostvarenih prihoda i rashoda, uključujući i dobitke i gubitke i ostale komponente ukupnog rezultata, mogu pomoći primarnim korisnicima da sagledaju prinos koji je kompanija ostvarila angažovanjem sopstvenih resursa u prošlosti, kao i da bolje razumeju njegove gradivne elemente, ali i stepen varijabiliteta.

Očekuje se da ove informacije pomažu primarnim korisnicima da jasnije predvide sposobnost kompanije da generiše neto prilive gotovine u budućnosti, pre svega kroz svoju osnovnu delatnost, ali i da anticipiraju njene eventualne potrebe za obezbeđenjem dodatnih izvora finansiranja, oslanjanjem na investitore i kreditore. Tome takođe mogu poslužiti i informacije o istorijskim tokovima gotovine kompanije. Analizom izvora gotovine izveštajnog entiteta, kao i područja njene pretežne upotrebe, smatra se da primarni korisnici mogu bolje razumeti poslovanje kompanije od interesa, sticanjem uvida u njene operativne aktivnosti, kao i aktivnosti investiranja i finansiranja, što se može pokazati naročito korisnim u prognoziranju budućih priliva i odliva gotovine.

Mogućnost procene budućih performansi kompanije, pak, pretpostavlja i sposobnost korisnika da anticipiraju ishode očekivanih poteza njenog rukovodstva. U tom smislu, procena istorijskih performansi menadžmenta kompanije čini sastavni deo investicionih odluka primarnih korisnika finansijskih izveštaja. Budući da je rukovodstvo neposredno odgovorno za realizaciju ciljeva kompanije, na čelu sa primarnim ciljem stvaranja vrednosti za vlasnike, smatra se da će finansijsko-izveštajne informacije koje su korisne za procenu zarađivačke moći izveštajnog entiteta, ujedno biti korisne i za procenu uspešnosti njegovog rukovodstva (AICPA, 1973).

Takođe, ne treba zaboraviti da će pojedini primarni korisnici često biti u prilici da usmeravaju predstojeće poteze menadžmenta, glasanjem ili na druge načine, nastojeći da time oblikuju buduće poslovne aktivnosti i strategije kompanije, sa ciljanim uticajem na njene neto prilive gotovine, kao i na maksimiziranje sopstvenih prinosa, u konačnoj instanci. U tom smislu, njima će biti potrebne informacije o tome kako je rukovodstvo koristilo svoja ovlašćenja i odgovornosti u upotrebi kompanijskih resursa, rukovodeći kompanijom na putu stvaranja vrednosti za vlasnike, u cilju blagovremenog preduzimanja neophodnih korektivnih aktivnosti i odvratanja rukovodstva od eventualnog favorizovanja sopstvenih interesa.

Prezentacijom finansijskog položaja kompanije, njeni eksterni finansijski izveštaji upravo su regulisani tako da korisnicima pružaju uvid u efekte ostvarene u upravljanju kompanijom, omogućavajući im da sagledaju u kojoj meri je rukovodstvo postupalo sa pažnjom dobrog domaćina, da li je usmeravalo raspoložive resurse u pravcu realizacije najproduktivnijih strategija u

interesu vlasnika, kao i da li postoje eventualni rizici zloupotrebe po tom osnovu. Informacije o finansijskim performansama kompanije, odnosno izvorima i visini ostvarenog rezultata, mogu dodatno rasvetliti performanse njenog rukovodstva, omogućavajući korisnicima da, uvidom u poteze menadžmenta u prošlosti, procene verovatnoću realizacije sličnih transakcija i u budućnosti, kao i njihove očekivane efekte na kompanijske tokove gotovine, odnosno visinu i izvesnost sopstvenih prinosa.

2.4. Informacione potrebe primarnih korisnika kao vodič za operacionalizaciju opšteg cilja eksternih finansijskih izveštaja

Fokusiranjem postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala izveštajnih entiteta kao primarnih korisnika eksternih finansijskih izveštaja, te prepoznavanjem zajedničkih elemenata na kojima počivaju njihove investicione odluke, učinjen je značajan pomak u obezbeđenju osnovnih pretpostavki za olakšanu operacionalizaciju i ispunjenje opšteg cilja finansijskog izveštavanja u praksi. Ipak, istraživanja pokazuju da, iako načelno homogena grupa korisnika, investitori, zajmodavci i ostali poverioci zapravo primenjuju različite mehanizme odlučivanja o ulaganju sopstvenih resursa u izveštajni entitet od interesa, odnosno poseduju vrlo heterogene informacione potrebe (EFRAG, 2013). Osim prirodom njihovog ekonomskog odnosa sa izveštajnim entitetom, informacione preferencije primarnih korisnika sasvim izvesno biće određene i njihovim ličnim kompetencijama, ali i resursima koji im stoje na raspolaganju za prikupljanje podataka, njihovu analizu i izvođenje relevantnih zaključaka, tj. rezultujuće investiciono odlučivanje. Stoga se smatra da je upravo poznavanje specifičnosti informacionih zahteva investitora, zajmodavaca i ostalih poverilaca, kao učesnika na strani tražnje za eksternim finansijskim izveštajima, osnovna pretpostavka realizacije opšteg cilja finansijskog izveštavanja u praksi.

Informacione potrebe investitora. Postojeći i potencijalni investitori zauzimaju prvo mesto na listi primarnih korisnika eksternih finansijskih izveštaja. Snabdevajući kompaniju osnovnim, riziko kapitalom, investitori se pojavljuju kao „nosioci rezidualnog finansijskog interesa u preduzeću i svih njegovih rizika“ (Stevanović i Malinić, 2009, str. 72). Maksimalna izloženost riziku investitora, u odnosu na ostale kategorije primarnih korisnika, potiče iz specifične prirode pravno-formalnih ograničenja koja zajmodavcima i ostalim poveriocima izveštajnog entiteta garantuju izvesna prioritetna prava u realizaciji ciljeva, u odnosu na vlasnike njegovog kapitala. Poznato je da će investitori poslednji učestvovati u raspodeli ostvarenog rezultata kompanije čiji su vlasnici, kao i njene eventualne stečajne ili likvidacione mase. Naime, prinosi investitora ne poseduju luksuz ikakvih garancija pravno-formalnog karaktera. Naprotiv, oni su primarno uslovljeni ostvarenim rezultatima kompanije i pod uticajem su njenih budućih izgleda i performansi. Stoga se prinosi investitora zapravo pojavljuju kao neizvesna rezultanta specifičnog miksa faktora od uticaja, uključujući kvalitet raspoloživih materijalnih, nematerijalnih i ljudskih resursa kompanije, umešnost, posvećenost i etičnost njenog menadžmenta, ekonomske, institucionalne, političke i socijalne faktore iz neposrednog i šireg okruženja, kao i neizostavni faktor sreće.

Imajući na umu brojnost, raznovrsnost i međusobno prožimajući uticaj pomenutih faktora, kao i okolnost da se njihovo dejstvo realizuje u visoko rizičnom poslovnom okruženju izloženom kontinuiranim promenama, nije potrebno dodatno naglašavati srazmere rizika investicionog odlučivanja i kompleksnost mehanizama koji se nalaze u njenoj osnovi, niti isticati nužnost sveobuhvatnog karaktera informacione baze na kojoj počivaju odluke ove vrste. Izvesno je da eksterni finansijski izveštaji nisu, niti po svojoj prirodi mogu biti, jedini izvor informacija za postojeće i potencijalne investitore. Ipak, specifične karakteristike računovodstvenog informacionog sistema, koje se ogledaju u obezbeđenju standardizovanih, periodičnih, uniformno pripremljenih, adekvatno prezentovanih i nezavisno verifikovanih informacija o kompaniji, obezbeđuju značajne

komparativne prednosti finansijskim izveštajima, čineći ih nezamenljivim i vrhovnim izvorom informacija za investitore na tržištu.

Kako bi odgovorili informacionim potrebama investitora, od finansijskih izveštaja opšte namene očekuje se da obezbede relevantne i verodostojno prezentovane informacije koje će predstavljati adekvatnu osnovu za procenu očekivanih budućih dividendi i rasta tržišne vrednosti akcija, i sa njima povezanih rizika. Iako se u načelu investitori smatraju snabdevačima kapitala koji nema rok dospeća (osim u slučaju prestanka sa radom kompanije), ne treba izgubiti iz vida činjenicu da realizacija kapitalnih dobitaka podrazumeva i istovremenu realizaciju vlasničkih interesa investitora u datoj kompaniji, bilo delimično ili u celosti. Procena mogućnosti izlaska iz učinjene ili planirane investicije u određenom trenutku neizvesne budućnosti biće od posebne važnosti prilikom donošenja odluka u vezi sa investiranjem u kompaniju od interesa na nedovoljno razvijenim i nedovoljno likvidnim tržištima, a u svakom slučaju činiće sastavni deo procene očekivanih budućih rizika investitora. Naime, izvesno je da ni najlikvidnija tržišta kapitala neće predstavljati nikakvu utehu investitorima koji žele da povuku svoja ulaganja iz kompanija za čijim akcijama ne postoji nikava tražnja.

Međutim, iza naizgled jednostavnog, jasnog i logičnog cilja finansijskog izveštavanja za potrebe investitora, krije se zamka izrazito složene problematike procene vrednosti kapitala i ocene menadžerskih ostvarenja. Naime, čitav niz kompleksnih teorijsko-metodoloških dilema svojstvenih proceni neizvesnih budućih događaja u praksi, čini investiciono odlučivanje verovatno najslabijom problematikom poslovne ekonomije. Pitanje ispravnog definisanja i merenja budućih tokova gotovine, opredeljenje između direktne i indirektno metode njihovog vrednovanja, određivanje vremenskog horizonta procene, stepen priznavanja dejstva institucionalnih i društvenih faktora u analizi, oslanjanje na podatke iz konsolidovanih ili pojedinačnih finansijskih izveštaja, samo su neka od brojnih dilema, koje će odlučujuće opredeliti vrstu i karakter neophodnih informacionih inputa. Ipak, istraživanja ukazuju da sofisticirana investiciona analiza nije isključivi mehanizam donošenja odluka postojećih i potencijalnih vlasnika kapitala. Štaviše, pokazalo se da investitori zapravo čine vrlo heterogenu kategoriju primarnih korisnika, sa značajnim razlikama u primenjenoj logici odlučivanja, i rezultujućim preferiranim svojstvima finansijsko-izveštajnih informacija (EFRAG, 2013; EFRAG, 2016). U tom smislu, stepen njihovog oslanjanja na zvanične finansijsko-izveštajne informacije variraće prema specifičnostima njihovog ličnog odnosa sa kompanijom, kao i prema njihovoj individualnoj finansijskoj moći i profesionalnoj ekspertizi.

Naime, profesionalni investitori uobičajeno raspolažu značajnijim resursima, koji im omogućavaju vršenje kompleksnih analiza raspoloživih investicionih alternativa, ocenu performansi angažovanog menadžmenta u kompanijama od interesa i, sveopšte uzev, donošenje bolje informisanih, ne nužno i superiornih, odluka. Osim dostupnog kapitala za investiranje, pomenuti resursi obuhvataju i neophodno vreme, znanja i veštine prikupljanja i obrade kompleksnih finansijsko-računovodstvenih i ostalih relevantnih informacija, kao i njihovog implementiranja u proceni sadašnje vrednosti očekivanih budućih tokova gotovine povezanih sa datom investicijom. Stoga profesionalni investitori uobičajeno koriste sofisticirane modele procene, ali se njihove konačne odluke često zasnivaju na subjektivnim tumačenjima dobijenih rezultata primenjenih modela, kao i na informacijama dobijenim u neposrednoj komunikaciji sa rukovodstvom kompanije (videti više: EFRAG, 2013). Sa druge strane, relativno skromna finansijska moć i često odsustvo profesionalne ekspertize malih, privatnih investitora usmerava njihove informacione potrebe u pravcu „gotovih“ inputa za investiciono odlučivanje, pripremljenih i plasiranih od strane posrednika (EFRAG, 2013). Pretežno zasnivajući svoje odluke na savetima finansijskih eksperata, prijatelja ili porodice, kao i na informacijama iz medija, istraživanja pokazuju da su mali investitori očekivano više izloženi riziku bihevioralnih propusta, kao i da njihove odluke često mogu biti daleko od optimalnih (videti više: Malmendier i Shanthikumar, 2007, Barber i Odean, 2008, Keloharju et al., 2012).

Istovremeno, specifična pozicija investitora u upravljanju kompanijom od interesa neposredno će opredeliti obim i karakter njihove raspoložive informacione baze, a time i njihov odnos prema eksternim finansijskim izveštajima, kao izvoru informacija o kompaniji. Naime, „insajderskim“ investitorima, aktivno uključenim u upravljanje kompanijom (najčešće u ulozi kontrolnog vlasnika ili člana u porodičnoj kompaniji), uobičajeno su neposredno dostupne interne, cenovno osetljive informacije, kojima mogu pristupiti po potrebi. Stoga će njihove investicione odluke srazmerno manje počivati na zvaničnim finansijsko-izveštajnim informacijama, u odnosu na klasične (postojeće i potencijalne) investitore u javnoj korporaciji, koji su kao „autsajderi“ praktično osuđeni da odlučivanje zasnivaju na javnim obelodanjivanjima, postajući time vitalno zainteresovani za njihov kvalitet, transparentnost i pravovremenost. Specifična pozicija insajderskih investitora uticaće na to da se oni istovremeno pojave kako na strani tražnje za finansijsko-računovodstvenim informacijama, tako i na strani njihove ponude. Naime, izvesno je da će, kao rukovodioci kompanije, insajderski investitori direktno biti u poziciji da oblikuju sadržinu njenih finansijskih izveštaja, propisivanjem primenjenih računovodstvenih politika i davanjem procena, time potencijalno ugrožavajući realizaciju opšteg cilja eksternog finansijskog izveštavanja za druge korisnike, a u korist sopstvenih interesa.

Informacione potrebe zajmodavaca i ostalih poverilaca. Za razliku od investitora, prinosi zajmodavaca i ostalih poverilaca izveštajnog entiteta uživaju izvestan stepen pravne zaštite, zahvaljujući kojoj ulaganja na dužničkoj osnovi predstavljaju ekonomski poduhvat znatno nižeg rizika, u odnosu na klasično investiranje u vlasnički kapital kompanije. Ugovorom definisane obaveze izveštajnog entiteta kao zajmoprimca, odnosno primaoca drugih, spontaniz izvora finansiranja, prema njegovim snabdevačima pozajmljenog kapitala, kao i prioritet u naplati potraživanja u slučaju eventualnog stečaja ili likvidacije, osnovni su mehanizmi koji zajmodavcima i ostalim poveriocima osiguravaju realizaciju očekivanih prinosa. Ipak, s obzirom na rizik kao neizostavni pratilac ekonomskih poduhvata, izvesno je da prinosi zajmodavaca i poverilaca ne mogu biti u potpunosti zagarantovani. U tom smislu, informacioni zahtevi zajmodavaca primarno će biti uslovljeni njihovom potrebom da sagledaju finansijsku atraktivnost i rizičnost potencijalnog ulaganja, kako bi odlučili da li da izveštajnom entitetu odobre zajam ili ne, ali i kako bi koncipirali prihvatljive uslove pozajmljivanja resursa, u vidu kamatne stope, roka dospeća, potrebnog kolaterala i eventualnih restriktivnih klauzula. Zapravo, odluke zajmodavaca o obezbeđenju resursa izveštajnom entitetu od interesa u osnovi će počivati na njihovim očekivanjima u vezi sa povraćajem uloženi sredstava, otplatom glavnice duga o roku dospeća, kao i realizacijom prinosa u formi kamate i rasta cena dužničkih hartija od vrednosti kompanije.

Stoga se može očekivati da će zajmodavci biti primarno zainteresovani za iznose, vremenski raspored i neizvesnost budućih tokova gotovine izveštajnog entiteta, ocenjujući verovatnoću da on, kao zajmoprimac, poštuje ugovorene uslove zaduženja u potpunosti. Osim toga, zajmodavci će često biti u poziciji da usmeravaju izvesne poteze menadžmenta, u cilju umanjenja sopstvene izloženosti riziku, ugovaranjem specifičnih klauzula sa ograničavajućim uticajem na dodatno zaduživanje kompanije i isplatu dividendi, kao i nametanjem sopstvenih zahteva za izveštavanjem u periodu nakon odobrenja zajma (AICPA, 1973, str. 19). U tom smislu, njima će takođe biti neophodne relevantne informacije za nadzor aktivnosti rukovodstva kompanije i ocenu njegovih performansi.

Ipak, postoji relativno mali broj empirijskih istraživanja u vezi sa efektivnim načinom upotrebe finansijsko-izveštajnih informacija u procesu donošenja odluka o obezbeđenju zajmova i spontaniz izvora finansiranja. Evropska savetodavna grupa za finansijsko izveštavanje (EFRAG) je 2011. godine pokrenula projekat koji je upravo imao za cilj sticanje razumevanja u pogledu efektivnog korišćenja finansijsko-izveštajnih informacija u odlučivanju različitih kategorija snabdevača kapitala. U tom smislu, istraživanje je pokazalo da ne postoji dovoljno dokaza u pogledu izvora

informacija koje zajmodavci koriste, kao ni u pogledu toga u kojoj meri se njihove odluke zapravo zasnivaju na zvaničnim finansijskim izveštajima (EFRAG, 2013).

Izvesno je da računovodstvene informacije jesu značajne zajmodavcima, s obzirom na to da će brojni aspekti ugovora o zajmu upravo biti, barem delimično, računovodstveno zasnovani, uključujući kamatnu stopu, iznos zajma i rok dospeća, zahtevana sredstva obezbeđenja, restriktivne klauzule u vezi sa investiranjem, dodatnim zaduživanjem, isplatom dividendi i primenjenim računovodstvenim politikama u periodu otplate zajma i slično. Osim toga, mnoštvo statističkih i finansijskih modela, razvijenih u računovodstvenoj teoriji i praksi, promovise mogućnost predviđanja verovatnoće nastupanja finansijskih poteškoća kompanije, ali i ocenu njenog boniteta i kreditnog rejtinga, na osnovu računovodstvenih podataka. Ipak, nije izvesno da li su i u kojoj meri ovi podaci obezbeđeni oslanjanjem na zvanične finansijske izveštaje kompanije ili su pak dobijeni kroz neposrednu komunikaciju sa rukovodstvom. Štaviše, smatra se da su upravo tajnost i ograničena raspoloživost podataka o dužničko-poverilačkim odnosima nastalim iz ugovora o zaduživanju osnovni uzroci nedovoljne empirijske istraženosti mehanizama odlučivanja zajmodavaca i ostalih poverilaca. Ovo se naročito odnosi na dobavljače, tj. poslovne poverioce, iako istraživanja pokazuju da oni čine jedan od najvažnijih izvora finansiranja kompanija u Evropi (EFRAG, 2013).

Za razliku od investitora čiji je primarni fokus čvrsto vezan za informacije o rezultatu i bilans uspeha kompanije, smatra se da su zajmodavci više okrenuti informacijama o njenom finansijskom položaju, nastojeći da sigurnost povraćaja svojih plasmana i realizacije ugovorenog prinosa sagledaju kroz analizu vrsta i vrednosti ekonomskih resursa kompanije, strukture i rokova dospeća njenih izvora finansiranja, projekcije očekivanih tokova sredstava, ne isključujući pri tom ni informacije o istorijskim i prognoziranim performansama kompanije. Smatra se da će oni naročito favorizovati konzervativno računovodstvo koje, pravovremenim priznavanjem gubitaka i opreznim odmeravanjem rezultata, štiti njihova potraživanja i destimulise rukovodstvo kompanije da ciljano upravlja visinom iskazanog rezultata vodeći se ličnim interesima, istovremeno umanjujući verovatnoću restrikcije ugovornih odredbi (EFRAG, 2013).

Izvesno je da će i među zajmodavcima i ostalim poveriocima postojati izvesne razlike u primenjenim mehanizmima odlučivanja, kao i načinu i stepenu upotrebe zvaničnih finansijsko-izveštajnih informacija. One će, kao i u slučaju investitora, mahom biti rezultat specifičnosti njihovog individualnog odnosa sa kompanijom od interesa. U tom smislu, može se očekivati da će dugoročni i kratkoročni kreditori biti u izvesnoj informacionoj prednosti, budući da će neophodne informacije najčešće moći da obezbede u neposrednoj komunikaciji sa rukovodstvom. To sasvim izvesno neće biti slučaj za kupce konvertibilnih i nekonvertibilnih obveznica izveštajnog entiteta, kao ni njegove poslovne poverioce, koji će svoje informacione potrebe morati da zadovolje javno dostupnim podacima, eventualno se oslanjajući na savetodavne usluge finansijskih posrednika i konsultanata. Uprkos izuzetnom značaju dobavljača i poslovnih poverilaca kao snabdevača beskamatnih spontanih izvora finansiranja, njihovi mehanizmi odlučivanja u vezi sa obezbeđenjem resursa izveštajnom entitetu od interesa ostaju izvan sfere pretežnog interesovanja računovodstvene literature.

3. KLJUČNE DETERMINANTE EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

Kvalitativna svojstva finansijskih izveštaja opšte namene i upotrebljivost u njima obelodanjenih informacija za donošenje investicionih i drugih odluka ekonomskog karaktera, preovlađujuće su interesne teme savremene računovodstvene teorije i prakse. Štaviše, ove teme pokazale su se

posebno atraktivnim i za širu javnost, naročito nakon velikih finansijskih skandala i berzanskih krahova početkom XXI veka, dovodeći računovodstvenu profesiju u središte pažnje, kao glavnog krivca, ali ujedno i kao potencijalno rešenje nastalih problema. U tom smislu, regulatori širom sveta okrenuli su se korenitim izmenama računovodstvenih standarda i relevantnih propisa, kao strategiji koja je imala za cilj da obezbedi veću transparentnost finansijskog izveštavanja kroz povećana obelodanjivanja u pratećim napomenama, te osigura fer prezentaciju stvarnog ekonomskog položaja izveštajnih entiteta i njihovih ostvarenih performansi, kako bi se, u konačnoj instanci, vratilo poverenje na finansijska tržišta, umanjio rizik investicionih ulaganja i olakšala efikasna alokacija kapitala, na svetskom nivou.

Težnja za unapređenjem kvaliteta finansijskih izveštaja najčešće se manifestovala u čvrstom oslanjanju na Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja koji su, kako od strane računovodstvene prakse, tako i brojnih reprezentativnih autora, viđeni kao univerzalno sredstvo za prevazilaženje nastalih problema. Ipak, i nakon više od decenije njihove praktične primene u velikom broju zemalja, dostignuti nivo kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija ostaje vrlo neujednačen, ne samo među jurisdikcijama čiji se regulatorni okviri oslanjaju na međunarodne standarde, već čak i među različitim kategorijama izveštajnih entiteta u okviru iste jurisdikcije. U tom smislu, postaje jasno da karakteristike proklamovanog regulatornog okvira nisu i isključiva determinanta finansijskih izveštaja opšte namene, te da željeno unapređenje njihovog kvaliteta u praksi zahteva dublju analizu međusobnog dejstva različitih faktora koji, u osnovi, pripadaju širem institucionalnom okviru jedne nacionalne ekonomije.

3.1. Infrastruktura eksternog finansijskog izveštavanja

Čineći integralni deo finansijske infrastrukture jedne nacionalne ekonomije, eksterno finansijsko izveštavanje, kao svojevrsan sistem, i samo poseduje sopstvenu infrastrukturu, koja se nesumnjivo pojavljuje kao jedna od osnovnih determinanti kvalitativnih svojstava obelodanjenih informacija. U tom smislu, smatra se da stubovi infrastrukture kvaliteta finansijskog izveštavanja obuhvataju: regulatorni okvir za finansijsko izveštavanje, proklamovane standarde računovodstva, finansijskog izveštavanja i revizije, računovodstvenu profesiju i etiku, kontinuirano obrazovanje i usavršavanje, kao i nadzor i prateće mehanizme osiguranja implementacije usvojene regulative (IFAC, 2010). Iako se može naslutiti da akademska i profesionalna računovodstvena literatura pridaju različit značaj pomenutim elementima, naročito u svetlu izraženog dispariteta u zastupljenosti pojedinih tema u relevantnim naučnim člancima i empirijskim istraživanjima, važno je istaći da slabosti i poteškoće u funkcionisanju bilo kog stuba infrastrukture finansijskog izveštavanja mogu ozbiljno kompromitovati čitav sistem, prouzrokujući značajne informacione rizike zainteresovanim korisnicima i potencijalno ugrožavajući funkcionisanje finansijskih tržišta i ekonomije u celini.

Jaka i stabilna infrastruktura finansijskog izveštavanja pretpostavlja čvrst oslonac, kako na institucijama javnog, tako i privatnog sektora, na lokalnom i globalnom nivou. U uslovima savremene globalizacije i internacionalizacije finansijskih tržišta, poseban značaj imaju međunarodne organizacije, čiji je rad usmeren ka harmonizaciji lokalnih sistema eksternog finansijskog izveštavanja, ali i osiguranju primene jedinstvenih standarda, u javnom interesu. U tom smislu, Međunarodni odbor za računovodstvene standarde (*International Accounting Standards Board – IASB*), kao nezavisna grupa eksperata, odgovoran je za razvoj i publikovanje Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja. U cilju smanjenja političkih pritisaka različitih interesnih grupa, Odbor odgovara za svoj rad Fondaciji za međunarodne standarde finansijskog izveštavanja (*IFRS Foundation*), kao neprofitnoj organizaciji javnog interesa.

Pružanjem stručne podrške, kroz analizu i interpretaciju efekta proklamovanih standarda i pravila, kao i olakšanjem njihove praktične implementacije, kroz kontinuiranu edukaciju i trening svojih

članova, profesionalne asocijacije i organizacije računovođa značajno mogu doprineti jačanju infrastrukture finansijskog izveštavanja. Na internacionalnom nivou, posebno je važna Međunarodna federacija računovođa (*International Federation of Accountants – IFAC*), kao globalna računovodstvena profesionalna organizacija koja podržava razvoj, usvajanje i primenu međunarodnih standarda iz oblasti računovodstvene edukacije, etike, javnog sektora, kao i revizije. U cilju unapređenja kvaliteta i zaštite javnog interesa, aktivnosti IFAC-a pod strogim su nadzorom nezavisnog Odbora za nadzor javnog interesa.

Računovodstveni standardi. Teza da je kvalitet računovodstva determinisan kvalitetom računovodstvenih standarda prilično je rasprostranjena u akademskoj i profesionalnoj računovodstvenoj literaturi (npr. Soderstrom i Sun, 2007). Kao što primećuje Ball (2001, str. 164), kada se diskutuje o mogućnostima poboljšanja efektivnih svojstava obelodanjenih finansijsko-računovodstvenih informacija, računovodstvena literatura „stavi gotovo sva jaja u istu korpu formalnih računovodstvenih standarda“, čvrsto verujući da usavršavanje standarda računovodstva direktno vodi ka unapređenju prakse eksternog finansijskog izveštavanja. Burgstahler et al. (2006) primećuju da se značajna debata u međunarodnim računovodstvenim krugovima upravo fokusira na računovodstvene standarde same po sebi, stvarajući privid da će samo proklamovanje standarda „garantovanog kvaliteta“ direktno rezultirati dostizanjem ciljanih karakteristika računovodstva i finansijskog izveštavanja u praksi. Stoga su računovodstveni standardi postali percepирани kao „instant rešenje“ svih finansijsko-izveštajnih problema (Ball et al., 2003).

U skladu sa ovim stavom, interesovanja akademske i profesionalne računovodstvene literature naročito su bila usmerena ka identifikaciji i razumevanju varijacija u računovodstvenim standardima između različitih zemalja, kao i sagledavanju političkih i ekonomskih pritisaka da se ove varijacije umanje (Ball et al., 2003). U tom smislu, na teritoriji Evropske Unije, efekti harmonizacije uglavnom su bili fokusirani na eliminisanje razlika u računovodstvenoj regulativi zemalja članica, kao i na razvijanje jedinstvenog seta standarda (Burgstahler et al., 2006). Sveopšte uzev, same aktivnosti Komiteta za Međunarodne računovodstvene standarde, usmerene ka razvijanju kompletnog, zaokruženog seta međunarodno prihvatljivih računovodstvenih standarda visokog kvaliteta, očigledan su dokaz visoke okupiranosti teorije i prakse finansijskog izveštavanja ovom temom (Ball, 2001, str. 169).

Izvesno je da su savremeni trendovi globalizacije tržišta dobara, usluga i kapitala iznedrili potrebu za harmonizacijom lokalnih računovodstvenih praksi, rezultirajući rasprostranjenom promocijom međunarodne regulative finansijskog izveštavanja. Kao što primećuju Malinić et al. (2016), globalna profesionalna regulativa je danas u tolikoj meri dobila na zamahu, da ne može biti ignorisana niti na regionalnoj, niti na lokalnoj ravni. Usvajanje i primena međunarodno uporedivih računovodstvenih standarda, u cilju usklađivanja statutarne i profesionalne računovodstvene regulative na internacionalnom nivou, najčešće je podrazumevala napuštanje dotadašnjih lokalnih rešenja, u cilju implementacije globalnih. Ovakvo postupanje zasnovano je na premisi da promena ka međunarodnim standardima računovodstva zapravo predstavlja promenu ka standardima koji unapređuju kvalitet finansijskog izveštavanja (Soderstrom i Sun, 2007, str. 4).

U tom smislu, brojne studije dokazuju koristi od uvođenja Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, kao „zlatnog standarda“ u pomenutoj oblasti⁸. Pre svega, smatra se da je veća uporedivost finansijskih izveštaja kompanija iz različitih jurisdikcija direktno povezana sa snižavanjem informacionih rizika i pratećih troškova za internacionalne investitore, zajmodavce i ostale poverioce, olakšavajući protok kapitala i unapređujući alokaciju resursa na svetskom nivou. Prihvatanjem međunarodne regulative finansijskog izveštavanja, kompanije mogu lakše pristupiti globalnim tržištima kapitala, šireći lepezu dostupnih izvora finansiranja. Osim toga, smatra se da

⁸ Videti više: Barth et al., 2008, Iatridis, 2008, Tarca, 2012, Brown i Tarca, 2012.

veća transparentnost i uporedivost obelodanjenih informacija takođe doprinose i razvoju lokalnih tržišta kapitala, te prilivu stranih direktnih investicija.

Države na nižem stupnju ekonomskog razvoja, sa manjim kapacitetima i slabijim kvalitetom lokalnih računovodstvenih standarda, očekivano će imati koristi u vidu unapređenja kvaliteta i efikasnosti sistema eksternog finansijskog izveštavanja. Osim toga, smatra se da će za ove države biti i jeftinije i jednostavnije da implementiraju međunarodne standarde kao unapred razvijen, „gotov“ set standarda poznatog kvaliteta, nego da finansiraju razvoj lokalnih standarda. Sveopšte uzev, rezultati brojnih istraživačkih studija dokazuju da je široka primena MSFI unapredila efikasnost procesa na tržištima kapitala, kako zbog prepoznatljivo višeg kvaliteta nove regulative, tako i zbog rezultujućih efekata njene istovremene zajedničke primene od strane velikog broja kompanija iz različitih jurisdikcija (Tarca, 2012). Ipak, treba napomenuti i to da pojedini autori dovode u pitanje opštu upotrebu jedinstvenog seta računovodstvenih standarda, zagovarajući tezu da ona neće rezultirati u jednoznačnom unapređenju kvaliteta finansijskog izveštavanja u praksi, naročito imajući u vidu razlike među pojedinim državama (Soderstrom i Sun, 2007).

Uloga države u dizajniranju infrastrukture sistema finansijskog izveštavanja. U cilju stvaranja uslova za osiguranje kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija u praksi, odabrani računovodstveni standardi moraju biti adekvatno uklopljeni u celokupan regulatorni okvir za finansijsko izveštavanje u datoj jurisdikciji, a njihova implementacija podržana ostalim infrastrukturnim elementima. Kao nosilac zakonodavne i izvršne vlasti, država, odnosno lokalna vlada, predstavlja faktor od kritičnog značaja u tom smislu.

Izvesno je da će efektivna primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja u različitim jurisdikcijama biti izložena brojnim preprekama (Malinić, 2011), počevši od neminovnih jezičkih barijera, koje mogu otežati ispravno razumevanje ionako kompleksnog teksta standarda i potencijalno rezultirati u njihovoj pogrešnoj primeni, preko poteškoća u napuštanju ukorenjenih nacionalnih računovodstvenih tradicija, potrebe za podizanjem nivoa obrazovanja i profesionalne osposobljenosti računovođa, korporativnih menadžera i revizora, do neophodnosti uspostavljanja razumne stabilnosti nacionalne regulative.

U tom smislu, odnos lokalnog regulatora prema uređenju sistema finansijskog izveštavanja može se sagledati uzimajući u obzir njegovo opredeljenje za međunarodne ili nacionalne standarde računovodstva, ali i ostalih elemenata regulatornog okvira kojima se uređuju obveznici sastavljanja i revizije finansijskih izveštaja, zahtevana prezentacija i obim obelodanjivanja finansijsko-izveštajnih informacija, analizom stabilnosti relevantne regulative i međusobne saglasnosti odredbi različitih zakona i akata koji regulišu oblast računovodstva i finansijskog izveštavanja. Neopravdano česte promene nacionalnih propisa, naročito u slučajevima kada se njima menja prezentacija informacija u eksternim finansijskim izveštajima i narušava njihova uporedivost, kao i primena lokalnih pravnih pravila koja bi bila u suprotnosti sa međunarodnom regulativom, sasvim izvesno će kompromitovati konačan efekat primene međunarodnih standarda.

Imajući u vidu javni karakter finansijsko-računovodstvenih informacija, nije neophodno posebno isticati odgovornost države u stvaranju osnovnih pretpostavki za osiguranje njihovog željenog kvaliteta. U tom smislu, naponi lokalnih vlasti naročito moraju biti usmereni ka uspostavljanju jakih i kredibilnih institucija, kako u sferi kreiranja i proklamovanja regulatornog okvira za finansijsko izveštavanje, tako posebno u sferi nadzora nad njegovom praktičnom implementacijom. Kao što primećuje Malinić (2009, str. 149), ukoliko u datoj jurisdikciji postoje jake regulatorne institucije sa jasnim i adekvatno razgraničenim ovlašćenjima i odgovornostima, ukoliko je njihov kredibilitet nesporan, a sankcije za neetičko ponašanje računovođa, revizora i menadžera adekvatno postavljene i efikasno primenjivane, utoliko je verovatnije da će primena Međunarodnih standarda finansijskog

izveštavanja zaista i rezultirati visokim kvalitetom obelodanjenih finansijsko-izveštajnih informacija.

3.2. Ekonomski motivi rukovodstva kao faktor eksternog finansijskog izveštavanja

Ekonomski efekti obelodanjenih informacija i njihova „centralna uloga“ u preraspodeli bogatstva na svetskom nivou (Watts i Zimmerman, 1979) čine eksterne finansijske izveštaje potencijalno moćnom alatkom za realizaciju ličnih ciljeva lukrativne prirode, u rukama odgovornih lica. U tom smislu, literatura prepoznaje ekonomske interese rukovodstva kao osnovni izvor motiva za ciljano oblikovanje finansijsko-računovodstvenih informacija, kako u okvirima manevarskog prostora koji je dozvoljen važećom regulativom, tako i izvan njegovih granica. Stoga se smatra da infrastruktura finansijskog izveštavanja, na čelu sa važećim regulatornim okvirom, obezbeđuje samo načelne pretpostavke njegovih efektivnih svojstava, definišući blage obrise mogućeg kvaliteta računovodstvenih informacija u praksi. Imajući u vidu obim ponuđenih prava izbora i stepen uticaja primenjenih procena i rasuđivanja rukovodstva na priznate iznose i obelodanjene stavke, jasno je da će konačan efekat proklamovanog regulatornog okvira na kvalitet finansijsko-računovodstvenih informacija biti opredeljen načinima njegovog tumačenja i efektivne primene od strane odgovornih lica.

Ball i Shivakumar (2005) dokazuju da postoji dovoljan stepen fleksibilnosti u primeni regulative finansijskog izveštavanja, koji bi omogućio prilagođavanje karakteristika obelodanjenih informacija specifičnim zahtevima tražnje na tržištu. Kao što primećuju Burgstahler et al. (2006), korporativni insajderi mogu koristiti svoju informacionu prednost i diskreciona prava u izveštavanju bilo sa namerom da prenesu privatne, vredne informacije eksternim korisnicima, ili pak u pravcu realizacije drugih specifičnih ciljeva, kao što su minimiziranje poreza, oblikovanje dividendnih plaćanja, dostizanje zadatih profitnih targeta ili prikrivanje loših ekonomskih performansi kompanije.

U tom smislu, važno je prepoznati da visoko kvalitetno i transparentno finansijsko izveštavanje, intenzivno promovisano kao „najbolji“ model i krajnji cilj ustrojstva nacionalnih sistema finansijskog izveštavanja širom sveta, u osnovi počiva na opipljivim ekonomskim koristima koje rukovodstvo kompanije očekuje da ostvari, prilagođavanjem obelodanjenih informacija potrebama svojih postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i ostalih poverilaca. Ove koristi primarno se ogledaju u privlačenju kvalitetnih izvora finansiranja, pod povoljnim uslovima. Brojna empirijska istraživanja dokazuju da visoko kvalitetno finansijsko izveštavanje, usmereno ka unapređenju investicionog odlučivanja učesnika na tržištu kapitala, doprinosi umanjenju informacione asimetrije i percepiranog rizika ulaganja, ohrabruje investicije i rezultira u konačnom snižavanju troškova pribavljenih izvora finansiranja za izveštajni entitet.

Ipak, izvesno je da pomenuti ekonomski motivi neće biti podjednako zastupljeni u svim kompanijama, niti na svim tržištima. Naime, pojedini izveštajni entiteti neće imati izraženu potrebu da svoje eksterne finansijske izveštaje koriste kao mehanizam umanjenja informacione asimetrije, bilo zato što se komunikacija između kompanije i njenih snabdevača kapitala odigrava neposredno, kroz privatne kanale, ili iz drugih razloga. U takvim okolnostima, kada unapređenje kvaliteta finansijskih izveštaja ne donosi opipljive ekonomske koristi u obliku minimiziranja troškova finansiranja, rukovodstvo može biti motivisano da finansijsko izveštavanje upotrebi kao sredstvo za ostvarivanje ekonomskih benefita druge vrste. Iako takvo postupanje može imati za posledicu pad kvaliteta tj. upotrebne vrednosti obelodanjenih informacija za investicione odluke na tržištu kapitala, smatra se da pomenuta okolnost neće biti od posebnog značaja dokle god se izveštavanje odvija u okvirima važeće regulative i donosi ciljane benefite izveštajnom entitetu. Štaviše, pojedini autori dokazuju da identifikovani nedostatak kvaliteta finansijskog izveštavanja u takvim

okolnostima zapravo može predstavljati optimalan ishod, zagovarajući tezu da pomenuto stanje ne bi trebalo interpretirati kao signal za uzbunu, niti kao povod za eventualne izmene regulative (Ball i Shivakumar, 2005).

Imajući u vidu prethodna razmatranja, može se zaključiti da će, u uslovima zadate infrastrukture sistema eksternog finansijskog izveštavanja u jednoj ekonomiji, efektivna svojstva finansijsko-izveštajnih informacija u konačnom biti opredeljena dejstvom onih faktora koji će opredeliti karakteristične uloge finansijskih izveštaja kompanije, oblikovanjem ekonomskih motiva njenog rukovodstva i stvaranjem uslova za njihovu praktičnu realizaciju. Reč je o faktorima pravnog i političkog sistema, koji će obojiti institucionalni ambijent u datoj ekonomiji, kao i neizbežnim silama na tržištu kapitala.

Uticao tržišta kapitala. Istražujući efektivne karakteristike obelodanjenih informacija u finansijskim izveštajima javnih i privatnih kompanija u Velikoj Britaniji, te njihovu korisnost za investiciono odlučivanje, Ball i Shivakumar (2005) identifikuju značajne razlike, dokazujući da specifični zahtevi tražnje na tržištu u konačnom određuju kvalitet, i to uticajem na ponudena svojstva eksternih finansijskih izveštaja kompanije. Burgstahler et al. (2006) prepoznaju da dominantni učesnici na strani tražnje za finansijsko-računovodstvenim informacijama u praksi ispoljavaju bitno različite zahteve, u zavisnosti od toga da li je entitet od interesa kompanija u privatnom vlasništvu ili pak javno društvo.

Naime, poznato je da prisustvo kompanije na tržištu kapitala posebno akcentuje javni karakter njenih informacija, dodeljujući finansijskim izveštajima primarnu ulogu mehanizma umanjenja informacione asimetrije i komunikacionog kanala za privlačenje kvalitetnih izvora finansiranja. U takvim okolnostima, osnovni ekonomski interes izveštajnog entiteta motivisaće rukovodstvo da prilagodi ponudu, tj. kvalitet, finansijsko-izveštajnih informacija, visokim zahtevima zainteresovanih korisnika na tržištu kapitala, u cilju olakšavanja i povećanja pouzdanosti njihovih procena kompanijskih performansi, te omogućavanja transparentnog monitoringa aktivnosti samog rukovodstva. Stoga se smatra da je prisustvo na tržištu kapitala uobičajeno povezano sa višim kvalitetom izveštavanja (Burgstahler et al., 2006). Štaviše, postoje empirijski dokazi da kompanije koje imaju potrebu za pribavljanjem eksternih izvora finansiranja dobrovoljno obelodanjuju više informacija nego što je zahtevano regulatornim okvirom i imaju niže troškove kapitala (Francis et al., 2005).

Privatne kompanije, sa relativno koncentrisanim vlasništvom, pak, imaju tu privilegiju da neophodne izvore finansiranja pribavljaju kroz privatne kanale, u neposrednoj komunikaciji sa postojećim i potencijalnim vlasnicima i zajmodavcima, koji na taj način mogu direktno obezbediti sve neophodne informacione inpute za svoje investicione odluke. Posledično, rukovodstva privatnih kompanija će srazmerno manje biti motivisana da ulažu značajna sredstva u unapređenje kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja, budući da takve aktivnosti vrlo izvesno neće rezultirati stvaranjem dodate vrednosti za kompaniju. U tom smislu, finansijsko izveštavanje privatnih kompanija postaje otvorenije za ekonomske ciljeve druge vrste, najčešće podređene potrebama poreske i dividendne politike, postajući time manje informativno u pogledu stvarnih ekonomskih performansi kompanije i njenih budućih izgleda (Burgstahler et al., 2006; Ball i Shivakumar, 2005).

Uticao pravnog i političkog sistema. Karakteristike pravnog i političkog ambijenta u datoj jurisdikciji uticaće kako na sam proces usvajanja računovodstvenih standarda, tako i na njihovu efektivnu implementaciju, a naročito u interakciji sa ostalim elementima institucionalnog okvira jedne nacionalne ekonomije. Brojni teoretičari računovodstva zagovaraju tezu da su razvoj i primena međunarodne profesionalne računovodstvene regulative „čist politički proces“ (Watts i Zimmerman, 1979), imajući u vidu da ekonomske posledice finansijsko-računovodstvenih informacija motivišu pogođene interesne grupe da svoju političku moć angažuju u pravcu

prilagođavanja regulative sopstvenim ekonomskim interesima. Stoga se smatra da Odbor za međunarodne računovodstvene standarde funkcioniše pod velikim pritiskom globalne politike, i pored učinjenih napora na postizanju maksimalne nezavisnosti u njegovom delovanju (Soderstrom i Sun, 2007).

Osim političkih, faktori pravne prirode takođe će uticati na postupak usvajanja računovodstvene regulative. Počevši od La Porta et al. (1998), brojni autori su ispitivali razlike u svojstvima računovodstva i finansijskog izveštavanja između jurisdikcija opšteg i građanskog prava, nalazeći da je proces donošenja računovodstvenih standarda u sistemima opšteg prava u nadležnosti privatnih, profesionalnih organizacija i da je primarno usmeren ka informacionim potrebama investitora na tržištu, dok je u sistemima građanskog prava u nadležnosti države, i podređen potrebama lokalnih vlasti.

Osim navedenog, važno je primetiti da će faktori pravne i političke prirode poseban uticaj ostvariti i kroz osiguranje praktične primene usvojenog regulatornog okvira, naročito previđanjem mogućnosti za pokretanje sudskih parnica protiv menadžera i revizora za propuste u finansijskom izveštavanju. Istražujući stepen zaštite prava investitora i karakteristike korporativnog vlasništva u 49 zemalja, La Porta et al. (1998) dokazuju da sistemi opšteg prava načelno obezbeđuju veći stepen zaštite investitora, u odnosu na građansko-pravne sisteme. Kao posledica toga, oni zaključuju da države opšteg prava imaju povoljniju investicionu klimu i razvijenije tržište kapitala, na kojem se finansijski izveštaji pojavljuju kao osnovni mehanizam umanjenja informacione asimetrije i, kao takvi, postižu viši stepen kvaliteta za investiciono odlučivanje korisnika. Nasuprot tome, u sistemima građanskog prava finansijski izveštaji imaju primarnu ulogu mehanizma za utvrđivanje i podelu ostvarenog profita između države, banaka, vlasnika i zaposlenih, kao ključnih stejkholdera (Ball et al. 2000).

Opređeljujući dominantne izvore finansiranja u jednoj ekonomiji, pravni i politički sistem dodatno će uticati na primarne zadatke eksternih finansijskih izveštaja i njihova efektivna kvalitativna svojstva. Kao što primećuju Soderstrom i Sun (2007), u jurisdikcijama koje obezbeđuju visok stepen zaštite prava investitora, za očekivati je da će interpretacija i primena računovodstvene regulative biti usmerena prema postizanju maksimalnog stepena relevantnosti i verodostojne prezentacije finansijskog položaja i ekonomskih performansi izveštajnih entiteta, dok će u jurisdikcijama sa dominantnim interesima kreditora, interpretacija važeće regulative vrlo verovatno biti rukovođena konzervativističkim pristupom finansijskom izveštavanju. Utičući na razvoj finansijskih tržišta, pravni i politički sistemi će nesumnjivo oblikovati preovlađujuće ekonomske uloge finansijskih izveštaja i time odrediti njihova kvalitativna svojstva. U tom smislu, La Porta et al. (1998) dokazuju da svojstva pravnih pravila i kvalitet primene zakona definišu veličinu tržišta kapitala u jednoj ekonomiji. Istovremeno, smatra se da ekonomije sa dominantnim učešćem banaka u strukturi izvora finansiranja načelno postižu niži stepen kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja, budući da banke uobičajeno imaju neposrednu komunikaciju sa rukovodstvom kompanije, te u izvesnoj meri zanemaruju zvanične finansijske izveštaje. U tom smislu, Ball et al. (2003) primećuju da je uloga banaka značajnija u onim jurisdikcijama koje se nalaze na nižem stupnju ekonomskog razvoja i imaju tržišta kapitala u povoju.

Pravni i politički sistemi indirektno će determinisati kvalitet finansijskog izveštavanja i putem uticaja na stepen koncentracije vlasništva. Naime, La Porta et al. (1998) prepoznaju stepen koncentracije vlasništva kao supstitut za pravnu zaštitu investitora u datoj jurisdikciji, nalazeći da države sa jakom zaštitom prava investitora imaju i značajno veću disperziju vlasništva nad poslovnim subjektima. Smatra se da će i politički faktori biti od uticaja na vlasničku strukturu, budući da slabiji politički sistem, sa visokom verovatnoćom korupcije, može uzrokovati koncentrovano vlasništvo, kao i dominaciju privatnog ugovaranja, umanjujući time kvalitet finansijskog izveštavanja (Soderstrom i Sun, 2007).

U konačnom, uticaj pravnih i političkih faktora na eksterno finansijsko izveštavanje ispoljiće se i kroz specifičnosti nacionalnog poreskog sistema. Naime, smatra se da države u kojima postoji čvrsta veza finansijskog (poslovnog) i poreskog računovodstva načelno ostvaruju lošiji kvalitet eksternih finansijskih izveštaja, naročito ukoliko ostali elementi institucionalne infrastrukture ne obezbeđuju dovoljno čvrst ograničavajući okvir za upravljanje finansijsko-izveštajnim informacijama u pravcu minimiziranja poreskih davanja. Burgstahler et al. (2006) primećuju da će efekat poreskih propisa na kvalitet eksternih finansijskih izveštaja vrlo verovatno varirati između kompanija u privatnom vlasništvu i javnih društava, prepoznajući da nedovoljno izražen javni interes kod finansijsko-izveštajnih informacija privatnih kompanija obezbeđuje plodno tle za dominaciju poreskih ciljeva nad opštim ciljem statutarnog finansijskog izveštavanja. U tom smislu, Ball (2001) se zalaže za maksimalno razdvajanje sistema javnog finansijskog izveštavanja i sistema oporezivanja koprativnog dobitka, prepoznajući uspostavljanje efikasnog i nezavisnog pravnog sistema za detektovanje i sankcionisanje prevara, manipulacija i propusta u poštovanju računovodstvenih standarda, kao odlučujući faktor ekonomski efikasnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja, uključujući i odredbe koje se tiču privatnih tužbi od strane vlasnika i zajmodavaca koji su negativno pogođeni propustima u finansijskom izveštavanju.

4. FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNI INTERESI USLOVLJENI ZAHTEVIMA TRŽIŠTA KAPITALA

Pravovremene, relevantne i verodostojno prezentovane informacije o emitentima finansijskih instrumenata kritični su faktor uspeha i opstanka savremenih tržišta kapitala. Usmeravanje sopstvenih, ograničeno raspoloživih resursa u područja koja će omogućiti njihovu najproduktivniju upotrebu, kao primarna težnja ulagača, počiva na delikatnoj sposobnosti ispravnog vrednovanja potencijalnih subjekata investiranja, njihovih dugoročnih perspektiva, umešnosti i uspešnosti lica koja ih vode, te rezultujućih rizika ciljanih investicionih poduhvata. Stoga su investitori na tržištu kapitala, kao eksterne strane i nužno slabije informisani akteri, po prirodi svog položaja krucijalno zavisni od obima, kvaliteta i pravovremenosti javno dostupnih finansijsko-računovodstvenih i ostalih informacija, ali i od sopstvenih znanja i veština da mozaik ukupnih saznanja o mogućim investicionim alternativama pretoče u uspešne odluke.

Eksterni finansijski izveštaji, namenski regulisani sa primarnim ciljem pružanja korisnih informacija za postojeće i potencijalne snabdevače finansijskih resursa, svakako nisu, niti po svojoj prirodi mogu biti jedini izvor informacija za tržište kapitala. Njihova pretežno istorijska zasnovanost, fokus na relevantnoj i fer prezentaciji ekonomskih efekata transakcija i događaja nakon što su se oni već odigrali i ostavili traga na vrednosti izveštajnog entiteta, kao i njihova urođena nesposobnost da ovu vrednost jasno i nedvosmisleno prikažu (što im nije ni zadatak), osnovne su slabosti finansijsko-izveštajnih informacija kao resursa dinamičnih tržišta kapitala, gde je uspešnost individualnih odluka visoko zavisna od pravovremenosti relevantnih vesti o ciljanim subjektima. U tom smislu, rezultati skorijih empirijskih istraživanja upućuju na zaključak da primarni korisnici često neće davati primat eksternim finansijskim izveštajima (EFRAG, 2013), iako su oni tradicionalno pozicionirani kao „vrhovni“ izvor informacija za ekonomsko odlučivanje.

Ipak, ne treba zaboraviti da istorijske informacije o kompaniji, prezentovane njenim finansijskim izveštajima, i dalje predstavljaju najvrednije polazište za projektovanje budućih performansi kompanije, njenih očekivanih budućih tokova gotovine i budućih prinosa njenih vlasnika, čineći nezaobilazni informacioni input u procesu vrednovanja. Osim toga, „sistem finansijskog izveštavanja je jedini celokupni kvantitativni informacioni sistem koji uključuje sve poslovne transakcije kompanije za određeni računovodstveni period“ (Malinić, 2008b, str. 183). Kao takav,

on nikada ne može biti u potpunosti zamenjen drugim izvorima informacija, čak i u slučajevima kada su oni pravovremeniji i relevantniji za tržište kapitala. Naprotiv, kao visoko regulisan, periodičan, standardizovan i nezavisno verifikovan sistem pripreme i prezentacije informacija, eksterno finansijsko izveštavanje ujedno predstavlja i osnovni mehanizam „disciplinovanja“ ostalih informacionih izvora, time unapređujući njihovu pouzdanost i korisnost (EFRAG, 2013).

4.1. Eksterni finansijski izveštaji kao medij tržišta kapitala

Težnja za uspostavljanjem maksimalne efikasnosti tržišta kapitala, na kojem će cene finansijskih instrumenata pružati „tačne signale“ za alokaciju ograničenih resursa (Fama, 1970), kao i njegov nezaobilazni javni interes i neraskidiva veza sa razvojem ekonomije, pa i čitavog društva, iznedrili su potrebu za propisivanjem strogih regulatornih zahteva, koji su, između ostalog, imali za cilj da osiguraju preko potrebnu verodostojnost i visok kvalitet raspoloživih informacionih inputa na ovom tržištu. U tom smislu, Međunarodni računovodstveni standardi (a kasnije i Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja), kao osnov regulatornog okvira finansijskog izveštavanja, razvijani su upravo sa pretenzijom da se učesnicima na tržištu kapitala omogući donošenje kvalitetnih ekonomskih odluka, umanjnjem informacionog jaza između pružalaca kapitala i entiteta u koji su investirali (ili to nameravaju), unapređujući time alokaciju resursa na svetskom nivou.

Kao svojevrsan medij tržišta kapitala, eksterni finansijski izveštaji omogućavaju rukovodstvu da postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i ostalim poveriocima saopšte vredne, privatne, eksterno neuočljive informacije o kompaniji, pomažući im da adekvatno prepoznaju njenu vrednost i sagledaju buduće tendencije, a time i spremnije plasiraju svoja sredstva, prilagođavajući zahtevani prinos srazmerno nižem riziku ulaganja. Brojne empirijske studije dokazuju čvrstu vezu između povećanih obelodanjivanja u finansijskim izveštajima i niže cene pribavljenih izvora finansiranja (videti, na primer: Diamond i Verrecchia, 1991, Botosan, 1997, Healy i Palepu, 2001, Botosan i Plumlee, 2002). Pomenuti nalazi pre svega su svojstveni visoko razvijenim tržištima kapitala, tj. korporativnom ambijentu u kojem je emisija finansijskih instrumenata uobičajeni vid pribavljanja neophodnih finansijskih resursa poslovnih subjekata.

Specifičnosti pravnih i finansijskih sistema manje razvijenih ekonomija, naročito onih za koje je tržišni način privređivanja relativna novina, mogu dovesti u pitanje zaključke koji važe na visoko razvijenim finansijskim tržištima. La Porta et al. (1998) pokazuju da pravni sistemi sa relativno niskim stepenom zaštite investitora najčešće imaju i lošiji kvalitet računovodstvenih standarda i revizije. U takvim okolnostima, kredibilitet finansijsko-izveštajnih informacija može biti doveden u pitanje, a time i njihova korisnost za tržište kapitala. Takođe, česta dominacija bankarskih kredita na ovakvim tržištima, zajedno sa povećanim fokusom na privatnoj komunikaciji rukovodstva kompanije i njenih snabdevača kapitala, dodatno mogu umanjiti značaj eksternog finansijskog izveštavanja.

Imajući u vidu pomenute faktore, Francis et al. (2005) ispituju vezu između eksternog finansiranja, stepena dobrovoljnih obelodanjivanja u finansijskim izveštajima i cene pribavljenog kapitala i duga na uzorku 34 države (izvan SAD) i pokazuju da je relacija uočena na visoko razvijenim tržištima zapravo univerzalno važeća. Naime, podsticaji za dobrovoljnim obelodanjivanjem funkcionišu nezavisno od lokalnih specifičnosti pravnih i finansijskih sistema, što potvrđuje njihovu ulogu u obezbeđenju pristupa nižim troškovima finansiranja širom sveta (Francis et al., 2005). Stoga se eksterni finansijski izveštaji pojavljuju kao svojevrsan instrument rukovodstva za motivisanje postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala na nova ulaganja (Malinić, 2008a, str. 22).

Služeći kao sredstvo komunikacije između nejednako informisanih strana sa potencijalno suprotstavljenim interesima, izvesno je da je eksterno finansijsko izveštavanje praćeno brojnim

rizicima, kako za učesnike na strani tražnje, tako i za one na strani ponude. Regulativa finansijskog izveštavanja, obavezna nezavisna revizija obelodanijenih informacija, politika kompenzacionih naknada menadžmenta, kao i institut tužbe za propuste u finansijskom izveštavanju uobičajeni su mehanizmi njihovog prevladavanja. Ipak, savremeni razvoj doneo je nove izazove u komunikaciji kroz finansijsko izveštavanje. Naime, u uslovima globalizacije tržišta kapitala i rastućih rizika izrazito dinamičnog okruženja visoke međunarodne povezanosti, razvoj regulative tekao je u pravcu uvećanja zahteva za obelodanjivanjem finansijsko-računovodstvenih i ostalih informacija. Kao posledica ovih tendencija, došlo je do značajnog porasta u prosečnom obimu eksternih finansijskih izveštaja tokom vremena, sa pratećim rizikom da opšti fokus na kvantitativnoj dimenziji obelodanjivanja izazove potpuno suprotan efekat od očekivanog (Henderson, 2016), budući da u obilju prezentovanih informacija korisnici mogu imati poteškoća da prepoznaju „glavne poruke“ i fokusiraju se na kritične aspekte vrednovanja izveštajnog entiteta i njegovog rukovodstva. Istovremeno, rastuća složenost računovodstvenih standarda učinila je pripremu finansijsko-izveštajnih informacija izazovom posebne vrste.

U tom smislu, rizici i poteškoće u prezentaciji, verifikaciji i interpretaciji finansijsko-izveštajnih informacija praktično su pogodili sve učesnike u lancu finansijskog izveštavanja. Usložnjavanje samog procesa pripreme finansijskih izveštaja i povećanje neophodnih resursa (vremena i znanja) za njihovo ispravno tumačenje i stavljanje u funkciju investicionog odlučivanja, doveli su u pitanje realizaciju opšteg cilja finansijskog izveštavanja. Naime, u uslovima visokih troškova pripreme finansijsko-izveštajnih informacija, svako ugrožavanje njihove percepirane korisnosti rizikuje da u potpunosti obesmisli čitav proces. Kada rukovodstva izveštajnih entiteta strahuju od rastućeg obima, kompleksnosti i troškova eksternog finansijskog izveštavanja, a krajnji korisnici ne dobijaju informacije koje su im potrebne za odlučivanje, prevazilaženje nastalog zastoja u komunikaciji postaje imperativ.

Iako su mišljenja o poželjnosti obimnih obelodanjivanja u finansijskim izveštajima podeljena, od teoretičara i praktičara koji se vrlo žustro zalažu za oslobađanje finansijskog izveštavanja nepotrebnog balasta suvišnih informacija, do zagovornika teze da su sve informacije o kompaniji vredne, te da primarni korisnici ne mogu priuštiti njihovu eliminaciju iz finansijskih izveštaja, kao ključni problemi obelodanjivanja u praksi se najčešće ističu nedovoljna ponuda relevantnih informacija, preveliki obim obelodanijenih informacija koje se ne mogu smatrati materijalno značajnim i sveopšte loša prezentacija obezbeđenih informacija, kako u samim finansijskim izveštajima, tako i u pratećim napomenama (IFRS Foundation, 2017). I pored osnovanih sumnji da je u procesu uvođenja novih računovodstvenih standarda i poošttravanja regulative finansijskog izveštavanja izostala sveobuhvatna analiza novouvedenih zahteva na obim i korisnost rezultujućih informacija u finansijskim izveštajima (ICAS, 2011), što je imalo za posledicu progresivno umnožavanje taksativnih zahteva za obaveznim obelodanjivanjem, smatra se da je osnovni uzrok aktuelnih problema u vezi sa obimom i svojstvima finansijsko-izveštajnih informacija zapravo bihejvioralne prirode i da je povezan sa primenom koncepta materijalnosti (IFRS Foundation, 2017).

Naime, poznato je da principi prezentacije finansijskih izveštaja nalažu obavezu obelodanjivanja svih materijalno značajnih informacija za izveštajni entitet (i njegove korisnike), bez obzira na to da li postoji specificiran zahtev određenog računovodstvenog standarda u tom smislu. Međutim, ne treba zaboraviti da koncept materijalnosti u praksi ima ulogu „dvosmernog filtera“ (IFRS Foundation, 2013), koji istovremeno treba da doprinese „pročišćavanju“ finansijskih izveštaja od svih suvišnih detalja, koji bi mogli da zamagle sliku stvarnog finansijskog položaja i performansi izveštajnog entiteta. Shodno tome, regulativa finansijskog izveštavanja oslobađa izveštajne entitete obaveze obelodanjivanja svih standardima zahtevanih informacija koje, u njegovom slučaju, ne ispunjavaju kriterijum materijalne značajnosti (MRS 1, par. 31).

Ipak, praktična primena koncepta materijalnosti povezana je sa značajnim obimom procena i rasuđivanja. Stoga se, u uslovima rastućih regulatornih zahteva i ograničenog vremena za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja, primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja kao svojevrsne „liste zadataka“ pokazala kao kraći, brži i lakši put. Naime, veliki broj standardima preporučenih stavki obelodanjivanja doprineo je razvoju percepcije eksternih finansijskih izveštaja kao deklarativnih „izveštaja o usaglašenosti“, usmeravajući rukovodstva izveštajnih entiteta da po automatizmu „ispunjavaju postavljene zadatke“ i taksativno obelodanjuju sve preporučene informacije, propuštajući da sagledaju njihovu relevantnost za krajnje korisnike. Smatra se da je takva mehanička primena međunarodnih standarda delimično posledica i težnje rukovodstva da izbegne dodatnu pažnju revizora, regulatora ili korisnika, koji bi mogli da dovedu u pitanje njihova rasuđivanja u finansijskim izveštajima i sledstveno ih pozovu na odgovornost.

Nažalost, kao što primećuje Henderson (2016), kvantitativno više obelodanjivanja u finansijskim izveštajima ne donosi nužno i više transparentnosti. Stoga je, u cilju prevazilaženja identifikovanih problema i unapređenja efikasnosti komunikacije, Odbor za međunarodne računovodstvene standarde razvio dodatne smernice rukovodstvu, kao pomoć u profesionalnom rasuđivanju i praktičnoj primeni principa materijalnosti. Naime, smatra se da unapređenje samog načina prezentacije finansijsko-izveštajnih informacija ima potencijal da značajno unapredi njihovu vrednost za krajnje korisnike, čak i u uslovima impresivnog obima godišnjeg izveštaja kompanije.

U tom smislu, preporučuje se da obelodanjene informacije budu:

- u najvećoj mogućoj meri svojstvene datom izveštajnom entitetu,
- jednostavno i direktno opisane, bez suvišnih detalja,
- organizovane na način koji omogućava laku i brzu identifikaciju važnih pitanja,
- smisleno povezane sa informacijama iz ostalih delova izveštaja, ukoliko je to relevantno,
- koncizne, bez nepotrebnih dupliranja u različitim delovima izveštaja,
- prezentovane na način koji promovise njihovu vremensku i prostornu uporedivost i
- prezentovane u formatu koji najviše odgovara datoj vrsti informacije (IFRS Foundation, 2019).

U konačnom, ne treba zaboraviti da će motivacija rukovodstva u pogledu unapređenja kvaliteta i transparentnosti eksternog finansijskog izveštavanja biti pod značajnim uticajem troškovnih ograničenja, odnosno verovatnoće realizacije opipljivih ekonomskih koristi po tom osnovu. Osim snižavanja cene pribavljenih eksternih izvora finansiranja, one se mogu manifestovati i u uštedama sudskih troškova, po mogućim parnicama za propuste u finansijskom izveštavanju. Ipak, izvesno je da će se vrednost ostvarenih benefita po osnovu unapređene transparentnosti finansijskog izveštavanja značajno razlikovati među izveštajnim entitetima. U tom smislu, postoje mišljenja da je rukovodstvu neophodno prepustiti diskreciono pravo da samostalno prilagođava obim i kvalitet obelodanjivanja u finansijskim izveštajima, prema potrebama sopstvenih snabdevača kapitala, podešavajući troškove finansijskog izveštavanja očekivanim koristima po tom osnovu.

Ipak, kao što primećuje Lago (2001), odsustvo minimalnih regulatornih zahteva za obelodanjivanjem vrlo verovatno bi rezultiralo povećanjem percepiranog nivoa rizika i opšte riziko premije, čak i za kompanije sa visoko kvalitetnim korporativnim obelodanjivanjima. Naime, izvesno je da bi otežana uporedivost obelodanjenih informacija različitih izveštajnih entiteta u takvim okolnostima rezultirala značajno višim troškovima za investitore, zajmodavce i ostale poverioce, ograničavajući protok i alokaciju finansijskih resursa, kako na lokalnom, tako i na globalnom nivou. U tom smislu, smatra se da regulativa finansijskog izveštavanja predstavlja ugaoni kamen poverenja investitora u tržište kapitala i njegove institucije, pružajući im svojevrsan benčmark za ocenu kvaliteta finansijskih izveštaja pojedinih entiteta, o čemu dovoljno govori težnja

brojnih kompanija da dobrovoljnim listiranjem na visoko razvijenim (i visoko regulisanim) tržištima kapitala osiguraju pristup visoko kvalitetnim izvorima finansiranja.

4.2. Korporativna obelodanjivanja i alternativni izvori informacija za tržište kapitala

Dinamika zbivanja na savremenim tržištima kapitala, na kojima se investicione odluke donose u realnom vremenu, sa potencijalno značajnim i dalekosežnim posledicama kako za neposredne ulagače, tako i za čitavu ekonomiju, neminovno iziskuje kontinuitet u praćenju aktivnosti i performansi ciljanih entiteta. Brzina kojom se transakcije poslovnih subjekata odvijaju u modernom dobu čini dostupnost relevantnih informacija za investiciono odlučivanje „tačno na vreme“ kritičnim faktorom uspeha ulagača. Zvaničan sistem eksternog finansijskog izveštavanja, koji obezbeđuje standardizovano, uniformno i periodično obelodanjivanje promena u finansijskoj poziciji, performansama, tokovima gotovine i sa njima povezanim rizicima, prateći napredak kompanije na putu ostvarenja fundamentalnog cilja stvaranja vrednosti za vlasnike, i pored svih svojih prednosti, nije dizajniran da bude potpun i dovoljan informacioni pratilac tržišta kapitala. Kao hroničar prošlih događaja i njihovih ekonomskih posledica, godišnji finansijski izveštaji ne samo da prezentuju informacije primarno istorijskog karaktera, već ih takođe obelodanjuju i sa značajnim zakašnjenjem. Iako su drastične inovacije na polju informacionih tehnologija u XXI veku omogućile postizanje zavidnih brzina u prenosu informacija širom sveta, kada su one jednom obelodanjene, relativno visoki troškovi pripreme i prezentacije finansijsko-računovodstvenih informacija i dalje se pojavljuju kao ograničavajući faktor zvaničnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja, onemogućavajući značajnija unapređenja u njegovoj pravovremenosti.

U cilju efikasnog prevladavanja pomenutog problema i osiguranja kvalitetne i blagovremene informacione baze učesnicima na tržištu kapitala, regulativa finansijskog izveštavanja javnih korporacija usmerena je ka osiguranju većeg obima, transparentnosti i frekvencije finansijsko-računovodstvenih obelodanjivanja, zahtevajući kako periodične finansijske izveštaje, tako i druge relevantne objave izvan zvaničnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja. Stoga će listirane kompanije najčešće biti u obavezi da, pored redovnih godišnjih, prezentuju i kvartalne, kao i polugodišnje finansijske izveštaje, omogućavajući zainteresovanim ulagačima da uživaju koristi od unapređene pravovremenosti informacija zvaničnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja. Ipak, za razliku od godišnjih, periodični izveštaji najčešće neće biti predmet nezavisne eksterne revizije, što može dovesti u pitanje kredibilitet u njima obelodanih informacija. Isto važi i za ostale korporativne objave rukovodstva. Usled neminovnog kompromisa između pravovremenosti i nezavisne verifikacije prezentovanih kompanijskih novosti, neposredni korisnici informacija biće primorani da samostalno sude o njihovoj validnosti, ugrađujući rezultujuće zaključke u sopstvene investicione odluke.

Starajući se o očuvanju javnog interesa i stvaranju uslova „fer igre“ za sve učesnike na tržištu, u nastojanju da se osigura ravnomerna informisanost zainteresovanih strana, regulativa tržišta kapitala fokusirana je na otvaranje i intenziviranje komunikacije između rukovodstva kompanije i njenih postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i ostalih poverilaca. U tom smislu, menadžment javne korporacije ima obavezu da promptno obelodani sve vrednosno relevantne, cenovno osetljive informacije, i to u momentu kada mu one postanu poznate. Takve insajderske informacije, za koje se može razumno očekivati da bi, da su javno dostupne i poznate tržištu, mogle uticati na cenu finansijskih instrumenata kompanije, obuhvataju čitav spektar najrazličitijih saopštenja, počevši od promena u nivou očekivane zarade ili gubitka, informacija u vezi sa isplatom dividendi akcionarima, promenama u dividendnoj politici, odluke o otkupu i poništenju sopstvenih akcija, povećanju ili smanjenju osnovnog kapitala, statusnim promenama, namere o preuzimanju drugih kompanija na tržištu kapitala, preko informacija o faktorima od uticaja na tekuće i buduće poslovanje izveštajnog entiteta, kao što su potpuna promena ili ulazak u nove delatnosti, novi

proizvodi ili procesi proizvodnje, zaključivanje ili otkazivanje značajnijih ugovora sa kupcima i kreditorima, promene vrednosti nematerijalne, materijalne i finansijske imovine, insolventnost značajnijih dužnika, tok važnijih pravnih sporova, upis hipoteka i zalog na imovini kompanije, sve do informacija o restrukturiranju i reorganizaciji, nastupanju razloga za pokretanje stečaja ili prestanak poslovanja i slično. Iako rukovodstvo može opravdano strahovati da povećana obelodanjivanja insajderskih informacija otkriju i osetljive poslovne tajne u vezi sa tekućim i budućim strategijama kompanije i njihovim očekivanim ekonomskim posledicama, koje bi mogle biti zloupotrebene od strane konkurenata i ugroziti njenu tržišnu poziciju, Iatridis (2008) pokazuje da kompanije koje vode politiku obimnih i transparentnih obelodanjivanja ujedno imaju i veću profitabilnost, odnosno da njihova konkurentna pozicija ne trpi negativne posledice povećane transparentnosti.

Kao angažovani agent kojem je povereno da upravlja kompanijom u pravcu kreiranja vrednosti za vlasnike, koja će uobičajeno doprineti realizaciji i njegovih ličnih interesa, u obliku ekonomskih nadoknada i reputacionih benefita, smatra se da će menadžment biti visoko motivisan da svoj preferencijalni informacioni status u kompaniji stavi na raspolaganje zainteresovanim eksternim stranama, čak i u uslovima neregulisanog tržišta finansijskog izveštavanja. Korišćenjem politike transparentnih i pravovremenih korporativnih obelodanjivanja, rukovodstvo može preneti vredne informacije postojećim i potencijalnim snabdevačima kapitala, koje oni, kao eksterne strane, ne mogu samostalno uočiti, pomažući im time da lakše i bolje spoznaju stvarne ekonomske performanse i očekivane buduće izgleda kompanije. Iako motivi takvog ponašanja mogu biti formalno različiti, u njihovoj osnovi nalazi se težnja za oblikovanjem percepcija eksternih strana u pogledu vrednosti kompanije i uspešnosti njenog rukovodećeg tima. Kako će se takve aktivnosti pokazati naročito korisnim u periodima prikupljanja dodatnih izvora finansiranja emisijom kapitala i/ili duga, pokazalo se da su proširena obelodanjivanja i politika otvorene komunikacije sa zainteresovanim korisnicima naročito svojstvene kompanijama čije se finansiranje vezuje za tržište kapitala.

Naime, potreba za prikupljanjem eksternih finansijskih resursa uobičajeno se navodi kao jedan od osnovnih motiva povećane transparentnosti i pravovremenosti u korporativnim obelodanjivanjima, koja bi trebalo da posluže kao mehanizam za umanjjenje percepiranog rizika potencijalnih ulagača i sredstvo za sniženje cene pribavljenog kapitala (i/ili duga) na tržištu. Kao što primećuje Iatridis (2008), korporativna obelodanjivanja mogu umanjiti opšti nivo rizika koji se pripisuje kompaniji i omogućiti joj da lakše prikupi kapital. Frankel et al. (1995) ispituju vezu između pribavljanja finansijskih resursa i tendencije rukovodstva da prezentuje kvalitativne i kvantitativne prognoze godišnjih rezultata, nalazeći da postoji značajno veća verovatnoća takvih obelodanjivanja kod javnih korporacija. Naime, da bi emisija vlasničkih ili dužničkih instrumenata na tržištu bila uspešna i atraktivna za investitore, rukovodstvo kompanije će težiti da ključne, vrednosno relevantne informacije o kompaniji učini javno dostupnim, naročito u situacijama kada tržište potcenjuje stvarnu vrednost kompanije. Istovremeno, Frankel et al. (1995) dokazuju da politika povećanih obelodanjivanja nije isključivo motivisana težnjom da se u kratkom roku utiče na očekivanja investitora u fazi prikupljanja kapitala na tržištu, budući da kompanije neće značajnije menjati svoje ponašanje u vezi sa obelodanjivanjem u periodu oko objavljivanja ponude akcija.

Reputacioni troškovi i rizik od parnice mogu uvesti dodatnu disciplinu u korporativna obelodanjivanja, unapređujući njihovu transparentnost i pravovremenost. Naime, smatra se da će sama mogućnost pokretanja tužbe zainteresovanih strana motivisati rukovodstvo da pravovremeno obelodanjuje cenovno osetljive informacije u momentu kada mu postanu poznate, u cilju izbegavanja rezultujućih sudskih troškova, ali i očuvanja reputacije na tržištu menadžerskih usluga. Skinner (1994) prepoznaje da će rizik od parnice i potencijalnog gubitka reputacije imati za posledicu povećanu tendenciju rukovodstva za preventivnim obelodanjivanjem loših vesti, ali i uzdržavanjem od objave neutemeljeno optimističnih procena i prognoza neizvesnih budućih

dogadaja. Naime, u slučajevima drastičnijih padova u ceni akcija u periodu nakon objave neočekivanih gubitaka, investitori mogu pokrenuti tužbu protiv rukovodstva, smatrajući ga odgovornim za kašnjenje u obelodanjivanju loših vesti u pogledu razvoja kompanijskih performansi i rezultujuće gubitke po tom osnovu. U tom smislu, smatra se da će promptnim obelodanjivanjem ostvarenih i očekivanih negativnih tendencija rukovodstvo nastojati da predupredi takve situacije. Istovremeno, prirodna naklonost rukovodstva ka obelodanjivanju dobrih vesti, u cilju jasnije prezentacije distinktivnih prednosti kompanije na tržištu, donekle će biti ograničena dejstvom pomenutih faktora. Naime, rizik od parnice može odvratiti rukovodstvo od nepromišljenog obelodanjivanja preterano optimističnih prognoza i procena elemenata budućih performansi kompanije. U tom smislu, Skinner (1994) nalazi da je verovatnoća dobrovoljnih obelodanjivanja veća u slučaju loših vesti, te da kompanije koje unapred obelodanjuju nepovoljne tendencije u sopstvenom poslovanju mogu biti podložne nižim parničnim troškovima.

Korporativna kontrola i potreba rukovodstva da adekvatno predstavi sopstvene veštine i sposobnosti upravljanja kompanijom takođe mogu podstaći unapređenje kvaliteta i pravovremenosti korporativnih obelodanjivanja (Healy i Palepu, 2001). Naime, obimne i frekventne objave informacija mogu poslužiti uveravanju investitora da su primenjene strategije i preduzete aktivnosti rukovodstva usklađene sa njihovim očekivanjima i interesima. Takvo postupanje biće od posebne važnosti u periodima kada se kompanija suočava sa padom performansi, budući da korporativna obelodanjivanja mogu ponuditi verodostojna objašnjenja i rasvetliti uzroke takvog stanja, naročito kada je reč o faktorima izvan kontrole menadžmenta. Obelodanjivanje prognoza budućih rezultata kompanije takođe može biti motivisano potrebom rukovodstva da jasno prezentuje svoje lične upravljačke veštine i sposobnosti anticipiranja budućih događaja, u cilju unapređenja sopstvene reputacije i izbegavanja eventualno pogrešnih procena učinjenih poteza i ostvarenih dostignuća od strane vlasnika kompanije. I pored prirodne averzije rukovodstva prema obelodanjivanju loših vesti, rizik od gubitka posla, povezan sa lošim performansama kompanije, može motivisati menadžment da koristi korporativna obelodanjivanja kako bi objasnio razloge ostvarenog ili najavljenog pada performansi, te umanjio verovatnoću potcenjivanja kompanije (Healy i Palepu, 2001).

Ipak, težnja za oblikovanjem percepcija investitora i poverilaca kroz dizajniranje sadržine i podešavanje tajminga korporativnih obelodanjivanja može biti motivisana i faktorima moralno upitne prirode. Naime, preferencijalni informacioni položaj i potencijalna neusklađenost ličnih interesa rukovodstva kompanije i njenih vlasnika, kao i nesavršenost poznatih mehanizama kontrole, čine kredibilitet korporativnih obelodanjivanja naročito osetljivim pitanjem. Smatra se da vezivanje kompenzacionih naknada rukovodstva za kretanje cena akcija kompanije naročito može kreirati potrebu da se smišljenim objavama u kratkom roku izazove željeno ponašanje investitora i rezultujuće kretanje cene akcije, u cilju maksimiziranja ekonomskih koristi rukovodećeg tima. Istovremeno, oportunitizam u korporativnom obelodanjivanju može biti motivisan i situacijama koje zahtevaju odvratanje pažnje javnosti od pogoršanja ekonomskih performansi kompanije, odnosno nesposobnosti rukovodstva da realizuje postavljene strategije, dostigne ciljane nivoe rezultata ili ispuni restriktivne odredbe zaključenih ugovora. U tom smislu, Kane (2004) primećuje da je, kada je reč o korporativnoj komunikaciji, verovatnije da će investitori biti „šokirani iskrenošću nego iznenađeni prevarama“ (Kane, 2004, str. 163).

Regulatori finansijskog izveštavanja i korporativnog obelodanjivanja, zajedno sa donosiocima računovodstvenih standarda, revizorima i posrednicima na tržištu kapitala uobičajeno se označavaju kao akteri čije su aktivnosti usmerene ka unapređenju kredibiliteta korporativnih objava, uključujući i zvanične finansijske izveštaje. Kada je reč o obelodanjivanjima manje formalnog karaktera, koja nisu rezultat zvaničnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja i ne podležu obaveznoj prethodnoj reviziji, posebno značajnim pokazuju se aktivnosti informacionih posrednika, u vidu finansijskih analitičara, savetnika i rejting agencija, kao i poslovnih medija. Profesionalno se angažujući u prikupljanju relevantnih informacija o kompaniji i njenom okruženju, u nastojanju da

otkriju superiorne, privatne informacije koje poseduje menadžment, smatra se da ovi akteri naročito doprinose umanjenju informacione asimetrije na tržištu, omogućavajući verifikaciju kredibiliteta menadžerskih objava i doprinoseći time stvaranju vrednosti za sve tržišne učesnike.

Međutim, istraživanja pokazuju da različiti informacioni izvori na tržištu kapitala ujedno imaju i različit kredibilitet u očima primarnih korisnika, usled čega će i uticaj u njima obelodanjenih informacija na ponašanje aktera na tržištu kapitala, odnosno kretanje cena akcija i volatilnost prinosa, varirati. U tom smislu, Kothari et al. (2009) nalaze da objave u medijima postižu najveću pravovremenost u prenošenju kompanijskih vesti, imaju najveći kredibilitet i ostvaruju najznačajniji uticaj na tržište kapitala, dok objave rukovodstva kompanije i informacionih posrednika nisu od materijalnog značaja. Naime, deluje da tržišni učesnici prepoznaju pristrasnosti u komunikaciji kompanijskog rukovodstva i profesionalnih savetnika, uzrokovane njihovim ličnim ekonomskim interesima i da ih na odgovarajući način „filtriraju“, uzimajući ih sa rezervom prilikom donošenja relevantnih investicionih odluka. Kako medijske kuće nisu izložene pristrasnostima ove vrste, budući da uobičajeno nemaju čvrste ekonomske veze sa subjektima o kojima izveštavaju, kao i zbog činjenice da istovremeno prate poslovanje većeg broja različitih korporativnih entiteta, njihovi izveštaji i objave percipirani su kao najkredibilniji izvor informacija, sa posledično najjačim uticajem na kretanje cena i volatilnost prinosa.

Iako se izveštaji finansijskih analitičara i posrednika pojavljuju kao važan mehanizam umanjenja informacione asimetrije na tržištu, unapređujući sposobnost cena da reflektuju raspoložive informacije, Kothari et al. (2009) nalaze da oni pre svega pate od nedostatka pravovremenosti, imajući u vidu da prezentuju sumirane i na odgovarajući način prerađene informacije o kompaniji koje su prethodno već bile prezentovane tržištu kroz druge izvore. Osim toga, ekonomski interesi koji potiču iz provizija u vezi sa brokerskim poslovima i uslugama investicionog savetovanja izlažu izveštaje posrednika potencijalnim pristrasnostima, dovodeći u pitanje njihov kredibilitet.

U konačnom, Kothari et al. (2009) dokazuju da korporativna obelodanjivanja rukovodstva kompanije neće imati materijalno značajan uticaj na ponašanje investitora na tržištu, nezavisno od njihove sadržine. Pomenuti autori objašnjavaju ovaj nalaz uverenjem da će tržišni učesnici prepoznati rizik skrivenih motiva rukovodstva u obelodanjivanju dobrih vesti i prezentovanju optimističnih informacija u vezi sa budućim izgledima kompanije. Sa druge strane, kredibilitet loših vesti verovatno neće biti previše upitan, budući da prirodna averzija rukovodstva ka njihovom obelodanjivanju čini da se takvim informacijama, kada su jednom obelodanjene, veruje. Ipak, tendencija rukovodstva da odlaže trenutak objave loših vesti može dovesti u pitanje njihovu pravovremenost za tržište kapitala, s obzirom na to da takve informacije u međuvremenu mogu postati poznate tržištu iz drugih izvora.

I pored neprocenjivog značaja koje alternativni izvori informacija imaju za učesnike na tržištu kapitala i investiciono odlučivanje, usled unapređene frekvencije obelodanjivanja i pravovremenosti u donošenju novih informacija na tržište, ne treba izgubiti iz vida činjenicu da njihova korisnost često zavisi od toga da li su revidirane, eksterno proverljive računovodstvene informacije o kompaniji uopšte i postojale (EFRAG, 2013). U tom smislu, objave rukovodstva, izveštaji analitičara i rejting agencija, medijske vesti i ostali izvori nikada se ne mogu pojaviti kao supstituti zvaničnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja. Štaviše, obavezno finansijsko izveštavanje pojavljuje se kao jedan od mehanizama efikasne validacije kredibiliteta drugih izvora informacija na tržištu, preuzimajući svojevrsnu „potvrđujuću ulogu“, naročito kada je reč o korporativnim objavama rukovodstva kompanije.

Naime, imajući u vidu da dobrovoljna korporativna obelodanjivanja zapravo predstavljaju izjave verovanja i namera rukovodstva koje u momentu objave nisu eksterno uočljive, nezavisno verifikovane informacije zvaničnih finansijskih izveštaja mogu se upotrebiti za naknadnu proveru

verodostojnosti i kredibiliteta menadžerskih saopštenja. Smatra se da će pomenuti mehanizam biti naročito efikasan u uslovima postojanja i primene adekvatnih sankcija rukovodstva za prezentaciju obmanjujućih informacija, kao i da karakteristike pravnog sistema i korporativne kontrole igraju posebno važnu ulogu u tom smislu (Healy i Palepu, 2001). Kada finansijski izveštaji obezbeđuju informacije kojima se verifikuju prethodno objavljene procene i prognoze rukovodstva kompanije, kreira se poverenje investicione javnosti u kredibilitet menadžerskih objava, koje će sledstveno biti korišćene kao informacioni input investicionih odluka (sa rezultujućim uticajem na cene akcija i volatilnost prinosa). U takvim okolnostima, naknadno obelodanjene, zvanične finansijsko-izveštajne informacije neće doneti nikakve „novosti“ tržištu kapitala, već samo potvrditi ranija obelodanjivanja (Gigler i Hemmer, 1998).

U tom smislu, Gigler i Hemmer (1998) skreću pažnju na to da empirijska istraživanja motivisana radom Ball-a i Brown-a (1968) dostižu skromne rezultate u pokušajima da objasne aktuelna kretanja cena akcija kompanije tradicionalnim računovodstvenim pokazateljima, oslanjajući se pri tom na finansijske izveštaje kao primarni izvor informacija za tržište kapitala. Iako empirijska veza računovodstvenih rezultata i tržišne vrednosti kompanije nesumnjivo postoji, deluje da je većina finansijsko-izveštajnih informacija već inkorporirana u cene akcija, pre momenta njihove zvanične objave. Paradoksalno, okolnost da tržišni učesnici ignorišu finansijsko-izveštajna obelodanjivanja u investicionom odlučivanju pojaviće se kao dokaz visoko kredibilne komunikacije rukovodstva kompanije i njenih zainteresovanih stejkholdera, a ne propust u sistemu eksternog finansijskog izveštavanja. U suprotnom, okolnost da tržište kapitala reaguje na objave u zvaničnim finansijskim izveštajima uputiće na zaključak da njima prezentovane informacije predstavljaju novost, time dovodeći u pitanje ranije objave rukovodstva. Ipak, treba imati u vidu da na manje razvijenim tržištima kapitala, komunikacija rukovodstva kroz dobrovoljna korporativna obelodanjivanja može biti potpuno zapostavljena, usled čega zvanični finansijski izveštaji mogu biti i jedini izvor informacija, odnosno novosti, za tržište kapitala.

U konačnom, treba imati u vidu da kreiranje vrednosti na tržištu kapitala počiva na podsticajima ulagača da se samostalno angažuju na prikupljanju, analizi i efektivnoj upotrebi informacija u investicionom odlučivanju. Kao što primećuju Isaksson i Celik (2013), traženje i upotreba znanja imaju potencijal da unaprede proces dugoročnog stvaranja vrednosti u ekonomiji, budući da mogu otkriti nove načine unapređenja upotrebe korporativnih resursa, koje postojeće rukovodstvo možda ne razume ili ne želi da iskoristi. Iako značajni, troškovi koji prate investiciono odlučivanje i sami se moraju posmatrati kao investicija, koja potencijalno može rezultirati značajnim benefitima, počevši od realizacije kapitalnih dobitaka usled rasta tržišne vrednosti kompanije, do potpunog preuzimanja kompanije u cilju materijalizacije poslovnih prilika i neiskorišćenih vrednosti. U tom smislu, generisanje novih i jedinstvenih znanja iz raspoloživih informacionih izvora i njihova upotreba u investicionom odlučivanju pojavljuju se kao osnovni generator vrednosti za primarne korisnike, ekonomiju, i čitavo društvo.

II KONSOLIDOVANJE KAO PREDUSLOV KVALITETNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O PERFORMANSAMA GRUPE PREDUZEĆA

1. TEORIJSKA OSNOVANOST FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O PERFORMANSAMA GRUPE PREDUZEĆA

Prvobitni razvoj finansijskog izveštavanja na konsolidovanoj osnovi uobičajeno se vezuje za Sjedinjene Američke Države i kraj 19. veka, odnosno pojavu prvih grupa preduzeća na tržištu. U tom smislu, Ranković primećuje da “istorija konsolidovanog bilansa vremenski aproksimira istoriji koncerna” (Ranković, 1994, str. 16). Smatra se da su prvi konsolidovani izveštaji (zapravo bilansi stanja) nastali kao rezultat praktičnih potreba rukovodstva i pokušaj unapređenja informacionog kapaciteta finansijskih izveštaja matične kompanije, sa težnjom da se potencijalnim snabdevačima kapitala prikaže “impresivnija” slika stepena sigurnosti njihovih ulaganja, portretisanjem finansijske pozicije grupe kao ekonomske celine, te da se time privuku dodatni izvori finansiranja na tržištu, pod povoljnijim uslovima (Walker, 1978). Inicijalni interes rukovodstva matice za konsolidovanim finansijskim izveštajima vrlo brzo postaje podržan informacionim potrebama ostalih stejkholdera – zajmodavaca, poverilaca i države (Ranković, 1994). Nakon velikih finansijskih slomova, 30-ih godina XX veka, konsolidovani finansijski izveštaji dobijaju podršku regulatora i postaju prepoznati kako u poreskom zakonodavstvu Sjedinjenih Američkih Država, tako i u berzanskim pravilima (Walker, 1978), vremenom prerastajući u sastavni deo prakse korporativnog finansijskog izveštavanja i na svetskom nivou.

Istorijat finansijskog izveštavanja o performansama grupe preduzeća predstavlja svojevrsan dokaz visoko utilitarne prirode računovodstvene delatnosti i njene imanentne korisničke perspektive. Naime, primetno je da pojavi prvobitnih konsolidovanih izveštaja, kao i njihovoj kasnijoj kodifikaciji, nisu prethodile sveobuhvatne teorijske analize i istraživanja osnovnih ciljeva i postulata konsolidacije, koje bi mogle da doprinesu pronalaženju optimalnog informacionog seta za primarne korisnike ovih izveštaja. Takve analize usledile su naknadno. U tom smislu, izgradnja finansijskog izveštavanja na konsolidovanoj osnovi ipak se odvijala pod značajnim uticajem računovodstvene teorije, istovremeno prateći promene u korporativnom ambijentu, načinima povezivanja članica grupe i informacionim zahtevima eksternih korisnika. Tokom razvojnog perioda od preko jednog veka, mišljenja u pogledu primarnih ciljeva i preporučene sadržine konsolidovanih finansijskih izveštaja materijalizovala su se u nekoliko teorijskih učenja, među kojima se kao najuticajnija izdvajaju teorija svojine (*proprietary theory*), teorija matičnog društva (*parent company theory*) i teorija entiteta (*entity theory*).

Kao što primećuju Baluch et al. (2010), razvoj teorija konsolidacije bio je podstaknut potrebom prezentacije adekvatnih informacija za odlučivanje različitim kategorijama korisnika, od prvobitnog fokusa na vlasnike matičnog društva, do savremene percepcije o postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i ostalim poveriocima kao primarnim korisnicima finansijsko-izveštajnih informacija. U cilju osiguranja ponude informacija odgovarajućih kvalitativnih karakteristika, koje bi bile percepirane kao korisne ciljanoj publici u datim okolnostima, različite teorije konsolidacije razvijale su i različite mehanizme pripreme konsolidovanih finansijskih izveštaja. U tom smislu, struktura i sadržina konsolidovanih finansijskih izveštaja evoluiraju tokom istorije, pre svega u pogledu načina evidentiranja efekata poslovne kombinacije i ostvarenih rezultata na nivou grupe. Kao što primećuju Shortridge i Smith (2007), informaciona sadržina i iskazna moć konsolidovanih finansijskih izveštaja upravo će biti opredeljeni usvojenom teorijskom

perspektivom, koja će, propagirajući sebi svojstvene metode i tehnike konsolidovanja, dominantno oblikovati način izveštavanja i sadržinu prezentovanih informacija o neto knjigovodstvenoj vrednosti zavisnog društva, eventualnom višku fer tržišne vrednosti njegove imovine i obaveza, kao i ostvarenom gudvilu.

Teorija svojine (vlasnička teorija firme). Teorija svojine obeležila je inicijalne faze razvoja eksternog finansijskog izveštavanja, u uslovima ekonomskog okruženja koje nije prepoznavalo pravni subjektivitet poslovnih entiteta u adekvatnoj meri, tretirajući kompaniju kao “produžetak” njenih vlasnika, odnosno svojevrsan “dodatak” njihovoj ličnoj imovini i bogatstvu (Nistor, 2015, str. 433). Naime, ova teorija se zasniva na uverenju da je nosilac svojinskih prava nad imovinom i obavezama kompanije zapravo ono lice koje se pojavljuje u svojstvu njenog vlasnika. Usled navedenog, smatra se da ostvareni periodični rezultat kompanije predstavlja ništa drugo do promenu u ukupnom bogatstvu samog vlasnika. Sticanjem učešća u zavisnom društvu, shodno načelima ove teorije, matica obezbeđuje svojinu nad njegovom prepoznatljivom imovinom i obavezama, polažući pravo na rezultat perioda, i to u onoj meri koja odgovara njenom procentualnom vlasništvu u datom subsidijaru.

Promovišući konsolidovane finansijske izveštaje kao podesnu zamenu, odnosno informaciono unapređenje finansijskih izveštaja matične kompanije, teorija svojine propagira vlasnike matice kao isključive korisnike finansijsko-izveštajnih informacija ove vrste. Praveći jasnu razliku između vlasničkih prava matičnog društva i imovinskih prava eventualnih suvlasnika u zavisnim društvima, ova teorija čvrsto vezuje informacione interese manjinskih vlasnika za finansijske izveštaje subsidijara, u potpunosti ih isključujući iz konsolidacije. U takvim okolnostima, konsolidovani finansijski izveštaji imaju zadatak da prezentuju celokupnu imovinu i obaveze koji “pripadaju” matičnom društvu, kao i rezultat koji je matica ostvarila njihovim angažovanjem u relevantnom periodu, ali i ništa više od toga. Kao što primećuje Ranković (1994, str. 31), konsolidovani finansijski izveštaji tretiraju se kao prošireni izveštaji matičnog društva, u kojima “nema mesta” za manjinske suvlasnike subsidijara. Na ovaj način, kako se smatra, vlasnici matičnog društva mogu dobiti potpuniju sliku resursa u sopstvenom vlasništvu, kao i ostvarenih promena u ličnom bogatstvu na kraju izveštajnog perioda.

Realizacija izveštajnih ciljeva vlasničke teorije iznedrila je metod kvotne (proporcionalne) konsolidacije kao podesnu tehniku pripreme finansijskih izveštaja na konsolidovanoj osnovi. Primena ovog metoda podrazumeva agregiranje individualnih finansijsko-izveštajnih stavki matične kompanije sa pripadajućom proporcijom vrednosti finansijsko-izveštajnih pozicija zavisnog društva koja odgovara procentualnom vlasničkom učešću matice. Drugim rečima, u konsolidovane finansijske izveštaje biće uključen samo onaj deo imovine, obaveza, prihoda, rashoda, dobitaka i gubitaka zavisnog društva koji pripada matici, dok će manjinskim vlasnicima pripadajući deo biti u potpunosti isključen. Primenjujući istovetnu logiku, konsolidovani interkompanijski rezultati biće eliminisani samo u meri u kojoj se odnose na matično društvo, budući da će deo rezultata koji se odnosi na manjinske vlasnike imati tretman realizovanog (Ranković, 1994).

Iako je priprema konsolidovanih finansijskih izveštaja iz strogo vlasničke perspektive predstavljala podesan odraz informacionih potreba rukovodstva u periodu njenog nastanka, intenzivne promene u korporativnom ambijentu i poslovnoj praksi tokom prve polovine 20. veka doprinele su otkrivanju njenih konceptualnih manjkavosti, kao i razvoju novih učenja u težnji za njihovim prevazilaženjem. Kao što primećuje Ranković, jedan od osnovnih prigovora vlasničkoj teoriji konsolidacije odnosi se na činjenicu da procedure koje ona propagira “protivreče osnovnim postulatima bilansne teorije, po kojima niti većina niti manjina može da polaže pravo na deo imovinskih predmeta. Jer, učešće je samo pravo na celinu preduzeća” (Ranković, 1994, str. 32). U tom smislu, dalji razvoj teorija konsolidacije počivao je na spoznaji da, sticanjem većinskog učešća u zavisnom društvu, matica

zapravo stiče upravljačka prava koja se odnose na subsidijar kao ekonomski entitet, bez privilegije da polaže pravo svojine nad njegovom imovinom i obavezama.

Teorija matičnog društva. Teorija matičnog društva razvijala se u okolnostima u kojima pravni subjektivitet poslovnih entiteta postaje opšte prihvaćena činjenica, a granice između kompanije i njenih vlasnika jasne i prepoznatljive. Kao pravna lica, poslovni subjekti bivaju prepoznati kao isključivi vlasnici imovine i jedini titulari preuzetih obaveza, sa pravom da samostalno raspolažu ostvarenim rezultatom. Sticanje učešća u kapitalu obezbeđuje vlasnicima proporcionalna upravljačka prava, kao i pravo na učešće u ostvarenom rezultatu kompanije, ali prema unapred definisanim pravilima kojima se uređuje pitanje objave dividendi. U takvim okolnostima, većinsko učešće obezbeđuje matici preferencijalni rukovodeći položaj u zavisnom društvu, koji će se materijalizovati u njenom pravu da opredeljuje ključne upravljačke odluke i efektivno usmerava aktivnosti svog subsidijara, raspolažući u potpunosti njegovim resursima. Čak i u slučaju postojanja manjinskih suvlasnika u zavisnim društvima, nadređeni položaj matičnog društva doneće kontrolu nad celokupnom imovinom i obavezama subsidijara, nezavisno od procenta vlasništva koje efektivno pripada matici. Ipak, pravo na učešće u ostvarenom rezultatu zavisnog društva srazmerno će pripadati svim njegovim snabdevačima kapitala, uključujući i manjinske, i biće realizovano tek nakon objave dividendi.

Inkorporirajući prethodna saznanja u teorijske osnove konsolidacije, teorija matičnog društva doprinela je unapređenju konceptualne osnove konsolidovanog finansijskog izveštavanja, u odnosu na relativno konzervativnu teoriju svojine. Prepoznajući stvarne efekte upravljačkih prava matice u njenim pravno samostalnim subsidijarima, teorija matičnog društva upućuje na konsolidaciju njihove celokupne imovine i obaveza, napuštajući metod kvotnog konsolidovanja. U takvim okolnostima, konsolidovanim finansijskim izveštajima neminovno će biti obuhvaćen i manjinski interes, kojem će biti alociran pripadajući deo neto knjigovodstvene vrednosti zavisnog društva (Shortridge i Smith, 2007, str. 24). Na ovaj način, konsolidovani finansijski izveštaji prezentovaće celokupne resurse koji se nalaze pod kontrolom matičnog društva, nezavisno od stvarnih nosilaca prava svojine, kao i sa njima povezane obaveze, verodostojnije prikazujući ukupnu ekonomsku snagu, finansijski potencijal i ostvarene performanse grupe, u odnosu na svojinsku teoriju finansijskog izveštavanja.

Zadržavajući informacioni fokus većinskih vlasnika, kao isključivih korisnika finansijsko-izveštajnih informacija grupe, teorija matičnog društva takođe promoviše konsolidovane izveštaje kao svojevrsan “produžetak”, tj. “nadogradnju” pojedinačnih izveštaja matične kompanije. Priprema konsolidovanih finansijskih izveštaja iz perspektive vlasnika matičnog društva imaće za posledicu priznavanje i obelodanjivanje samo njima pripadajućeg kapitala i ostvarenog rezultata perioda. Usled navedenog, eventualni vlasnici manjinskih učešća u zavisnim društvima grupe neće biti prepoznati kao vlasnici kapitala na konsolidovanom nivou. Naprotiv, njima pripadajući deo kapitala imaće status pozajmljenog, čineći manjinske vlasnike “kvazi poveriocima” grupe (Ranković, 1994. str. 30), a rezultate koji potiču iz interkompanijskih transakcija u kojima su oni učestvovali realizovanim. U takvim okolnostima, konsolidovanim finansijskim izveštajima biće obuhvaćen samo matici pripadajući deo ostvarenog periodičnog rezultata, a nerealizovani interkompanijski rezultati biće eliminisani u onoj meri koja odgovara procentualnom vlasništvu matičnog društva. Deo rezultata na koji polažu pravo vlasnici manjinskih učešća imaće tretman troška, i biće prikazan kao obaveza na konsolidovanom nivou (Nistor, 2015).

Nastojeći da verodostojno prikaže trošak koji je matična kompanija snosila prilikom sticanja kontrole nad zavisnim entitetom, teorija matičnog društva promoviše primenu koncepta fer vrednosti u odmeravanju i priznavanju stečene imovine i obaveza zavisnog društva za potrebe konsolidacije. Ipak, striktno vlasnička perspektiva u finansijskom izveštavanju nameće izvesna ograničenja u tom pogledu, pretvarajući primenjeni koncept fer vrednosti u neku vrstu “hibridnog

pristupa” (Baluch et al., 2010, str. 4). Naime, prepoznatljiva neto imovina stečenog zavisnog društva inicijalno će biti konsolidovana u visini njene knjigovodstvene vrednosti, koja će biti uvećana za matici pripadajući deo eventualnog viška fer vrednosti i razlike u kupovnoj ceni (Shortridge i Smith, 2007). Ipak, inkrement fer vrednosti koji pripada manjinskim učešćima neće biti priznat, kao ni eventualni gudvil (Baluch et al., 2010). Usled navedenog, priprema konsolidovanih izveštaja biće zasnovana na nedovoljno konzistentnom principu računovodstvenog evidentiranja većinskih i manjinskih interesa, odnosno na vrednovanju koje “niti reflektuje istorijski trošak, niti fer vrednost” (Baluch et al., 2010, str. 4), što ujedno predstavlja jednu od osnovnih zamerki koja se može uputiti teoriji matičnog društva.

Iako je pružila značajna unapređenja informacione sadržine konsolidovanih finansijskih izveštaja, respektujući pravni subjektivitet matice i njenih subsidijara, treba imati u vidu da teorija matičnog društva počiva na računovodstvenim preporukama koje nisu u potpunosti usklađene sa opštim računovodstvenim načelima i pravilima bilansiranja. U tom smislu, posebna zamerka može se uputiti načinu prezentacije neto rezultata i kapitala vlasnika manjinskih učešća u zavisnim društvima, budući da oni, sasvim izvesno, ne ispunjavaju poznate računovodstvene kriterijume za priznavanje troškova, odnosno obaveza, u finansijskim izveštajima (Baluch et al. 2010).

Teorija entiteta. Prevazilaženjem osnovnih koncepcijskih manjkavosti teorije matičnog društva, teorija entiteta doprinela je daljem unapređenju informacione sadržine konsolidovanih finansijskih izveštaja. Uvažavajući pravni subjektivitet poslovnih entiteta i okolnost da preferencijalni upravljački položaj matičnog društva podrazumeva efektivnu kontrolu nad celokupnim resursima i aktivnostima subsidijara, nezavisno od stvarnog obima vlasništva nad njegovim kapitalom, teorija entiteta odlazi korak dalje, izdižući se iznad strogih okvira pravno-formalnog subjektiviteta kompanije. Prepoznajući da kontrolni položaj omogućava matici da efektivno upravlja svojim zavisnim društvima kao da je reč o užim organizacionim delovima jedinstvene kompanije, teorija entiteta stavlja akcenat na ekonomsku suštinu odnosa u grupi i, rukovodeći se načelom fikcije pravne celine, fokusira konsolidovani entitet - grupu preduzeća, kao zaseban i jedinstven subjekt finansijskog izveštavanja.

U tom smislu, konsolidovani izveštaji prestaju da budu percepirani kao “produžetak” izveštaja matice i promovišu se u “uobičajene” finansijske izveštaje, “neuobičajenog” izveštajnog entiteta, koji se pojavljuje u formi grupe pravno samostalnih preduzeća, ujedinjenih oko jedinstvenog ekonomskog interesa pod okriljem zajedničke matice. Kao takvi, konsolidovani finansijski izveštaji postaju namenjeni širem krugu korisnika, sa primarnim fokusom na postojeće i potencijalne investitore, zajmodavce i ostale poverioce matičnog društva. Savremena teorija finansijskog izveštavanja o performansama grupe prepoznaje da postojeći i potencijalni snabdevači kapitala subsidijara takođe mogu imati informacionih interesa u konsolidovanom entitetu. Ipak, smatra se da njihov primarni fokus treba da bude okrenut finansijskim izveštajima zavisnog društva.

Potreba da se konsolidovanim finansijskim izveštajima prikažu celokupni resursi, kao i ukupan rezultat koji je grupa ostvarila u izveštajnom periodu, imala je za posledicu ukidanje eksternog statusa vlasnicima učešća bez prava kontrole i obezbeđenje njihovog ravnopravnog položaja u finansijskom izveštavanju na konsolidovanoj osnovi. Posledično, manjinski suvlasnici zavisnih društava postaju prepoznati kao snabdevači osnovnog kapitala na nivou grupe, zajedno sa matičnim društvom, dobijajući istovetan računovodstveni tretman prilikom priznavanja, vrednovanja i prezentacije njima pripadajućeg dela kapitala i neto rezultata na konsolidovanom nivou.

Realizacija finansijsko-izveštajnih ciljeva teorije entiteta počiva na metodu pune konsolidacije, koji podrazumeva potpuno agregiranje finansijsko-računovodstvenih podataka matice i njenih subsidijara, i potonju eliminaciju efekata interkompanijskih transakcija, i to u celosti, uključujući i efekte koji se odnose na transakcije sa vlasnicima manjinskih učešća. Kao što primećuju Baluch et

al. (2010), konsolidovani neto rezultat obuhvata ukupan neto rezultat matice i njenih subsidijara, dok će rezultati zavisnih društava biti proporcionalno raspoređeni između matičnog društva i učešća bez prava kontrole (ako takva učešća postoje). Istovetan postupak alokacije biće primenjen i na iznose eventualnih nerealizovanih rezultata, prethodno eliminisanih iz konsolidovanih izveštaja u potpunosti, kao i na osnovni kapital.

Promovisanje grupe kao izveštajnog entiteta iziskivalo je određena prilagođavanja u preporučenom računovodstvenom postupku evidentiranja efekata poslovne kombinacije u konsolidovanim izveštajima, odnosno vrednovanja prepoznatljive neto imovine stečenog entiteta. U tom smislu, teorija entiteta unapređuje računovodstvene postupke teorije matičnog društva, promovisanjem “čistog” koncepta fer vrednosti, odnosno zahtevanjem da se u konsolidovanim izveštajima prizna celokupna fer vrednost neto imovine zavisnog društva, te da se priznata razlika između fer i knjigovodstvene vrednosti srazmerno rasporedi između kontrolnog vlasnika i učešća bez prava kontrole. Zapravo, kao što primećuju Shortridge i Smith (2007), vlasnicima učešća bez prava kontrole biće alociran procenat fer vrednosti neto prepoznatljive imovine subsidijara koji ne pripada matičnom društvu, obezbeđujući time konzistentan računovodstveni tretman i uporedivost prezentovanih podataka za obe kategorije vlasnika u grupi.

Doprinoseći unapređenju relevantnosti i verodostojnosti prezentovanih informacija na konsolidovanoj osnovi, teorija entiteta postala je standard savremene regulative finansijskog izveštavanja o performansama grupe preduzeća. Ipak, treba imati u vidu da pojedini kritičari dovode u pitanje preporučeno vrednovanje efekata poslovne kombinacije, tražeći prostor za dalja usavršavanja. Osnovni prigovor teoriji entiteta može se sumirati u stavu da cena koju je matica platila za sticanje kontrole nad zavisnim društvom ni u kom slučaju ne može biti merodavna za procenu onog dela njegovog kapitala koji ne pripada matici, tj. za vrednovanje učešća bez prava kontrole (Chen i Chen, 2009). Kao što primećuju Davis i Largay (2008, str. 27), sticanje kontrole u zavisnom društvu je “vredno pravo sa brojnim benefitima, koji uključuju upotrebu njegovih celokupnih resursa i pravo da se objavljuju dividende”. Osvojivši jednom kontrolnu poziciju, izvesno je da matično društvo neće imati interesa da nastavi sa sticanjem preostalog dela kapitala u zavisnom društvu pod istovetnim uslovima. Sledstveno tome, postaje evidentno da cena učešća bez prava kontrole mora biti formirana sa značajnim diskontom u odnosu na cenu kontrolnog učešća. Kao što primećuju Baluch et al. (2010), s obzirom na okolnost da učešća bez prava kontrole ne poseduju dodatnu vrednost koja se tiče prava na kontrolu, njihovo odmeravanje prema ceni koja je plaćena za kontrolno učešće ima za posledicu precenjivanje efekata poslovne kombinacije u konsolidovanim izveštajima, sa svim negativnim posledicama po verodostojnu prezentaciju budućih performansi grupe i rezultujućim rizikom upravljanja obelodanjenim rezultatom.

2. OGRANIČENJA ISKAZNE MOĆI FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA ČLANICA GRUPE KAO MOTIV ZA KONSOLIDACIJU

Intenziviranjem međusobnog udruživanja pravno samostalnih poslovnih subjekata u grupe preduzeća, kao svojevrsne ekonomske entitete pod jedinstvenom upravom matičnog društva, njihovi individualni finansijsko-računovodstveni sistemi počinju da ispoljavaju primetna ograničenja u prezentaciji korisnih informacija za poslovno odlučivanje. Naime, postaje evidentno da odsustvo ekonomske samostalnosti članica i njihova podređenost vrhovnim ciljevima na nivou grupe, zajedno sa tesnim formalnim okvirima finansijskog izveštavanja, u značajnoj meri mogu kompromitovati informacioni potencijal pojedinačnih informacija članica grupe. U takvim okolnostima, vitalni interes rukovodstva matice za otklanjanjem i najmanjih barijera jasne i efikasne

komunikacije sa postojećim i potencijalnim snabdevačima kapitala pojavljuje se kao primarni izvor motiva za konsolidaciju.

Analiza računovodstvenih pravila i procedura svojstvenih pojedinačnim izveštajima članica grupe, koji mogu ograničiti njihovu iskaznu moć, nužno je trasirana informacionim potrebama postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva, budući da su upravo oni selektovani kao primarni korisnici konsolidovanih izveštaja. Naime, treba imati u vidu da, iako potencijalno vredni, konsolidovani finansijski izveštaji nisu ciljano regulisani prema informacionim interesima eventualnih investitora i poverilaca zavisnih društava grupe. U tom smislu, kao neposredni izvori motiva za konsolidaciju biće prepoznati oni aspekti pripreme i prezentacije pojedinačnih izveštaja matice i njenih subsidijara, čiji informacioni efekti mogu ugroziti relevantnost i pouzdanost procena očekivanih budućih prinosa i rezultujućih rizika po osnovu ranije izvršenih ili planiranih ulaganja u matično društvo, kao vrhovnog rukovodioca i krajnjeg vlasnika u grupi.

Odsustvo interesa za redizajniranjem računovodstvenih principa i pravila priznavanja i vrednovanja u pojedinačnim izveštajima, kojima bi se potencijalno unapredila njihova iskazna moć, može se pripisati kako inherentnom otporu struke prema priznavanju nerealizovanih dobitaka, tako i postojanju značajnih alternativnih uloga pojedinačnih finansijskih izveštaja (pre svega u postupanju pred državnim organima i regulatornim telima) (Walker, 1978). U takvim okolnostima, kao napredniji sistem informisanja ponuđeno je finansijsko izveštavanje na konsolidovanoj osnovi. Kao ingeniozna, "veštačka" tvorevina rukovodstva matice, konsolidovani finansijski izveštaji promovisani su kao specijalno dizajniran medij koji će omogućiti potpuniju i transparentniju prezentaciju ukupne ekonomske snage i ostvarenih rezultata matičnog društva, kao korisnijih inputa za ocenu njegovih performansi i projekciju očekivanih budućih ostvarenja, obećavajući investitorima i poveriocima matice pouzdanije procene i lukrativnije odluke.

2.1. Vrednovanje investicija matice u kapital zavisnih društava

Investicije matice u zavisna društva u okviru grupe, izvršene sa primarnim ciljem sticanja kontrole, u pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnog društva biće prezentovane kao sastavni deo njegove ukupne imovine, u pojavnom obliku dugoročnih finansijskih plasmana⁹. Inicijalno vrednovanje ovih investicija, shodno tradicionalnom principu istorijskog troška, biće izvršeno u visini njihove nabavne vrednosti u momentu sticanja kontrole. Tokom narednih izveštajnih perioda, prezentovana knjigovodstvena vrednost biće periodično preispitivana u cilju identifikacije i priznavanja eventualnih gubitaka od obezvređenja vrednosti. U tom smislu, može se diskutovati o sposobnosti pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva da verodostojno prezentuju stvarnu vrednost ulaganja u subsidijare, time iskrivljujući sliku o ukupnom ekonomskom potencijalu matice, odnosno ukupnim raspoloživim resursima pod njenom kontrolom.

Informacija o ceni koju je matica stvarno platila za sticanje kontrole u zavisnom društvu nesumnjivo predstavlja vredan input za primarne korisnike. Ipak, izvesno je da upotrebna vrednost takve informacije opada tokom vremena. Tradicionalni računovodstveni postupak naknadnog vrednovanja investicija u subsidijare u pojedinačnim izveštajima matice dozvoljava izvesnu mogućnost aktueliziranja prvobitne nabavne vrednosti, ali samo u meri koja odražava eventualne negativne okolnosti i poteškoće u poslovanju dotičnog subsidijara. U tom smislu, postojanje objektivnih dokaza o izvesnom i merljivom umanjenju budućih tokova gotovine koje matica može

⁹ U okolnostima u kojima sticanje kontrole u subjektu investiranja nije posledica namere da se upravlja relevantnim aktivnostima i utiče na prinose stečenog entiteta, već postoji intencija da se investicija otuđi u kratkom roku u cilju ostvarivanja zarade, matično društvo će klasifikovati izvršeno ulaganje kao kratkoročni finansijski plasman. Takođe, u slučaju postojanja namere rukovodstva da ranije stečeno ulaganje u zavisnom društvu otuđi u predstojećem periodu, takvo ulaganje imaće tretman stalnog sredstva namenjenog prodaji.

očekivati po osnovu date investicije rezultiraće preispitivanjem vrednosti njenog nadoknadivog iznosa. Tom prilikom, rukovodstvo će naročito imati u vidu da li je knjigovodstvena vrednost učešća u pojedinačnim izveštajima viša od knjigovodstvene vrednosti neto imovine dotičnog subsidijara u konsolidovanim izveštajima (zajedno sa pripadajućim gudvilom, kada postoji), kao i da li objavljene dividende subsidijara premašuju iznos njegovog ukupnog rezultata za relevantni izveštajni period (MRS 36, par. 12). Svaki identifikovani gubitak od obezvređenja biće promptno priznat u pojedinačnim izveštajima matičnog društva, uz alikvotno umanjenje knjigovodstvene vrednosti prezentovane investicije.

Promena okolnosti koje su dovele do pada procenjene vrednosti nadoknadivog iznosa investicija u subsidijare i njihovog obezvređenja u pojedinačnim izveštajima matice u narednim periodima može imati za posledicu (potpuno ili delimično) ukidanje ranije izvršenih korekcija i sledstveno ažuriranje knjigovodstvene vrednosti ulaganja naviše. Ipak, izvesno je da koncept istorijskog troška nije dizajniran da adekvatno oslika periodične promene u performansama subsidijara, potpunim i pravovremenim usklađivanjem vrednosti finansijskih plasmana u pojedinačnim izveštajima matice. Naime, poštovanje načela realizacije i načela opreznosti ima za posledicu fiksiranje nabavne vrednosti investicija u subsidijare kao gornje granice njihovog vrednovanja u pojedinačnim izveštajima matičnog društva. Sledstveno tome, pozitivne tendencije u poslovanju zavisnih društava, koje bi imale za posledicu uvećanje stvarne vrednosti plasmana matice iznad prvobitne nabavne, mogu biti prepoznate samo u meri u kojoj su efektivno i apsorbovane u matičnom društvu, i to kao finansijski prihod u momentu sticanja prava na dividendu dotičnog subsidijara, bez uticaja na iskazanu vrednost ulaganja u bilansu stanja matice.

U nastojanju da se prevaziđu identifikovane manjkavosti koncepta istorijskog troška, savremena regulativa finansijskog izveštavanja ponudila je dva dodatna, alternativna postupka njihovog vrednovanja u pojedinačnim izveštajima matičnog društva. Sledstveno tome, matica se može opredeliti da svoje plasmane u zavisna društva vrednuje kao finansijsku imovinu, u skladu sa relevantnim MSFI 9 ili pak primenom metode udela (MRS 28, par. 10). Odabirom prve alternative, ulaganja u subsidijare biće odmeravana prema njihovoj fer vrednosti, kako inicijalno, tako i naknadno, uz priznavanje efekata periodičnog, sukcesivnog usklađivanja vrednosti u ostalom ukupnom rezultatu matice. Na ovaj način osiguralo bi se pravovremeno ažuriranje plasmana u finansijskim izveštajima matice prema stvarnoj vrednosti subsidijara na tržištu (odnosno proporciji ove vrednosti koja se nalazi u neposrednom vlasništvu matičnog društva), odražavanjem kako negativnih, tako i pozitivnih tendencija u razvoju njegovih performansi. Ipak, treba imati u vidu da vrednovanje plasmana prema konceptu fer vrednosti počiva na pretpostavkama raspoloživih i dostupnih kotiranih cena instrumenata kapitala zavisnog društva, usled čega njegova primena može biti ograničena u slučajevima nedovoljno razvijenog finansijskog tržišta, kao i u okolnostima kada subsidijar nije javno društvo.

Metod udela takođe je zasnovan na ideji o periodičnom usklađivanju knjigovodstvenih vrednosti plasmana matice prema stvarnim performansama (i vrednostima) njenih subsidijara, kako bi se primarnim korisnicima ponudile aktuelnije i relevantnije informacije o investicijama u zavisna društva. Ipak, za razliku od koncepta fer vrednosti, primena metoda udela nezavisna je od dostupnosti tržišnih informacija. Nakon inicijalnog vrednovanja investicije u visini njene nabavne vrednosti, knjigovodstvena vrednost finansijskog plasmana matice biće periodično ažurirana prema obelodanjenim finansijsko-izveštajnim informacijama zavisnih društava, kako bi se adekvatno odrazilo učešće matičnog društva u njihovoj neto imovini, odnosno ukupnim realizovanim performansama u relevantnom izveštajom periodu. Shodno tome, učešće matice u ostvarenom dobitku (gubitku) zavisnog društva biće priznato u njenom dobitku (gubitku) perioda. Istovremeno, matici pripadajući deo ostalog ukupnog rezultata subsidijara biće priznat u njenom ostalom ukupnom rezultatu.

Sledstveno navedenom, primena metode udela osiguraće da ukupan periodični rezultat matičnog društva apsorbuje realizovane performanse zavisnih društava, prema procentualnom učešću matice u njihovom kapitalu, i to u istom izveštajnom periodu, rezultujući odgovarajućim korekcijama knjigovodstvenih vrednosti plasmana u bilansu stanja matičnog društva. Ipak, treba imati u vidu da fer prezentacija investicija u zavisna društva u takvim okolnostima može biti kompromitovana inherentnim ograničenjima finansijsko-izveštajnih informacija samih subsidijara da realno prikažu njihove realizovane performanse. U tom smislu, posebnu pažnju zavređuje činjenica da obelodanjeni periodični rezultat subsidijara, koji će biti inkorporiran kako u bilans stanja, tako i u izveštaj o ukupnom rezultatu matice, može biti posledica interkompanijskih transakcija, ciljane politike transfernih cena ili pak vanrednih događaja, ostajući potencijalno neverifikovan na eksternom tržištu izvan grupe u momentu izveštavanja, izlažući time pojedinačne izveštaje matice dodatnim rizicima prezentacije nerealizovanih dobitaka.

Osim izloženih poteškoća u odabiru relevantne osnovice za vrednovanje investicija u zavisna društva, pojedinačni finansijski izveštaji matice takođe su izloženi i dodatnim inherentnim ograničenjima verodostojne prezentacije ovih ulaganja, koja mogu umanjiti korisni potencijal u njima obelodanjenih informacija. Naime, portretisanjem matičnog društva kao prepoznatljivog subjekta prava, izvesno je da pojedinačni izveštaji mogu prezentovati samo imovinu koja se nalazi u njegovom neposrednom vlasništvu. U slučajevima kada na nivou grupe postoje suvlasnici sa učešćima bez prava kontrole, pojedinačnim izveštajima matičnog društva neće biti obuhvaćen njima pripadajući deo vrednosti kontrolisanih subsidijara. Naime, ulaganja matice biće vrednovana u visini stvarno plaćene cene za stečeni deo kapitala subsidijara, uskraćujući primarnim korisnicima potpunu informaciju o ukupnoj vrednosti resursa matičnog društva i zamagljujući sliku njegove stvarne ekonomske snage i zarađivačkog potencijala.

Iako u formalnom smislu legitiman, izvesno je da izloženi računovodstveni postupak propušta da oslika ekonomsku suštinu same transakcije sticanja kontrole u subsidijaru od interesa. S obzirom na okolnost da kontrolna pozicija obezbeđuje matičnom društvu moć i pravo na upravljanje celokupnim resursima zavisnih društava, nezavisno od efektivnog procenta njihovog kapitala koji se nalazi u vlasništvu matice, kao i mogućnost apsorbovanja ukupnih realizovanih ekonomskih efekata širom grupe (bilo neposredno, kroz raspodelu dividendi u subsidijarima ili na druge načine, dizajniranjem transfernih cena i oblikovanjem mera bilansne politike), matično društvo može se prepoznati kao suštinski vlasnik ukupnih resursa svojih subsidijara. Sledstveno tome, smatra se da bi prevazilaženje izveštajnih ograničenja potpunosti prezentacije ukupne vrednosti imovine poverene na upravljanje matičnom društvu u značajnoj meri moglo da unapredi proces investicionog odlučivanja njegovih investitora i poverilaca.

Izvesno je da bi, na osnovu prezentovanih informacija o vrednosti investicije i stečenom procentu kapitala subsidijara koji pripada matici, primarni korisnici pojedinačnih izveštaja matičnog društva mogli posredno da izvode zaključke o ukupnoj vrednosti i profitnom potencijalu subsidijara kao zasebnog entiteta. Ipak, ne treba zaboraviti da cena koju je matica platila za sticanje kontrole nije dovoljno merodavan indikator vrednosti preostalih (manjinskih) učešća u kapitalu. Štaviše, za očekivati je da vrednost manjinskih učešća bude odmerena uz značajan diskont, imajući u vidu odsustvo pratećih kontrolnih benefita.

Istovremeno, treba imati u vidu i okolnost da resursi koji su angažovani u različitim segmentima poslovanja generišu izvore rezultata koji se mogu različito vrednovati (Abad et al., 2000). Kao neposredno raspoloživi rukovodstvu matičnog društva, resursi koji su locirani u zavisnim društvima grupe (kao i potraživanja drugih strana u odnosu na te resurse) takođe se pojavljuju kao značajna determinanta tržišne vrednosti i performansi matičnog društva, zajedno sa imovinom i obavezama u njegovom neposrednom vlasništvu. Ipak, prezentacijom ulaganja u subsidijare u obliku dugoročne finansijske imovine matičnog društva, ovi resursi u pojedinačnim izveštajima matice ostaju

praktično sakriveni iza jednog agregatnog pokazatelja vrednosti učinjene investicije. U tom smislu, smatra se da bi detaljna prezentacija strukture imovine i obaveza zavisnih društava bila od posebne koristi investitorima i poveriocima matičnog društva, omogućavajući im da jasnije sagledaju i bolje razumeju izvore performansi i sinergija na nivou grupe, kao i da pouzdanije procenjuju očekivane buduće neto prilive gotovine u matično društvo.

U konačnom, važno je napomenuti da će informacioni kapacitet pojedinačnih izveštaja matice da verodostojno prezentuju vrednost ulaganja u zavisna društva naročito biti kompromitovan u onim situacijama u kojima sticanje kontrole nad subsidijarom predstavlja rezultat kontrolisane transakcije. Naime, ukoliko matično društvo otkupi učešće u subsidijaru od druge članice iste grupe, inicijalni trošak sticanja biće neminovno odmeren prema transfernoj ceni. Odsustvo ekonomske samostalnosti subsidijara i podređenost svih članica zajedničkim ciljevima grupe mogu se prepoznati kao osnovne determinante cena u interkompanijskim transakcijama, dovodeći u pitanje njihovu relevantnost za vrednovanje stavki u pojedinačnim finansijskim izveštajima. Informacioni rizik za primarne korisnike u tom smislu biće posebno izražen u okolnostima u kojima ne postoje dodatni izvori korisnih informacija, u vidu javno dostupnih indikatora fer tržišne vrednosti stečenih finansijskih resursa ili pojedinačnih finansijskih izveštaja zavisnih društava.

2.2. Odmeravanje rezultata matice po osnovu upravljanja zavisnim društvima

Prezentacija profitnih efekata proisteklih iz upravljačkih aktivnosti na nivou grupe u pojedinačnim izveštajima matičnog društva uslovljena je odabranim računovodstvenim postupkom odmeravanja vrednosti investicionih ulaganja u subsidijare u bilansu stanja matice. Naime, shodno relevantnoj računovodstvenoj regulativi, u momentu ostvarivanja prava na dividendu zavisnog društva, matica će priznati rezultujući finansijski prihod (uz odgovarajuću vrednost potraživanja u bilansu stanja), osim u slučaju primene metode udela, kada će zarađena dividenda biti evidentirana u obliku umanjenja prikazane knjigovodstvene vrednosti same investicije, bez pratećih efekata na rezultat matice (MRS 27 (rev. 2011), par. 12).

Jedno od osnovnih informacionih ograničenja pojedinačnih izveštaja matičnog društva, koja su i iznedrila izveštavanje na konsolidovanoj osnovi, počiva na uverenju da stečena prava na dividendu nisu dovoljno adekvatan indikator zarade koju je matica ostvarila rukovodeći zavisnim društvima u odnosnoj godini (Jubb et al., 1999). Naime, smatra se da raspodeljena dividenda ne obezbeđuje relevantnu i fer prezentaciju performansi kontrolisanih subsidijara (MRS 28, par. 11). U tom smislu, insistiranje na momentu objave dividendi u zavisnom društvu, kao trenutku realizacije pripadajućih prihoda njegove matice, imaće za posledicu to da indikator profitnih ostvarenja i zarađivačkog potencijala investicionih ulaganja matičnog društva u njegovim pojedinačnim izveštajima bude nedovoljno potpun i nedovoljno perzistentan, ugrožavajući relevantnost i pouzdanost procena očekivanih neto priliva gotovine po osnovu upravljačkih aktivnosti matice.

Ograničenja relevantnosti i pravovremenosti dividende kao indikatora profitabilnosti investicija u subsidijare pre svega potiču iz njenog esencijalno neobavezujućeg karaktera. Uobičajeno odsustvo zakonske prinude u raspodeli ostvarenog rezultata vlasnicima kompanije onemogućava uspostavljanje direktne, uzročno-posledične veze između čina ostvarivanja zarade subsidijara i njegove prezentacije u pojedinačnim izveštajima matičnog društva. U takvim okolnostima, diskreciono pravo rukovodstva matice da oblikuje dividendnu politiku, pa i same rezultate svojih zavisnih društava, nekada može rezultovati u svesnom, strateškom žrtvovanju tekućih prinosa matice, odustajanjem od raspodele dividendi u pojedinim subsidijarima, zarad korišćenja njihove ostvarene zarade u realizaciji prioritarnijih ciljeva na nivou grupe ili, pak, sa namerom njenog kumuliranja i odlaganja raspodele za neki od budućih perioda.

Prepoznavanjem samo apsorbovanog dela ostvarenog rezultata subsidijara, u obliku zarađenih dividendi u tekućem periodu, finansijski izveštaji matice gube kapacitet da verodostojno i potpuno oslikaju uspešnost njenog rukovodstva u upravljanju relevantnim aktivnostima širom grupe. Treba imati u vidu da će se izostanak finansijskih prihoda po osnovu ulaganja u subsidijare pojaviti kao izveštajna manifestacija upravljačkih aktivnosti matice kako u slučaju problematičnih subsidijara sa tekućim gubicima, tako i u slučaju izrazito profitabilnih subsidijara u kojima nije bilo raspodele dividendi. Posledice takvog računovodstvenog tretmana po iskaznu moć pojedinačnog izveštaja matičnog društva i odluke primarnih korisnika naročito će doći do izražaja u okolnostima u kojima izveštaji samih subsidijara nisu dostupni, bilo zbog toga što ne postoji obaveza njihovog javnog obelodanjivanja u datoj jurisdikciji, ili iz drugih razloga.

Osim navedenog, limitirajući faktori iskazne moći dividende kao indikatora performansi mogu se prepoznati i u drugim, kako formalnim, tako i suštinskim ograničenjima njene raspodele, kao što su regulatorni zahtev za prethodnim pokrićem eventualnih gubitaka iz ranijih godina ili pak tekući (ili hronični) problemi sa likvidnošću subsidijara. U takvim okolnostima, čak i u slučaju postojanja statutarne obaveze raspodele dividendi, ona ipak može izostati, bilo zbog potrebe da se rezultat iskoristi za pokriće gubitaka ili zbog nemogućnosti da se objavljena dividenda zaista i isplati u predviđenom roku (ukoliko je reč o novčanoj dividendi).

Istovremeno, treba imati u vidu da će, apsorbovanjem dividende subsidijara u svojim pojedinačnim finansijskim izveštajima, matice istovremeno preuzeti i sve informacione efekte inherentnih ograničenja pojedinačnih izveštaja subsidijara, koje njihove rezultate (i rezultujuće dividende) mogu učiniti slabim indikatorom njihovih realnih performansi. Okolnost da rezultati zavisnih društava mogu biti kreirani i oblikovani internim, međukompanijskim transakcijama, naročito će kompromitovati iskaznu moć njihovih dividendi u situacijama u kojima izostane potvrda realizacije takvih rezultata na eksternom tržištu izvan grupe. Štaviše, priznavanje potencijalno nerealizovanih rezultata u finansijskim izveštajima matice moglo bi da rezultuje njihovom konačnom raspodelom, u obliku dividendi vlasnicima matičnog društva, izazivajući nepovratni odliv kapitala na nivou grupe.

Okolnost da matično društvo može kreirati politiku transfernih cena kako bi svesno upravljalo realizovanim performansama svojih subsidijara (prikazanih njihovim pojedinačnim izveštajima), čini njihove dividende vrlo nepouzdanim indikatorom profitnog potencijala prezentovanih investicija u pojedinačnim izveštajima matice. U tom smislu, poznavanje odnosa i tendencija u čitavoj grupi pojavljuje se kao osnovni preduslov adekvatnog sagledavanja i anticipacije performansi zavisnih društava, kao potencijalnih izvora prinosa matice. Tim pre što prezentacijom dividende kao agregatnog indikatora u pojedinačnim izveštajima matičnog društva, investitori i poverioci matice nemaju mogućnost da sagledaju karakteristične izvore rezultata dotičnog subsidijara, ostajući uskraćeni za informaciju da li je on nastao kao posledica uobičajenog poslovanja ili pak nekih vanrednih okolnosti i događaja pretežno tranzitornog karaktera. U takvim okolnostima, istorijske informacije o priznatim finansijskim prihodima matice po osnovu primljenih dividendi imaju zanemarljiv informacioni potencijal za anticipaciju njihovih budućih vrednosti, kao i pripadajućih rizika njihove realizacije.

Ograničenja izveštaja o ukupnom rezultatu matice da obezbede potpunu prezentaciju njenih realizovanih performansi u izveštajnom periodu, mogu se prepoznati i u specifičnostima same formalne procedure koja prati raspodelu periodičnog rezultata. Naime, usled potrebe prethodnog usvajanja godišnjih finansijskih izveštaja od strane relevantnog upravljačkog tela, odluka o raspodeli rezultata perioda uobičajeno će biti doneta u narednoj poslovnoj godini, čineći dividendu "zakasnelim" indikatorom upravljačkih sposobnosti matičnog društva, u kontekstu njegovih pojedinačnih izveštaja. Vremensko nepodudaranje između perioda u kojem je matice stvarno zaradila pripadajući deo rezultata subsidijara i perioda njegovog priznavanja i obelodanjivanja,

praktično onemogućava pojedinačne izveštaje matice da u potpunosti prezentuju sve izvore njenih performansi u relevantnom izveštajom periodu. Poseban oprez neophodan je zbog diskrecionog prava matice da odlaže raspodelu dividendi pojedinih subsidijara na buduće periode. U slučajevima isplate dividendi iz kumuliranih neraspoređenih dobitaka prethodnih godina, izvesno je da će priznati tekući finansijski prihod matice zapravo predstavljati indikator njenih istorijskih upravljačkih sposobnosti (i rezultujućih profitnih efekata). Sledstveno tome, izveštaj o ukupnom rezultatu matičnog društva rizikuje da prezentuje rezultat matice kao zbir esencijalno nehomogenih, vremenski raznorodnih indikatora njenih performansi, kompromitujući njegov informacijski potencijal za investitore i poverioce.

U konačnom, važno je istaći činjenicu da zarađena dividenda subsidijara oslikava samo alikvotni deo njihovog rezultata na koji matica polaže pravo shodno svom direktnom procentualnom vlasništvu u njihovom kapitalu. Priznavanje dividende koja pripada eventualnim učešćima bez prava kontrole u subsidijarima prevazilazi okvire pojedinačnih izveštaja matice. Ipak, smatra se da bi unapređenje potpunosti prezentacije ovih informacija doprinelo relevantnosti i verodostojnosti iskazanih performansi matice i njenog rukovodstva, budući da celokupan rezultat subsidijara nastaje upravo kao posledica njihovih upravljačkih aktivnosti u relevantnom periodu, čak i u okolnostima kada matica može formalno potraživati samo pripadajući deo tog rezultata.

U težnji za prevazilaženjem informacijskih manjkavosti tradicionalnog računovodstvenog postupka priznavanja i vrednovanja ulaganja u subsidijare i rezultujućih zarađenih dividendi u pojedinačnim izveštajima matičnog društva, metod udela ponudio je potpuniju i pravovremeniju prezentaciju, osiguranjem kontinuiranog i obaveznog, periodičnog priznavanja matici pripadajućeg dela ukupnog rezultata njenih subsidijara, nezavisno od njegove efektivne raspodele u obliku dividendi. Naime, kada se ulaganja u subsidijare u pojedinačnim izveštajima odmeravaju primenom metode udela, sticanje prava na dividendu zavisnog društva biće evidentirano kao alikvotno umanjenje knjigovodstvene vrednosti investicije u bilansu stanja matice, bez ikakvih efekata na njen rezultat perioda.

Sledstveno navedenom, smatra se da primena metode udela može pružiti značajna informaciona unapređenja pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva, promptnim inkorporiranjem i obelodanjivanjem profitnih efekata njegovih upravljačkih aktivnosti u periodima njihove stvarne realizacije. Ipak, treba imati u vidu da se ranije izloženi potencijal preliivanja inherentnih ograničenja iskazne moći pojedinačnih izveštaja zavisnih društava, kao i upitna potpunost indikatora koji ignoriše manjinskim vlasnicima pripadajući deo rezultata subsidijara, takođe mogu prepoznati kao potencijalno kompromitujući faktori iskazne moći finansijsko-izveštajnih informacija matice zasnovanih na metodu udela.

2.3. Pripadnost grupi kao faktor ograničenja iskazne moći pojedinačnih finansijskih izveštaja članica

S obzirom na prethodno izložena inherentna ograničenja, izvesno je da pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva imaju poteškoća da obezbede pravovremenu i potpunu prezentaciju vrednosnih efekata upravljačkih aktivnosti matice, onemogućavajući krajnje korisnike da spoznaju sve izvore njenih tekućih performansi i anticipiraju buduće. Osim toga, treba imati u vidu da će se gotovinske posledice odluka rukovodstva matice, osim u samom matičnom društvu, takođe materijalizovati i u pravno-formalnim okvirima njegovih subsidijara. U takvim okolnostima, investitori i poverioci matice mogu se okrenuti pojedinačnim izveštajnim informacijama zavisnih društava, nastojeći da, na osnovu procena iznosa, dinamike i neizvesnosti njihovih očekivanih budućih neto priliva gotovine upotpune sliku upravljačkih performansi same matice i pouzdanije sagledaju krajnje efekte na sopstvene očekivane prinose.

Ipak, visoka zavisnost tekućeg poslovanja i budućeg razvoja članica grupe od specifičnih interesa jedinstvenog sistema kojem pripadaju, ujedno će predstavljati i osnovni faktor narušavanja informacionog kapaciteta njihovih pojedinačnih finansijskih izveštaja. Naime, usmeravanjem relevantnih aktivnosti članica i dizajniranjem njihovih međusobnih transakcija, pojedinačni finansijski izveštaji postaju “izveštačeni i kao takvi nepodobni da treća lica snabdeju značajnim informacijama” (Ranković, 1994, str. 12). Iako se pomenuta konstatacija primarno odnosi na zavisna društva, koja su se odrekla sopstvene ekonomske samostalnosti i prepustila rukovodećim smernicama jedinstvene matične uprave, treba imati u vidu da se informaciona ograničenja ove vrste mogu prepoznati i kod pojedinačnih izveštaja same matice, naročito kada se ona, pored klasičnih upravljačkih aktivnosti, angažuje i u drugim delatnostima komercijalnog karaktera.

Rukovođeni potrebom realizacije vrhovnih ciljeva grupe, neposredni motivi matične uprave za oblikovanjem finansijskog položaja i performansi pojedinih članica mogu poprimiti vrlo različite pojavne manifestacije – od pribavljanja dodatnog kapitala kroz emisiju finansijskih instrumenata na berzi ili pak zaduživanjem kod banaka, preko pripreme za primarnu emisiju, smanjenja poreskog tereta grupe, vođenja ciljne politike dividendi, do izbegavanja restriktivnih ograničenja svojstvenih pojedinim lokalnim tržištima. U svakom slučaju, treba imati u vidu da moć usmeravanja relevantnih aktivnosti i angažovanja ukupnih raspoloživih resursa širom grupe omogućava rukovodstvu matice da oblikuje, inicira ili ograničava transakcije i događaje svih članica zarad viših interesa, ostavljajući pri tom njihove pojedinačne finansijsko-izveštajne informacije bilo kao “nužno zlo” takvih aktivnosti ili pak pažljivo oblikovani instrument njihove realizacije.

Poluge uticaja koje matičnom društvu stoje na raspolaganju, kao instrumenti realizacije vrhovnog cilja grupe, brojne su, raznovrsne i teško uočljive sa stanovišta pojedinačnih finansijsko-izveštajnih informacija članica. U tom smislu, pre svega treba imati u vidu grupnu politiku transfernih cena, kojima će se dizajnirati kako same cene, tako i drugi uslovi realizacije međusobnih transakcija pojedinih članica u grupi. Iako praksa većine nacionalnih jurisdikcija propisuje neophodnost vršenja adekvatnih korekcija profitnih ostvarenja pojedinačnih izveštajnih entiteta, u cilju apstrahovanja u njima sadržanih efekata transfernih cena koji su imali za posledicu umanjene prezentovanog oporezivog rezultata, činjenica je da su takva postupanja primarno usmerena prema odgovarajućim poreskim vlastima, da nemaju u fokusu efekte koji su povećali osnovicu za oporezivanje i da eksterni korisnici, investitori i poverioci matice pre svih, nemaju uvid u informacije takve vrste. Shodno tome, izveštajni rizici na pojedinačnom nivou po pravilu će uključivati neizvesnost u pogledu verodostojnosti prezentovanih performansi dotične članice, odnosno njihove održivosti na tržištu izvan same grupe, ostavljajući korisnike u nedoumici u pogledu materijalne značajnosti eventualnih razlika između cena i uslova realizovanih interkompanijskih transakcija i preovlađujućih cena na eksternom tržištu.

Okolnost da transakcije između pojedinih članica grupe mogu biti čisto komercijalne, materijalizujući se u prometovanju proizvoda, roba i usluga, ali takođe i investicionog i finansijskog karaktera, dovoljno govori o složenosti i sveobuhvatnosti eventualnih analiza koje bi eksterni korisnici morali da sprovode kako bi ispravno razumeli postojeće odnose u grupi i anticipirali razvoj budućih događaja, naročito ukoliko je reč o internacionalnim grupama sa članicama vrlo diversifikovanih delatnosti. Kao što primećuje Škarić-Jovanović (2012), oblikujući cene po kojima će se vršiti interne isporuke gotovih proizvoda, roba i usluga, rukovodstvo matice neposredno oblikuje performanse svih involviranih članica, prezentovane njihovim pojedinačnim izveštajima.

U tom smislu, definisanje transfernih cena ispod važećih tržišnih ciljano će umanjiti periodični rezultat članice prodavca, omogućavajući članici kupcu da daljom preprodajom tako stečenih dobara na eksternom tržištu ostvari nadprosečne performanse. Slične izveštajne posledice imaće i realizacija međusobnih pozajmica članica grupe, ugovoreni po tržišno neuobičajenim kamatnim stopama. Nezavisno od motiva koji leže u osnovi takvih postupanja, više je nego očigledno da, u

takvim okolnostima, obelodanjeni periodični rezultati članica grupe neće verodostojno odražavati njihove tekuće performanse, kao ni buduću zarađivačku sposobnost. Perzistentnost pojedinačnih rezultata članica, ciljano oblikovanih pomoću transfernih cena, primarno će zavisiti od opstanka prvobitnih interesa matice, koji su i iznedrili potrebu za takvim dizajniranjem internih transakcija, kao i od operativnih mogućnosti rukovodstva matičnog društva da na isti način nastavi sa njihovom realizacijom i u budućim periodima.

Štaviše, treba imati u vidu da, osim cena i uslova međusobnih transakcija članica grupe, takođe može biti upitna i opravdanost njihove realizacije. Naime, upravljanje grupom može rezultirati namenskim iniciranjem pojedinih međusobnih transakcija članica, koje bi sa njihovog lokalnog aspekta bile percepirane kao nepotrebne ili neisplative. Primera radi, matica može uvesti dodatnu članicu grupe kao posrednika u trgovini, kako bi se deo stvorene vrednosti prebacio u njene okvire. Na sličan način, matično društvo može upravljati i eksternim transakcijama, ciljano namećući članicama poslovne partnere iz okruženja.

Poseban izveštajni rizik proizilazi iz okolnosti da rezultati pojedinih članica grupe, kreirani pažljivo smišljenim međusobnim transakcijama, na dan izveštavanja ne moraju biti potvrđeni na eksternom tržištu, kroz konačnu realizaciju vrednosnih efekata sa partnerima izvan grupe. U takvim okolnostima, materijalizacija rizika prodaje mogla bi da rezultira nepovratnim odlivom kapitala na nivou grupe, u slučaju raspodele nerealizovanih rezultata u vidu dividendi. Takođe, treba imati u vidu da moć upravljanja celokupnom imovinom na nivou grupe omogućava matici i da tu imovinu ciljano transferiše u pojedine subsidijare, prenoseći buduće ekonomske koristi od njihove upotrebe sa članice prodavca na članicu kupca. Posebno pitanje tiče se efekata korišćenja intelektualne svojine i slične nematerijalne imovine na nivou grupe, čije ekonomske koristi mogu biti dostupne svim članicama, iako materijalizacija takvih koristi može u potpunosti promaći njihovom sistemu finansijskog izveštavanja. Konačno, postojanje međusobnih garancija članica grupe, može značajno uvećati njihovu izloženost finansijskom riziku, neposredno kompromitujući interese njihovih postojećih snabdevača kapitala.

Prethodna razmatranja upućuju na zaključak da rukovodstvo matičnog društva, pomoću dostupnih upravljačkih mehanizama i u okvirima važećih zakonodavnih i regulatornih ograničenja, ciljano usmerava proces stvaranja vrednosti na nivou čitave grupe, opredeljujući članice u kojima će se ta vrednost materijalizovati u formi periodičnog rezultata. U takvim okolnostima, izvesno je da informaciona baza koja bi omogućila eksternim korisnicima da proniknu u primarne motive transakcija i događaja pojedinih članica grupe ostaje daleko izvan domašaja njihovih pojedinačnih finansijskih izveštaja, kreirajući dodatnu tražnju za izveštavanjem o grupi kao jedinstvenoj celini, na konsolidovanoj osnovi.

3. PREMISE KONSOLIDOVANJA U FUNKCIJI REALIZACIJE OPŠTEG CILJA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA GRUPE

3.1. Respektovanje specifičnih računovodstvenih principa grupe kao izveštajnog entiteta

Opredeljujući se za izveštavanje o grupi preduzeća kao prepoznatljivom ekonomskom entitetu, savremena regulativa finansijskog izveštavanja prepoznaje konsolidovane finansijske izveštaje kao uobičajene izveštaje opšte namene, trasirajući time njihove primarne korisnike i preovlađujuće ciljeve. Sa primarnim fokusom na informacione potrebe postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala matičnog društva, izveštaji grupe regulisani su u pravcu osiguranja relevantne i fer prezentacije finansijskog položaja, finansijskog uspeha i tokova gotovine grupe, kao i efekata koje

je rukovodstvo matice ostvarilo angažovanjem celokupnih resursa svih svojih subsidijara, koji su mu povereni na upravljanje. U težnji za obezbeđenjem korisnih inputa neophodnih za procenu očekivanih neto priliva gotovine u matično društvo, konsolidovani izveštaji napuštaju njegove strogo formalne okvire, prepoznajući da su, između ostalog, takvi gotovinski tokovi visoko zavisni od raspodela koje će matica prisvojiti od svojih subsidijara tj., u konačnom, od očekivanih iznosa, dinamike i neizvesnosti neto priliva gotovine koji će se materijalizovati u samim subsidijarima. Sledstveno tome, konsolidovani izveštaji dizajnirani su tako da prezentuju informacije o imovini, obavezama, kapitalu, prihodima i rashodima matice i njenih zavisnih društava, kao da je reč o jedinstvenom subjektu finansijskog izveštavanja.

Ipak, specifične karakteristike grupe kao ekonomski prepoznatljivog, ali pravno nepostojećeg tržišnog učesnika, naći će svoj odraz u postupcima pripreme i prezentacije njenih finansijsko-računovodstvenih informacija. Uskraćujući joj pravni subjektivitet, pravni poredak sprečava grupu da bude nosilac prava svojine, zaključuje pravne poslove i odgovara za prouzrokovane obaveze. Unikatni status “veštački generisanog” poslovnog entiteta oslobađa grupu preduzeća obaveze vođenja poslovnih knjiga, odnosno beleženja vrednosnih efekata transakcija i drugih događaja nastalih u interakciji sa njenim eksternim okruženjem. Naprotiv, takve obaveze ostaju svojstvene lokalnom nivou njenih članica – matičnog društva i svih subsidijara. Izvesno je da bi organizacija paralelnog računovodstvenog informacionog sistema za grupu kao celinu, kao moguća opcija, osigurala uobičajeni postupak pripreme i prezentacije njenih finansijskih izveštaja, zaključkom računa glavne knjige na kraju izveštajnog perioda. Ipak, treba imati u vidu da neizostavno dupliranje finansijsko-računovodstvenih evidencija u kompanijama članicama (za njihove lične potrebe i potrebe grupe) najčešće neće proći strogi test troškovne efikasnosti, čak i u savremenim uslovima visoko razvijenih tehnologija i prenosa informacija u realnom vremenu.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, računovodstvene evidencije članica grupe pojavljuju se kao primarni oslonac njenog eksternog finansijskog izveštavanja, čineći svojevrstne informacione inpute u specijalno dizajniranom postupku konsolidovanja. Kao postupak “spajanja, eliminisanja i dopune pozicija stanja i uspeha” (Ranković, 1994, str. 10), konsolidovanje ima za cilj da raskrinka “pravni veo” koji okružuje pojedinačne izveštaje članica, agregiranjem i daljim filtriranjem njihovih informacija, kako bi izveštajima grupe bili reflektovani samo efekti eksterno realizovanih transakcija i događaja koji potiču iz odnosa sa okruženjem. U tom smislu, konsolidacijom se najpre sažimaju vrednosti pojedinačnih stavki imovine, obaveza, sopstvenog kapitala, prihoda i rashoda matičnog društva, sa vrednostima istovrsnih stavki njegovih subsidijara. Potom se isključuju vrednosni efekti svih međusobno realizovanih transakcija samih članica, potpunim eliminisanjem rezultujućih resursa, obaveza, kapitala, prihoda, rashoda, dobitaka i gubitaka sadržanih u vrednosti imovine, a knjigovodstvene vrednosti investicije matice u svaki zavisni entitet prebijaju se sa matici pripadajućim delom sopstvenog kapitala svakog zavisnog entiteta.

Specifičnosti pripreme finansijskih izveštaja grupe preduzeća čine realizaciju njihovog primarnog cilja visoko zavisnom kako od uspešnosti sprovedenih procedura konsolidacije da sirove pojedinačne podatke prekomponuju u “bilans celine sistema” (Ranković, 1994, str. 9), tako i od samog kvaliteta originalnih izveštajnih podataka članica. U tom smislu, obezbeđenje relevantne i fer prezentacije informacija o grupi pretpostavlja respektovanje dodatnih, konsolidaciji svojstvenih računovodstvenih principa i načela, kao i osiguranje osnovnih pretpostavki formalne i materijalne uniformnosti pojedinačnih informacija članica. Naime, kako će pojedinačno izveštavanje matičnog društva i svih zavisnih entiteta biti primarno podređeno njihovim parcijalnim ciljevima i informacionim potrebama neposrednih korisnika, mogu se pojaviti značajne razlike u izveštajnim periodima, izveštajnim formama, usvojenim računovodstvenim politikama i valutama za prezentaciju širom grupe. Eventualno propuštanje formalnog i sadržajnog usaglašavanja pojedinačnih informacija članica pre njihovog neposrednog uključivanja u zbirni bilans grupe

učinilo bi postupak konsolidovanja običnom računsko-tehničkom operacijom, kompromitujući ili pak u potpunosti ukidajući njegov korisni potencijal.

Principi konsolidovanja. Specifičnosti pripreme finansijsko-izveštajnih informacija o grupi, materijalizovane u postupku konsolidacije pojedinačnih informacija njenih članica, neminovno iziskuju uvođenje dodatnih računovodstvenih načela, koja se ne mogu pripisati klasičnom finansijskom izveštavanju pravno samostalnih poslovnih entiteta. Naime, težnja za prezentacijom grupe kao svojevrsnog ekonomskog entiteta pre svega počiva na principu fikcije pravne celine, koji omogućava apstrahovanje pravno-formalnih granica matičnog društva i njegovih subsidijara. Neposredna materijalizacija ovog principa upravo se može prepoznati u postupcima konsolidacije, u kojima se prvo sažimaju pojedinačni podaci kompanija članica, da bi se zatim iz njih isključivali efekti interkompanijskih transakcija, budući da grupa kao subjekt izveštavanja ne može stupati u pravne poslove sama sa sobom. Sledstveno tome, transakcije koje su se tokom izveštajnog perioda odvijale između pojedinih članica sa stanovišta grupe ne mogu imati karakter realizovanih, te stoga ni njihovi vrednosni efekti ne mogu biti obuhvaćeni konsolidovanim izveštajima.

Načelo merodavnosti pojedinačnih za konsolidovane finansijske izveštaje počiva na regulatornom tretmanu konsolidovanih izveštaja, kao klasičnih finansijskih izveštaja opšte namene. U tom smislu, kriterijumi za priznavanje i odmeravanje stavki imovine, obaveza, prihoda i rashoda koji važe za izveštavanje pravno samostalnih izveštajnih entiteta, na istovetan način primenjuju se u konsolidovanim izveštajima. Takođe, načelo merodavnosti može se prepoznati i u okolnosti da priprema izveštaja grupe upravo počiva na pojedinačnim finansijsko-izveštajnim informacijama njenih članica. Ipak, ovo načelo ne treba interpretirati u doslovnom smislu. Naročito je važno primetiti da ono ne insistira na apsolutnoj jednakosti primenjenih računovodstvenih politika na pojedinačnom i konsolidovanom nivou. Štaviše, realizacija opšteg cilja konsolidovanog izveštavanja dozvoljava (a nekada i iziskuje) izvesne korekcije originalnih pojedinačnih informacija, pre njihovog uključivanja u zbirni bilans grupe.

Osim navedenog, treba imati u vidu da će neki od uobičajenih računovodstvenih principa imati nešto drugačije značenje kada je o konsolidovanim izveštajima reč. U tom smislu, osim zahteva za potpunim obuhvatanjem vrednosnih efekata svih transakcija i događaja u kojima je grupa kao izveštajni entitet učestvovala u izveštajnom periodu, odnosno prezentacijom celokupne imovine, obaveza, kapitala, prihoda, rashoda i tokova gotovine grupe i obelodanjivanjem svih materijalno značajnih transakcija i drugih događaja, načelo potpunosti ima i dodatni zahtev koji se tiče potpune konsolidacije svih članica grupe, bez obzira na obim njihovih aktivnosti u izveštajnom periodu i njihov materijalni značaj na nivou grupe. Istovremeno, načelo stalnosti će, osim zahteva za osiguranjem kontinuirane primene odabranih računovodstvenih politika iz perioda u period, podrazumevati i stalnost kruga za konsolidaciju. To podrazumeva zabranu proizvoljnog periodičnog uključivanja ili isključivanja pojedinih subsidijara iz postupka konsolidacije, osim u slučajevima gubitka kontrole ili njenog ponovnog sticanja. U suprotnom, neaktivnost pojedinog subsidijara ili zanemarljivi materijalni značaj vrednosti njegovih pojedinačnih izveštajnih stavki ne mogu biti opravdanje za odustajanje od njegove konsolidacije.

Propisivanje jedinstvenog izveštajnog perioda na nivou grupe. Relevantna i verodostojna prezentacija finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine grupe preduzeća u izveštajnom periodu iziskuje da izvorne informacije svih članica grupe, kao primarni inputi konsolidacije, budu pripremljene na nivou istovetnog godišnjeg perioda. Ranković (1994) prepoznaje jedinstvo dana bilansa kao jednu od najvažnijih pretpostavki realizacije opšteg cilja konsolidovanih finansijskih izveštaja.

Naime, sažimanje originalnih vrednosti pojedinačnih stavki imovine, kapitala, obaveza, prihoda i rashoda članica koje bi bile odmerene sa stanjem na različite datume ne samo da bi protivrećilo

osnovnim postulatima bilansne logike, već bi neposredno kompromitovalo potpunost i tačnost prezentovanih konsolidovanih informacija, ostavljajući po strani efekte transakcija i događaja u pojedinim izveštajnim mesecima koji su ostali van obuhvata konsolidacije. U takvim okolnostima sasvim izvesno se mogu pojaviti značajnija neslaganja evidentiranih posledica interkompanijskih transakcija među pojedinim članicama grupe, dodatno otežavajući sprovođenje neophodnih eliminacija u postupku konsolidacije. Osim toga, treba imati u vidu da raznorodnost dana bilansa u okviru grupe može stvoriti plodno tle za ciljano, prikriveno manevrisanje njenim iskazanim performansama, međuperiodičnim premetanjem imovine i rezultata, sa svim negativnim efektima takvih aktivnosti na iskaznu moć konsolidovanih finansijskih izveštaja i investicione odluke njihovih primarnih korisnika.

Potreba pojedinih izveštajnih entiteta za modifikovanjem godišnjeg perioda finansijskog izveštavanja u odnosu na uobičajenu kalendarsku godinu najčešće izvire iz izrazito sezonskog karaktera njihove pretežne delatnosti. U takvim okolnostima, pomeranje dana bilansa upravo ima za cilj da osigura relevantnost i verodostojnost prezentacije finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine dotičnog subjekta izveštavanja, potpunim obuhvatanjem finansijskih efekata njegovog poslovanja tokom jedne godišnje sezone. Kako će priprema i prezentacija pojedinačnih finansijskih izveštaja matice i njenih subsidijara biti primarno vođena njihovim ličnim specifičnostima, opravdano je očekivati moguće varijetete u izveštajnim periodima pojedinih članica, naročito kada je reč o grupama heterogenije strukture.

Dominantna upravljačka pozicija matice i okolnost da se upravo njeni postojeći i potencijalni snabdevači kapitala prepoznaju kao primarni korisnici konsolidovanih informacija, uobičajeno nameću potrebu za prilagođavanjem konsolidovanih izveštaja izveštajnom periodu pojedinačnih izveštaja matičnog društva. U tom smislu, relevantna međunarodna regulativa izričito zahteva od zavisnih entiteta da pripremaju dodatne finansijske informacije za potrebe konsolidacije, u okolnostima u kojima je kraj njihovog izveštajnog perioda različit u odnosu na kraj za matično društvo (MSFI 10, par. B92). Ipak, drugačija rešenja su takođe moguća. Tako, na primer, Direktiva 2013/34/EU dozvoljava prilagođavanje bilansnog dana konsolidovanih finansijskih izveštaja izveštajnim potrebama (i bilansnim danima) najvećeg broja članica grupe, ili pak članica sa najvećim značajem, uz pružanje dodatnih obelodanjivanja i objašnjenja razloga takvog postupanja u napomenama (Direktiva 2013/34/EU, čl. 24).

Kada izveštajni period konsolidovanih finansijskih izveštaja odstupa od perioda izveštavanja bilo koje članice grupe (uključujući eventualno i samu maticu), uspešnost konsolidacije počiva na uključenju dodatnih finansijsko-računovodstvenih informacija. Takvo postupanje upravo je sračunato na veštačko postizanje jedinstvenog dana bilansa na nivou čitave grupe. Sledstveno tome, vrednosni efekti svih značajnih događaja koji su uticali na imovinu, obaveze, finansijski položaj i rezultat pojedine članice, a nisu inicijalno obuhvaćeni konsolidacijom usled razlike u bilansnim danima, moraju neizostavno biti priznati i obelodanjeni. U okolnostima kada je razlika u izveštajnim periodima duža od tri meseca, uobičajeno se insistira na pripremi (međuperiodičnih finansijskih izveštaja, kako bi se izveštajni period dotične članice uskladio sa konsolidovanim. Istovremeno, potreba za osiguranjem kontinuiteta u izveštavanju upućuje na zahtev da dužina izveštajnih perioda pojedinih članica i same grupe, kao i sve eventualne razlike između datuma finansijskih izveštaja budu istovetne iz perioda u period.

3.2. Harmonizacija lokalnih računovodstvenih politika članica grupe

Osiguranje uniformnog vrednovanja finansijsko-izveštajnih stavki članica grupe. Uživajući status uobičajenih finansijskih izveštaja opšte namene, konsolidovani izveštaji ujedno dele i opšta računovodstvena pravila priznavanja i vrednovanja stavki imovine, kapitala, obaveza, prihoda i

rashoda. U tom smislu, sadržinske specifičnosti izveštajnih informacija neće biti opredeljene toliko samom činjenicom da je reč o konsolidovanom izveštaju, već pre svega izveštajnom perspektivom entiteta čiji se finansijski položaj, performanse i tokovi gotovine nastoje prikazati. Sledstveno tome, prezentovane konsolidovane stavke moraju proći test važećih računovodstvenih kriterijuma za priznavanje, a njihove vrednosti, prirodno, moraju biti odmerene na uniformnoj osnovi. U tom smislu, relevantna međunarodna regulativa izričito propisuje obavezu matičnim društvima da konsolidovane finansijske izveštaje pripremaju prema jednoobraznim računovodstvenim politikama za slične transakcije i nastale događaje (MSFI 10, par. 19).

Imajući u vidu derivativan način pripreme finansijsko-izveštajnih informacija grupe, evidentno je da realizacija opšteg cilja konsolidacije u značajnoj meri počiva na osiguranju sadržinske homogenosti prezentovanih stavki. U tom smislu, odmeravanje integralnih komponenti finalnih konsolidovanih vrednosti na njihovom samom "izvoru", u pojedinačnim knjigovodstvenim evidencijama članica grupe, nužno mora slediti računovodstvene politike koje su odabrane za konsolidovane finansijske izveštaje. Ipak, kao i u slučaju formalne prezentacije, materijalna sadržina pojedinačnih finansijskih izveštaja takođe će biti primarno opredeljena specifičnostima samih članica grupe i podređena osiguranju relevantne i fer prezentacije informacija za odlučivanje njihovih primarnih korisnika. U tom smislu, ciljevi izveštavanja mogu se razlikovati ne samo u lokalnom i globalnom smislu, već i između pojedinih subsidijara.

Sledstveno navedenom, propisivanje obaveznog jedinstva primenjenih računovodstvenih pravila za priznavanje i vrednovanje finansijsko-izveštajnih stavki širom grupe ne može se smatrati opravdanim. Istovremeno, takvo postupanje nekada nije ni moguće. Naime, lokalni računovodstveni propisi kojima se neposredno oblikuje informaciona sadržina finansijskih izveštaja opšte namene često će biti prilagođeni karakteristikama samih izveštajnih entiteta. U tom smislu, za kompanije koje nemaju status javnih društava, a među njima naročito mikro i male poslovne entitete, mogu se očekivati izvesna pojednostavljena primenjivih računovodstvenih pravila, u cilju postizanja troškovne efikasnosti njihovih sistema finansijskog izveštavanja. Istovremeno, internacionalne grupe, čije članice mogu poslovati u različitim jurisdikcijama, posebno se suočavaju sa problemima diverziteta preovlađujućih računovodstvenih pravila i načela urednog knjigovodstva, svojstvenih različitim nacionalnim računovodstvenim sistemima.

Pravila, metode i postupci koji će na konsolidovanom nivou biti primenjeni za procenjivanje stavki imovine, obaveza, prihoda i rashoda, iz praktičnih razloga najčešće će biti prilagođeni računovodstvenim politikama matičnog društva. Ipak, odstupanja su moguća i dozvoljena, a u pojedinim slučajevima i neophodna. U tom smislu, treba imati u vidu da će prihodi i rashodi subsidijara, uključeni u konsolidaciju od momenta sticanja, biti zasnovani na fer vrednostima imovine i obaveza koji su u konsolidovanim izveštajima priznati na datum sticanja. Usled navedenog, na primer, iznos troškova amortizacije u konsolidovanim izveštajima neminovno će biti odmeren prema fer vrednosti prepoznatljive stečene imovine koja se amortizuje, i kao takav se može razlikovati od iznosa koji je po istom osnovu priznat u pojedinačnom izveštaju dotičnog subsidijara.

Kada se računovodstvene politike članice grupe (uključujući i samu maticu) razlikuju od onih koje su propisane za izveštavanje na konsolidovanom nivou, odgovarajuće korekcije su neophodne u samom postupku konsolidacije, svodenjem originalnih vrednosti pojedinačnih stavki na iznose koji bi rezultirali iz primene principa odmeravanja koji su odabrani za grupu kao celinu. Primera radi, istovetne stavke osnovnih sredstava, nabavljene po istim cenama i aktivirane na isti dan, u poslovnim evidencijama različitih članica mogu imati bitno različite knjigovodstvene vrednosti, u zavisnosti od odabranog metoda njihove amortizacije i procenjenog veka upotrebe. Sažimanje tako generisanih, "sirovih" knjigovodstvenih vrednosti moglo bi da ugrozi iskaznu moć konsolidovanih

informacija, usled čega je neophodno stvoriti preduslove za postizanje materijalne istovetnosti njihove sadržine, pre neposrednog uključivanja u finansijski izveštaj grupe.

Propisivanje jedinstvene izveštajne valute na nivou grupe. Osiguranje materijalne uporedivosti pojedinačnih finansijsko-računovodstvenih informacija članica grupe, u konačnom, pretpostavlja korišćenje jedinstvene izveštajne valute širom grupe, koja će odgovarati funkcionalnoj valuti matičnog društva, merodavnoj za izveštavanje na konsolidovanoj osnovi. Reč je o elementarnoj računskoj pretpostavci agregacije vrednosti pojedinačnih stavki u postupku konsolidacije.

Kao valuta primarnog ekonomskog okruženja u kojem se odvija poslovanje izveštajnog entiteta, funkcionalna valuta uobičajeno će biti eksplicitno propisana nacionalnom regulativom. U tom smislu, za očekivati je da članice grupe (uključujući i samu maticu) vode svoje poslovne knjige i pripremaju pojedinačne finansijske izveštaje u nacionalnoj valuti države sedišta (ili pak drugoj valuti koja je lokalnim propisima određena kao valuta za prezentaciju u datoj jurisdikciji). Sledstveno tome, u grupama internacionalnog karaktera, izvorne finansijsko-izveštajne informacije članica mogu biti odmerene i obelodanjene u različitim valutama. Usled formalne nemogućnosti rukovodstva matice da nametne uniformnu izveštajnu valutu širom grupe (budući da primat u zvaničnom eksternom izveštavanju članica uobičajeno moraju imati lokalni propisi), uspešnost konsolidacije u takvim okolnostima zahtevaće sprovođenje odgovarajućih korekcija pojedinačnih informacija onih članica koje imaju status inostranog poslovanja, pre njihovog uključivanja u zbirni bilans.

Prevođenje rezultata i finansijske pozicije članice čija se valuta za prezentaciju razlikuje od funkcionalne valute grupe vrši se primenom unapred odabranih deviznih kurseva, kao relevantnih mernih veličina. Tom prilikom, stavke imovine i obaveza prevode se primenom zaključnog kursa važećeg na dan bilansa dotične članice, dok se za preračunavanje prihoda i rashoda koriste devizni kursevi važeći na datume originalnih transakcija (tj. datume nastanka prihoda i rashoda). Kursne razlike obračunate u postupku preračunavanja pojedinačnih izveštajnih informacija subsidijara sa statusom inostranog poslovanja biće prezentovane kao komponente ostalog ukupnog rezultata na konsolidovanom nivou (i alikvotno alocirane na učešća bez prava kontrole, kada je to relevantno), imajući u vidu preovlađujući stav da promene deviznog kursa mogu imati samo zanemarljiv direktan uticaj na sadašnje ili buduće tokove gotovine iz poslovnih aktivnosti (MRS 21, par. 41).

Ipak, treba imati u vidu da postupak preračunavanja izveštajnih stavki u cilju njihove prezentacije u funkcionalnoj valuti grupe predstavlja nešto više od puke računске operacije. Dozvoljavajući primenu prosečnog deviznog kursa za prevođenje stavki prihoda i rashoda inostranog poslovanja iz praktičnih razloga efikasnije konsolidacije, relevantna međunarodna računovodstvena regulativa ostavlja izvesna prava izbora u pogledu njegovog odabira, propuštajući da precizira vremenski period merodavan za njegov obračun. Sledstveno tome, prisutan je izvestan manevarski prostor za ciljano uobličavanje prezentovane imovine i rezultata u konsolidovanim izveštajima, pozicioniranjem deviznih kurseva kao potencijalnih instrumenata za vrednovanje izveštajnih stavki. Poseban problem može se pojaviti u slučaju neusklađenih izveštajnih perioda inostranog subsidijara i grupe, budući da će u takvim okolnostima za preračunavanje biti merodavan devizni kurs važeći na kraju izveštajnog perioda subsidijara, uz odgovarajuće korekcije za značajnije promene u deviznim kursovima do bilansnog dana na nivou grupe. Imajući u vidu navedeno, evidentno je da osiguranje visokog iskaznog potencijala konsolidovanih finansijskih izveštaja iziskuje da se računovodstvenim politikama na nivou grupe precizno propiše postupak odabira (ili obračuna) deviznih kurseva za preračunavanje pojedinačnih izveštaja inostranih subsidijara, kao i da se takve politike uniformno i kontinuirano primenjuju širom grupe, iz perioda u period.

3.3. Izgradnja konzistentnih računovodstvenih procedura i usklađene organizacije sistema finansijskog izveštavanja članica grupe

Osiguranje formalne uporedivosti finansijsko-računovodstvenih informacija matičnog društva i njegovih subsidijara može u značajnoj meri olakšati sam postupak pripreme konsolidovanih izveštaja i poslužiti kao svojevrsna garancija tačnosti i verodostojnosti u njima prezentovanih informacija. Naime, sažimanje pozicija stanja i uspeha pojedinih članica grupe, kao i potonja eliminacija u njima sadržanih vrednosnih efekata unutargrupnih transakcija, svoj puni smisao i maksimalni iskazni potencijal ostvariće samo onda kada je reč o pozicijama koje su u formalnom smislu potpuno istovrsne. Dostizanje takvog ideala zahtevalo bi upotrebu uniformnih finansijsko-izveštajnih obrazaca na nivou grupe, kao i sledstveno jedinstvo na polju organizacije računovodstvenih informacionih sistema pojedinih članica.

Istovetnost računovodstvenih procedura, primenjivih pri beleženju efekata transakcija i događaja u pojedinačnim poslovnim evidencijama matice i njenih subsidijara, ali i naknadne klasifikacije, sumiranja i finalne prezentacije tako generisanih vrednosti, može se postići propisivanjem jedinstvenih kontnih planova na nivou grupe, kao i zajedničkog sistema kontiranja, posebno kada je reč o evidentiranju efekata internih transakcija samih članica. Kada se vrednosne posledice originalnih transakcija članica grupe beleže i prezentuju na identičan način, postoji izvesna sigurnost da će agregiranje pojedinačnih vrednosti imovine, kapitala, obaveza, prihoda i rashoda matice i subsidijara zapravo podrazumevati spajanje "istog sa istim", obezbeđujući neophodnu homogenost finalnim konsolidovanim stavkama. U takvim okolnostima, može se opravdano očekivati da rizici pogrešne prezentacije na grupnom nivou, u obliku sažimanja esencijalno raznorodnih stavki i eventualno nepotpunih eliminacija, budu svedeni na minimum.

Ipak, izvesno je da će organizacija računovodstvenih informacionih sistema pojedinih članica grupe biti primarno podređena njihovim ličnim specifičnostima, tačnije, u konačnom, potrebama relevantne i verodostojne prezentacije informacija za investiciono odlučivanje njihovih neposrednih primarnih korisnika. U tom smislu, nametanje strogih obaveza formalnog usaglašavanja računovodstva i zvaničnog finansijskog izveštavanja matice i svih njenih zavisnih društava moglo bi da protivreči realizaciji njihovih parcijalnih izveštajnih ciljeva. S obzirom na značaj ekonomskih uloga koje pojedinačni finansijski izveštaji članica mogu imati u pojedinim jurisdikcijama, interesi formalne prezentacije računovodstvenih informacija u grupi najčešće će biti lokalnog karaktera, uz neophodna dalja usaglašavanja prilikom konsolidacije. Drugačija rešenja su takođe moguća. U tom smislu, razvoj savremenih tehnologija mogao bi da rezultira u postizanju ekonomičnosti organizacije paralelnog računovodstvenog informacionog sistema u kompanijama članicama, koji bi bio namenjen isključivo izveštavanju na konsolidovanoj osnovi (i sledstveno tome uniformno ustrojen širom grupe).

U težnji za postizanjem maksimalne uporedivosti finansijsko-izveštajnih informacija poslovnih entiteta na globalnom nivou, kreatori međunarodne profesionalne računovodstvene regulative uzdržali su se od strogog uobličavanja pojavne forme finansijskih izveštaja opšte namene (pojedinačnih i konsolidovanih), ukazujući na stavke koje je potrebno obelodaniti (i odgovarajući nivo njihove agregacije), kako u samim izveštajnim obrascima, tako i u pratećim napomenama. Ipak, nije neuobičajeno da nacionalni zakonodavac uvede strožije kriterijume, propisujući zvanične obrasce finansijskih izveštaja opšte namene, te time unapred fiksirajući njihovu sadržinu, kao i stepen raščlanjavanja prezentovanih informacija. U takvim okolnostima, ispunjenje opšteg cilja eksternog finansijskog izveštavanja nalaže izvesna prilagođavanja zvanično propisane forme izveštaja prema specifičnim karakteristikama izveštajnih entiteta. Kao relevantni faktori od uticaja u tom smislu, uobičajeno se pojavljuju pravna forma, veličina i pretežna delatnost subjekta izveštavanja.

Sledstveno prethodno navedenom, konsolidacija pojedinačnih izveštajnih stavki izrazito heterogenih grupa, sa članicama koje posluju u raznim delatnostima i jurisdikcijama, čije se pravne forme i veličine razlikuju, može predstavljati poseban izazov. U takvim okolnostima, mogućnost realizacije opšteg cilja konsolidacije počiva na umešnosti prepoznavanja i smislene agregacije suštinski istovetnih, a različito formalno prezentovanih izveštajnih stavki, kako bi rezultujuće vrednosti na konsolidovanom nivou ispunile osnovne računovodstvene kriterijume priznavanja, sa stanovišta grupe kao izveštajnog entiteta. Poseban problem može se pojaviti u okolnostima kada su istovetni imovinski predmeti u pojedinačnim izveštajima članica prezentovani u različitim pojavnim oblicima, na primer kao osnovni materijal, nedovršena proizvodnja ili gotovi proizvodi. Takve situacije najčešće nastaju kao posledica internih transakcija svojstvenih vertikalno organizovanim grupama. Imajući u vidu grupu, kao subjekt izveštavanja na konsolidovanoj osnovi, prilikom sažimanja pojedinačnih stavki bilo bi indikativno rukovoditi se njihovom prezentacijom u izveštajima one članice grupe kod koje je došlo do prvobitne materijalizacije takve imovine, zanemarujući njeno dalje prometovanje među ostalim članicama, ili pak prezentovati agregirane vrednosti u okviru jedinstvene konsolidovane pozicije (u ovom slučaju zaliha).

U konačnom, izvor poteškoća relevantne i fer prezentacije informacija o grupi može se prepoznati i u činjenici da su za izveštavanje na konsolidovanoj osnovi najčešće merodavni uobičajeni zvanični obrasci finansijskih izveštaja opšte namene (kada takvi obrasci postoje). U tom smislu, kada postoji više mogućih alternativa na raspolaganju (u zavisnosti od ranije izloženih specifičnih karakteristika izveštajnih entiteta), odabir zvanične forme prezentovanih konsolidovanih informacija trebalo bi da služi realizaciji njihovog osnovnog cilja, tj. relevantnoj i fer prezentaciji informacija za investiciono odlučivanje primarnih korisnika. Sledstveno tome, korišćenje bilansnih šema matičnog društva možda neće biti opravdano u svim okolnostima, naročito ukoliko matica nema drugih aktivnosti sem klasično upravljačkih, a najznačajnije članice grupe posluju u delatnostima čije specifičnosti nalažu izveštavanje prema posebnim obrascima finansijskih izveštaja.

4. INFORMACIONI RIZICI KONSOLIDOVANIH FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

Rastuća kompleksnost i internacionalizacija poslovno-finansijskih operacija kompanija, kao i nemogućnost razvijanja savršenih računovodstvenih smernica za evidentiranje vrednosnih efekata svih mogućih transakcija i drugih događaja poslovnih entiteta, koja računovodstvena prava izbora čine nužnim, uobičajeno se prepoznaju kao primarni izvori informacionih rizika eksternog finansijskog izveštavanja. Ipak, kada je o grupama preduzeća reč, posebni rizici mogu se prepoznati i u samim specifičnostima ekonomske celine kao izveštajnog entiteta, odnosno njihovim implikacijama na postupak izrade konsolidovanih finansijskih izveštaja.

Naime, izvesno je da će i najmanji propusti u bilo kojoj fazi pripreme konsolidovanih informacija, počevši od definisanja granica same grupe, preko osiguranja formalne i materijalne uporedivosti pojedinačnih informacija njenih članica, preuzimanja njihovih usklađenih računovodstvenih stavki u zbirni bilans grupe, eliminisanja vrednosnih efekata međusobnih transakcija njenih članica, do osiguranja zahtevanih konsolidovanih obelodanjivanja, imati potencijal da neposredno ugroze relevantnost i verodostojnost prezentacije finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine grupe. Imajući u vidu brojnost mogućih članica grupe, okolnost da one mogu poslovati u vrlo različitim delatnostima i jurisdikcijama na internacionalnom nivou, kao i intenzitet i raznovrsnost njihovih mogućih međusobnih transakcija, potencijalne srazmere informacionih rizika svojstvenih konsolidovanim izveštajima ne treba posebno isticati.

U tom smislu, propisivanjem obavezne revizije finansijskih izveštaja grupe, regulator je upravo težio da osigura kredibilitet obelodanjenih konsolidovanih informacija, u cilju zaštite informacionih interesa investitora i poverilaca i očuvanja njihovog poverenja u rukovodstvo matice. Ipak, poslednja velika finansijska kriza nedvosmisleno je ukazala na ograničenja kapaciteta revizije u otklanjanju izveštajnih rizika za krajnje korisnike, naročito imajući u vidu značajan obim procena i rasuđivanja koji neminovno prate procese finansijskog izveštavanja. U tom smislu, oprez korisnika posebno je neophodan kada je reč o spoznaji granica grupe kao izveštajnog entiteta, a naročito u okolnostima u kojima konsolidovani finansijski izveštaji predstavljaju jedini javno raspoloživi izvor informacija o članicama grupe.

4.1. Definisanje granica grupe preduzeća kao izveštajnog entiteta

Diskreciono pravo rukovodstva matičnog društva da identifikuje ekonomske granice grupe kojom upravlja, u odsustvu njenog prepoznatljivog i nedvosmislenog pravno-formalnog okvira, pojavljuje se kao jedan od osnovnih izvora informacionih rizika finansijskog izveštavanja na konsolidovanoj osnovi. U takvim okolnostima, sposobnost konsolidovanih izveštaja da relevantno i verodostojno prezentuju finansijski položaj, performanse i tokove gotovine grupe preduzeća, kao i uspešnost njenog rukovodstva u upravljanju resursima koji su mu povereni, u osnovi će počivati na potpunosti i tačnosti kruga za konsolidaciju, odnosno na ispravnom prepoznavanju svih zavisnih društava pod kontrolom matice i njihovom uključivanju u konsolidovani obračun. S obzirom na okolnost da se pojedinačne informacije članica grupe pojavljuju kao nezaobilazna osnova konsolidacije i finansijskog izveštavanja za grupu kao celinu, izvesno je da će i najmanji propusti u selekciji subjekata konsolidacije neposredno kompromitovati iskaznu moć finansijskih izveštaja grupe, ugrožavajući na njima zasnovane ekonomske odluke investitora, poverilaca i ostalih zainteresovanih korisnika.

O srazmerama potencijalnih negativnih posledica propusta u definisanju grupe kao izveštajnog entiteta i određivanju kruga za konsolidaciju mogu posvedočiti dešavanja na svetskim finansijskim tržištima s kraja prve dekade XXI veka. Naime, globalna finansijska kriza koja je započela 2007. godine neposredno je ukazala na manjkavosti tadašnje regulative finansijskog izveštavanja o grupama, čija je relativno slobodna interpretacija omogućila pojedinim maticama da deo svojih kontrolisanih aktivnosti i njihovih finansijskih efekata izostave iz konsolidacije. Na ovaj način, ključni izvori finansijskih poteškoća izveštajnih entiteta često su ostajali prikriveni za eksterne korisnike, a njihova kasnija eskalacija imala je vrlo ozbiljne, dalekosežne i dugoročne posledice na internacionalnom nivou. Post krizne analize Odbora za međunarodne računovodstvene standarde nedvosmisleno su pokazale da su nedorečenosti tada važećih računovodstvenih standarda i pravila izveštavanja na konsolidovanoj osnovi rezultirale ne samo razlikama u njihovoj praktičnoj interpretaciji (i sledstvenim izveštajnim efektima) već i u čestom namenskom fokusu na isuviše doslovnoj primeni propisanih odredbi, kako bi se zaobišlo priznavanje ekonomske suštine odnosa, sa krajnjom namerom ciljanog dizajniranja željenih granica grupe, odnosno oblikovanja sadržine konsolidovanih izveštaja (IFRS Foundation, 2015).

Naime, za obveznike primene Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, tadašnja regulativa, važeća za grupe preduzeća, obuhvatala je standard MRS 27 (rev. 2003) - Konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji, koji je zahtevao konsolidaciju kontrolisanih entiteta i pružao generalne smernice u pripremi izveštaja za grupu, kao i tumačenje SIC 12: Konsolidacija – Entiteti za posebne namene, koje je interpretiralo zahteve za konsolidacijom u kontekstu entiteta za posebne namene, uvodeći sopstveni model procene, fokusiran na rizike i nagrade. U takvim okolnostima, pokazalo se da su obveznici finansijskog izveštavanja imali poteškoća da razluče koji regulatorni zahtev je relevantan u određenim situacijama, naročito zbog nedostataka bližih smernica regulatora koje bi napravile jasnu distinkciju u delokrugu primene MRS 27 (rev. 2003) i SIC 12 (IFRS

Foundation, 2015). Sledstveno tome, praksa finansijskog izveštavanja nudila je različita rešenja u pogledu selekcije entiteta za konsolidaciju, time ugrožavajući uporedivost i verodostojnost konsolidovanih informacija.

Osim toga, strogo formalno tumačenje koncepta kontrole kao “moći upravljanja finansijskim i poslovnim politikama entiteta sa ciljem ostvarenja koristi od njegovog poslovanja” (MRS 27 (rev. 2003), par. 4), poslužilo je izvesnim maticama kao opravdanje da konsoliduju samo ona društva kod kojih su posedovale većinsko učešće u kapitalu i pravo glasa, ali i da iz konsolidacije izostave entitete sa finansijskim poteškoćama i gubicima, budući da od njihovog poslovanja nisu “ostvarivane koristi” (Bugeja et al., 2019). Takva postupanja, iako formalno usklađena sa važećim regulatornim zahtevima, sasvim izvesno su propuštala da oslikaju ekonomsku suštinu odnosa matice i subsidijara, nudeći konsolidovane izveštaje kao materijalno pogrešne predstave finansijske pozicije, uspešnosti i tokova gotovine dotične grupe.

Primaran fokus MRS 27 (rev. 2003) na glasačka prava investitora, kao i odsustvo detaljnijih smernica koje bi omogućile nedvosmisleno prepoznavanje zavisnih društava sa specifičnim izvorima kontrole, kreiralo je izvestan manevarski prostor za slobodniju interpretaciju regulatornih zahteva i motivisalo sastavljače konsolidovanih izveštaja da razviju sopstvena čvrsta pravila odlučivanja u pogledu selekcije entiteta za konsolidaciju. Poštovanje neformalnih smernica, u vidu samoproklamovanih graničnih kriterijuma konsolidovanja, dalje je doprinelo namenskom strukturiranju transakcija matice, kako bi se postigli željeni efekti na konsolidovane finansijske izveštaje (IASB, 2013). Takvi slučajevi uključuju targetirano pozicioniranje učešća matičnog društva neposredno ispod nivoa od 50 procenata (Beck et al, 2017), kao i striktni fokus na datum izvršenja potencijalnih glasačkih prava, zaobilaznjem suštinskih karakteristika samog instrumenta.

U težnji za unapređenjem transparentnosti finansijskog izveštavanja i sprečavanja eventualnih budućih tržišnih slomova, Odbor za međunarodne računovodstvene standarde je 2008. godine pokrenuo sveobuhvatni projekat redizajniranja regulatornih zahteva relevantnih za grupe preduzeća, sa ciljem razvijanja jedinstvenog modela konsolidacije, koji bi bio zasnovan na konceptu kontrole i unapredio obelodanjivanja kako o zavisnim društvima, tako i o entitetima koji su ostali izvan kruga za konsolidaciju. U tom smislu, MRS 27 (rev. 2003) i SIC 12 zamenjeni su novim standardom MSFI 10 (Konsolidovani finansijski izveštaji), sa obaveznom primenom od 1. januara 2013. godine.

Propisujući da kompanija stiče status matičnog društva kada je izložena varijabilnim prinosima po osnovu svog učešća u entitetu (odnosno ima prava na njih) i poseduje sposobnost da utiče na visinu tih prinosa, na osnovu moći koju poseduje, MSFI 10 razvija jedinstveni princip kontrole kao osnov za konsolidaciju, univerzalno primenjiv na sve potencijalno zavisne entitete, nezavisno od njihove strukture. U cilju osiguranja maksimalnog fokusa na ekonomsku suštinu odnosa dva entiteta, kako bi se konsolidacijom potpuno i tačno obuhvatila sva (i samo ona) kontrolisana zavisna društva, MSFI 10 jasno izdvaja tri konstitutivna elementa kontrolnog odnosa i pruža vrlo detaljne smernice za njihovu identifikaciju. U tom smislu, smatra se da kontrolni odnos postoji kada (i samo kada) investitor ispunjava sve predviđene kriterijume, odnosno:

1. poseduje moć nad entitetom u koji je investirano,
2. izložen je varijabilnom prinosu po osnovu učešća u entitetu u koji je investirano (tj. ima pravo na varijabilne prinose) i
3. sposoban je da koristi moć koju poseduje kako bi uticao na visinu sopstvenog prinosa po osnovu učešća u entitetu u koji je investirano (MSFI 10, par. 7).

Verodostojna procena kontrolnog odnosa iziskuje razmatranje svih činjenica i okolnosti od uticaja, kao i periodične evaluacije u slučajevima u kojima činjenice i okolnosti mogu ukazati na nastanak promena u pogledu bilo kojeg kriterijuma kontrole.

Smatra se da investitor ima moć nad entitetom u koji je investirano ukoliko poseduje prava koja mu obezbeđuju tekuću sposobnost da usmerava relevantne aktivnosti, a time i prinose, ciljanog entiteta. U tom smislu, prilikom razmatranja moći investitora potrebno je uzeti u obzir vrste relevantnih aktivnosti u ciljanom entitetu, način donošenja odluka o usmeravanju ovih aktivnosti, kao i karakteristike prava koja poseduju kako sam investitor, tako i druge strane. Uobičajene vrste aktivnosti koje se mogu prepoznati kao relevantne za većinu entiteta uključuju kupovinu i prodaju dobara ili usluga, upravljanje finansijskom imovinom, istraživanje i razvoj novih proizvoda i procesa, sticanje i otuđenje imovine, kao i aktivnosti finansijskog karaktera. U tom smislu, imenovanje ključnog upravljačkog osoblja ciljanog entiteta i oblikovanje njegovih poslovnih i kapitalnih odluka mogu se prepoznati kao uobičajeni mehanizmi usmeravanja relevantnih aktivnosti.

Prava koja se mogu pojaviti kao izvor moći investitora uključuju glasačka prava u ciljanom entitetu, prava na postavljanje (i smenu) ključnog upravljačkog osoblja (ili drugog entiteta) koje ima sposobnost da upravlja relevantnim aktivnostima, prava davanja instrukcija ciljanom entitetu u pogledu realizacije transakcija u korist investitora, kao i ostala prava koja mogu osigurati sposobnost upravljanja relevantnim aktivnostima ciljanog entiteta (MSFI 10, par. B16). Kako bi osigurala moć investitoru, takva prava moraju biti značajna, odnosno praktično izvršiva i ostvariva upravo onda kada je potrebno doneti odluku o smeru relevantnih aktivnosti. Takođe, prava koja su isključivo zaštitnog karaktera ne mogu se smatrati izvorom moći u ciljanom entitetu.

Vezivanjem moći investitora za prava koja mu daju tekuću sposobnost usmeravanja relevantnih aktivnosti entiteta u koji je investirano, koje značajno utiču na njegove prinose, MSFI 10 je stvorio osnovne predušlove za prepoznavanje kontrolnog odnosa u svim onim situacijama u kojima moć matičnog društva ne proizilazi neposredno iz njegovih glasačkih prava. Na ovaj način, stvorene su pretpostavke za sigurniju konsolidaciju zavisnih entiteta u kojima matica poseduje manje od polovine učešća u kapitalu (i rezultujućih glasačkih prava), ali nezavisno od toga kontroliše entitet. Posebnim osvrtom na čitav niz specifičnih situacija, uključujući i potencijalna glasačka prava, kao i sveobuhvatnim razmatranjem karakteristika koje prava investitora moraju posedovati kako bi donosila moć, težilo se minimiziranju, ako ne i potpunom eliminisanju, prostora za slobodne interpretacije obveznika konsolidacije, kako bi se predupredila eventualna heterogenost njihovih izveštajnih praksi.

Procenjujući vrstu odnosa sa entitetom u koji je investirano, matica utvrđuje da li po datom osnovu ima izloženost, ili prava na varijabilne prinose. Akcentiranjem varijabilnog karaktera prinosa matice, koji će u osnovi zavisiti od kretanja performansi samog entiteta u koji je investirano, eksplicitno je naglašeno da takvi prinosi mogu biti “samo pozitivni, samo negativni ili i pozitivni i negativni” (MSFI 10, par. B56), čime je neposredno ukinuta mogućnost da negativni rezultati subsidijara posluže rukovodstvu kao opravdanje za njegovo isključenje iz kruga za konsolidaciju. Neki od primera prinosa varijabilnog karaktera uključuju dividende i druge oblike raspodele ekonomskih koristi ciljanog entiteta, promene u vrednosti investicije matičnog društva u datom entitetu, rezidualna učešća u njegovoj imovini i obavezama u slučaju likvidacije, pristup likvidnim sredstvima koji matica ima po osnovu svog privilegovanog upravljačkog položaja u datom subsidijaru, kao i prinose koji inače nisu dostupni eventualnim suvlasnicima entiteta (npr. očekivane ekonomske koristi po osnovu sinergetskih efekata kombinovanog poslovanja matice i subsidijara).

U konačnom, matica koja poseduje moć nad entitetom u koji je investirala i koja po datom osnovu ostvaruje pravo ili je izložena prinosu varijabilnog karaktera, procenjuje i da li poseduje sposobnost da sopstvenu moć iskoristi u cilju ostvarivanja uticaja na visinu prinosa koji će ostvariti po osnovu povezanosti sa entitetom u koji je investirala. Insistiranjem na uspostavljanju veze između moći i prinosa investitora, omogućeno je ispravno prepoznavanje krajnjeg nosioca moći, posebnim osvrtom na situacije u kojima nosilac prava zapravo deluje kao agent druge strane, te kao takav ne poseduje kontrolu, čak i kada drži većinska glasačka prava u entitetu. Naime, investitor koji je agent

zapravo je angažovan da radi u ime i za račun svog principala, usled čega se njegova nadležnost za donošenje odluka ne može prepoznati kao izvor kontrole nad entitetom u koji je investirano (MSFI 10, par. B58).

Ipak, treba imati u vidu da se primetna kompleksnost unapređenog koncepta kontrole i sama može pojaviti kao faktor agresivnijeg finansijskog izveštavanja, naročito imajući u vidu odsustvo preciznih "graničnih kriterijuma" za odlučivanje. Ovo naročito kada je reč o specifičnim izvorima kontrole matičnog društva, odnosno okolnostima koje iziskuju značajniji obim procena i rasuđivanja rukovodstva, a pogotovo kada su takve procene zasnovane na teško uočljivim i proverljivim činjenicama. S obzirom na relativno kratak period implementacije MSFI 10, čvrsti dokazi o efektima njegove primene u praksi finansijskog izveštavanja grupa preduzeća još uvek nisu raspoloživi. U tom smislu, istraživanje koje sprovode Bugeja et al. (2019) obezbeđuje korisne i donekle iznenađujuće zaključke. Naime, koristeći uzorak australijskih kompanija za period 2012-2015. godina, Bugeja et al. (2019) ispituju praktične efekte primene MSFI 10 na relevantnost i verodostojnost prezentovanih informacija o grupama preduzeća. Prepoznajući da adekvatna interpretacija koncepta kontrole i ispravna selekcija kruga za konsolidaciju čine osnov potpunog i tačnog izveštavanja o grupi, autori posebno istražuju uticaj unapređene regulative na izmene u obuhvatu članica grupe, kao i na sveopštu korisnost konsolidovanih informacija, merenu njihovom vrednosnom relevantnošću za krajnje korisnike.

Analizirajući promene u granicama grupa preduzeća u periodu implementacije unapređenog koncepta kontrole, Bugeja et al. (2019) pre svega uočavaju pad u broju kontrolisanih (i konsolidovanih) entiteta. Imajući u vidu da je nova regulativa, između ostalog, imala za cilj da predupredi detektovane slabosti MRS 27 (rev. 2003) i SIC 12, koje su rezultirale u ciljanom izostavljanju iz konsolidacije onih entiteta u čijem kapitalu matična učestvuje sa manje od 50 procenata, kao i entiteta sa negativnim finansijskim rezultatima, donekle iznenađuje nalaz da je u analiziranom periodu verovatnoća konsolidacije takvih entiteta zapravo smanjena. Prepoznajući ograničavajuće faktore koji mogu dovesti u pitanje verodostojnost rezultata analize, Bugeja et al. (2019) zaključuju da nalazi njihovog istraživanja mogu poslužiti kao dokaz unapređenog prepoznavanja granica grupe, tj. potpunije i tačnije selekcije zavisnih društava u odnosu na ranije važeću regulativu. Ipak, autori takođe skreću pažnju na mogućnost da je nova regulativa finansijskog izveštavanja na konsolidovanoj osnovi motivisala matice da značajnije reorganizuju grupe kojima upravljaju, prodajom ili pripajanjem neprofitabilnih subsidijara, kao i reorganizacijom vlasničke strukture.

Kada je reč o uticaju primene MSFI 10 na ukupnu korisnost obelodanjenih informacija, Bugeja et al. (2019) nalaze da u analiziranom periodu nije bilo značajnijih izmena u vrednosnoj relevantnosti konsolidovanog neto rezultata i kapitala. Ipak, na poduzorku grupa koje su smanjile broj konsolidovanih entiteta, identifikovan je pad vrednosne relevantnosti kapitala, ukazujući na to da podsticaji u finansijskom izveštavanju i pod unapređenim konceptom kontrole mogu ugroziti korisnost obelodanjenih informacija. Iako pomenute nalaze treba uzeti sa izvesnom rezervom, u nedostatku dodatnih empirijskih dokaza, izvesno je da primena unapređenog koncepta kontrole ne može u potpunosti eliminisati sve informacione rizike konsolidacije. U tom smislu, oprez u interpretaciji konsolidovanih informacija naročito je neophodan u slučaju grupa internacionalnog karaktera i heterogene strukture.

4.2. Rizici konsolidovanih informacija kao osnove investicionog odlučivanja primarnih korisnika

Kao nezaobilazni pratioci investicionog odlučivanja postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i ostalih poverilaca matičnog društva, informacioni rizici na konsolidovanom nivou

naročito dolaze do izražaja u uslovima u kojima konsolidovani finansijski izveštaji predstavljaju dominantni ili jedini javno raspoloživi izvor informacija, služeći kao primarna osnova za ocenu finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine matičnog društva. U takvim okolnostima, i najmanji propusti u ispravnom razumevanju prirode i značaja konsolidovanih informacija, na čelu sa nepromišljenim poistovećivanjem matičnog društva i celine grupe kojom upravlja, mogu rezultirati materijalno pogrešnim zaključcima i promašenim investicijama.

Činjenica da grupa preduzeća nema status pravnog lica može konsolidovane informacije učiniti nedovoljno podobnom osnovom za procenu iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih dividendi investitora matičnog društva. Naime, u strogom, pravno-formalnom smislu, obelodanjeni konsolidovani rezultat ne može biti predmet neposredne raspodele vlasnicima matičnog društva, čak ni u okolnostima u kojima je matica jedini vlasnik svih subsidijara u grupi. Iako će matično društvo nesumnjivo imati na raspolaganju mehanizme kojima može apsorbovati pojedinačne rezultate, materijalizovane širom grupe, i raspodeliti ih u vidu dividendi vlasnicima, treba imati u vidu da se izvesna zakonodavna ograničenja, kao i potreba realizacije zajedničkih ciljeva na nivou grupe, uobičajeno pojavljuju kao limitirajući faktori u tom smislu. Osim potencijalnog precenjivanja dividendnog potencijala matičnog društva, moguće su i drugačije situacije, naročito u okolnostima u kojima pojedini subsidijari grupe ostvaruju značajne negativne finansijske rezultate, čija konsolidacija može prikriti stvarne performanse matice.

Nedostatak pravnog subjektiviteta grupe takođe će se odraziti i na sposobnost konsolidovanih finansijskih izveštaja da adekvatno prezentuju stepen sigurnosti pojedinačnih poverilaca, čiji su plasmani vezani za matično društvo ili neki od njegovih subsidijara. Naime, okolnost da grupa kao ekonomski entitet nije i stvarni nosilac prava svojine nad celokupnim resursima koje efektivno kontroliše, ima za posledicu to da konsolidovani resursi ne mogu biti tretirani kao jedinstvena imovinska celina u postupku procene verovatnoće namirenja potraživanja zainteresovanih poverilaca. U odsustvu međusobnih garancija članica grupe, agregiranje njihovih individualnih resursa za potrebe konsolidacije nema nikakvu pravno-formalnu snagu, budući da će svaka članica (uključujući i samu maticu) neposredno odgovarati za obaveze koje je generisala samo imovinom koja se nalazi u njenom direktnom vlasništvu.

Ipak, Walker (1976) primećuje da će konsolidovani finansijski izveštaji imati poteškoća da adekvatno prezentuju sigurnost zajmodavaca i ostalih poverilaca matice (i subsidijara), čak i u okolnostima u kojima svaka članica grupe (uključujući i matično društvo) bezuslovno i u potpunosti garantuje za celokupne obaveze svih ostalih članica. Naime, treba imati u vidu da će očekivani stepen namirenja potraživanja pojedinačnih poverilaca u takvim okolnostima neposredno zavisiti ne samo od ukupne raspoložive imovine originalnog dužnika i njegovih garanta, već isto tako i od redosleda namirenja, kao i iznosa potraživanja drugih poverilaca, odnosno, u slučaju nepremostivih finansijskih poteškoća pojedinih dužnika, od redosleda likvidacije članica u grupi.

Odsustvo zakonske obaveze matičnog društva da garantuje za dugove svojih subsidijara može umanjiti korisni potencijal konsolidovanih izveštaja kao osnove za sprovođenje racio analiza i izvođenje validnih zaključaka o matičnom društvu. Na primer, Beranek i Dillon (1982) pokazuju da će konsolidovane informacije najčešće rezultirati precenjivanjem racia duga prema kapitalu matičnog društva, u okolnostima u kojima matica ne obezbeđuje garancije za dugove svojih subsidijara, a takvi dugovi postoje, rezultujući u konačnom precenjivanju izloženosti matice finansijskom riziku. U izuzetnim okolnostima, u kojima je racio matice značajno veći od racia subsidijara, konsolidovani racio može potceniti finansijski rizik matičnog društva. U slučaju da zavisna društva nemaju sopstvenih obaveza, adekvatnost prezentacije finansijskog leveridža matičnog društva biće uslovljena postojanjem učešća bez prava kontrole na nivou grupe, odnosno mogućnošću njihovog isključivanja iz analize. U konačnom, treba imati u vidu da će uticaj konsolidacije na većinu uobičajeno korišćenih racio brojeva biti teško predvidljiv, dovodeći u

pitanje njihovu primenljivost u analizi finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine matičnog društva (ali i drugih članica).

Agregiranje informacija pojedinačnih članica grupe u postupku pripreme konsolidovanih finansijskih izveštaja takođe se može prepoznati kao svojevrsan izvor informacionih rizika za primarne korisnike. Iako uvid u konkretne imovinske oblike subsidijara u kojima su angažovane investicije matičnog društva (i sa njima povezana potraživanja drugih strana) može obezbediti dodatne vredne informacije korisnicima, izvesno je da sumiranje pojedinačnih izveštajnih stavki ujedno sakriva neke od važnih detalja, potencijalno otežavajući razumevanje izvora performansi same grupe. Naime, konsolidovanjem stavki imovine, obaveza, kapitala, prihoda i rashoda matice i svih subsidijara, finansijsko-izveštajne informacije članica sa finansijskim poteškoćama i negativnim rezultatima bivaju prikrivene u masi, naročito u slučaju grupa sa velikim brojem subsidijara. Osim toga, kada su članice grupe angažovane u vrlo heterogenim delatnostima, sa različitim profilima rizika, profitabilnosti i rasta, agregiranje njihovih parcijalnih informacija u postupku konsolidacije direktno uskraćuje korisnike za vredne inpute finansijskih procena, značajno otežavajući anticipaciju budućih performansi grupe kao celine.

U konačnom, treba imati u vidu da neizostavni postupak eliminacije efekata interkompanijskih transakcija prilikom konsolidacije može narušiti sposobnost konsolidovanih finansijskih izveštaja da verodostojno prezentuju ukupan obim aktivnosti koji postoji na nivou grupe. Ovo je posebno značajno u okolnostima u kojima se većinski deo aktivnosti članica odigrava upravo na internom tržištu. Ako su obim i intenzitet međusobnih transakcija članica značajni, naročito u sferi njihovih poslovnih aktivnosti, prometovanjem dobara i usluga u okviru grupe, eliminacija vrednosnih efekata interno realizovanih transakcija ne samo da će rezultovati potcenjivanjem ukupnog volumena aktivnosti na grupnom nivou, već će neposredno uskratiti korisnicima uvid u proces stvaranja vrednosti u okviru same grupe, otežavajući mogućnost spoznaje grupne politike transfernih cena, kao i njenog uticaja na materijalizaciju profita u okvirima pojedinih članica.

5. SPECIFIČNOSTI DUALNOG SISTEMA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA

U težnji za osiguranjem pravovremene prezentacije finansijsko-izveštajnih informacija visokog stepena korisnosti za investicione odluke postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala matičnih kompanija, kao i za ocenu performansi rukovodstva matice, Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja propisuju svim matičnim društvima (uz određene izuzetke, u skladu sa par. 4, MSFI 10) obavezu sastavljanja i prezentacije konsolidovanih finansijskih izveštaja, ostavljajući pojedinačne izveštaje matice kao dodatnu, opcionu mogućnost. U tom smislu, dualni karakter sistema finansijskog izveštavanja o grupama biće svojstven onim jurisdikcijama u kojima pojedinačni (separatni) finansijski izveštaji matičnog društva predstavljaju mandatorni deo ukupnog informacionog seta, koji je rukvodstvo matice dužno da obelodani eksternim korisnicima.

Za razliku od korporativne prakse Sjedinjenih Američkih Država, koja se ističe kao karakterističan primer informacione dominacije konsolidovanih izveštaja, u većini evropskih zemalja, uključujući i Srbiju, pojedinačni finansijski izveštaji matičnih kompanija imaju dugu tradiciju, prepoznatljive uloge i istaknut značaj. Osim klasičnog informisanja tržišta kapitala o finansijskoj poziciji, performansama i tokovima gotovine matičnog društva kao pravno prepoznatljivog poslovnog entiteta, pojedinačni izveštaji često će služiti kao dokaz usaglašenosti poslovanja matice sa lokalnim propisima i regulatornim zahtevima, dobijajući time posebnu važnost (EFRAG, 2014).

Poznato je da se formalna ograničenja pojedinačnih izveštaja matičnog društva pojavljuju kao osnovni faktor umanjavanja njihove iskazne moći, čineći ih nedovoljno podobnom osnovom za procenu iznosa, dinamike i neizvesnosti neto priliva gotovine koje matica može očekivati u budućnosti. Ipak, fokus na maticu kao prepoznatljivi subjekt prava može osigurati dodatne korisne informacije za odlučivanje njenim postojećim i potencijalnim snabdevačima kapitala, u okolnostima u kojima su njihova potraživanja neraskidivo i isključivo vezana upravo za samo matično društvo. Naime, kada je reč o evropskim jurisdikcijama, investitori i poverioci matice ne mogu polagati pravo na imovinu, odnosno rezultat grupe kao ekonomske celine, niti bilo kog njenog subsidijara (osim u slučaju postojanja eksplicitnih garancija članica grupe za obaveze njene matice).

U tom smislu, informacije o ekonomskim resursima u direktnom vlasništvu matičnog društva, potraživanjima drugih strana u odnosu na te resurse, kao i ostvarenim rezultatima i tokovima gotovine u izveštajnom periodu, mogu predstavljati dragocene inpute u procenama kreditne sposobnosti matičnog društva, kao i njegovog kapaciteta da generiše dovoljno gotovine za otplatu svojih dugova i isplatu dividendi investitorima. Naime, pravno-formalni aspekti odnosa matičnog društva i njegovih snabdevača kapitala nužno upućuju na neposredne ekonomske resurse matice kao osnov namirenja potraživanja njenih zajmodavaca i poverilaca, i na pojedinačni rezultat kao granični okvir isplate dividendi njenim vlasnicima.

Postojanje prepoznatljivih uloga pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnih društava u lokalnim jurisdikcijama nesumnjivo će doprineti uvećanju njihovog percepiranog značaja, kako za eksterne korisnike, tako i za samo rukovodstvo. Pravna sposobnost omogućuje matici da poseduje sopstvenu imovinu, kreira i izmiruje obaveze, zaključuje ugovore, daje i prima garancije, tuži i bude tužena, obavezujući je na odgovornost za preduzete aktivnosti i postupke. Otuda će pojedinačni izveštaji, kao svojevrsna "lična karta" matičnog društva, predstavljati nezaobilaznu interesnu sferu i osnov postupanja vrlo širokog kruga zainteresovanih korisnika, uključujući i one sa preferencijalnim informacionim statusom. Naime, iako mogu neposredno zahtevati (i dobiti) željene informacije o izveštajnom entitetu, lokalne vlasti i regulatorna tela uobičajeno će koristiti pojedinačne finansijske izveštaje kao osnovni medij u postupku ocene ispunjenosti statutarnih i regulatornih obaveza pravnih subjekata.

U tom smislu, pojedinačni izveštaji matice predstavljaju uobičajenu polaznu osnovu za obračun njenog oporezivog rezultata, ocenu adekvatnosti kapitala (kada je o finansijskim institucijama reč), ocenu insolventnosti i postupanje u stečajnim procedurama, isplatu dividendi, kao i emisiju novih instrumenata kapitala na finansijskom tržištu. Postojanje takvih, pravno-specifičnih uloga, učiniće eksterno izveštavanje o matičnom društvu posebno osetljivim pitanjem za samo rukovodstvo, čija će se sposobnost gazdovanja poverenim resursima matice naročito ocenjivati i na "pojedinačnom" nivou. Osim toga, izvesno je da interes rukovodstva za pojedinačnim informacijama nužno izvire iz njihove neposredne odgovornosti za usklađenost poslovanja matičnog društva sa zakonodavnim i regulatornim pravilima, kao i za izmirenje obaveza i raspodelu dividendi.

Specifični ciljevi pojedinačnih izveštaja matičnog društva kao izvori informacionih rizika u dualnom sistemu. Sa stanovišta Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, pojedinačni (separatni) finansijski izveštaji matičnog društva imaju uobičajeni status finansijskih izveštaja opšte namene. Sledstveno navedenom, njihov osnovni cilj materijalizuje se u pružanju relevantnih i verodostojnih informacija o matičnom društvu, koje njegovim postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i ostalim poveriocima mogu biti od koristi prilikom donošenja odluka u vezi sa obezbeđenjem resursa matici. U tom smislu, jasno je da će pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva imati identične izveštajne ciljeve i primarne korisnike, kao i konsolidovani izveštaji grupe kojom ono upravlja. Ipak, informacioni doprinos pojedinačnih izveštaja upravo će se ogledati u sužavanju izveštajnog fokusa na matično društvo kao pravno lice. Dok će konsolidovanim finansijskim izveštajima biti prezentovana ukupna ekonomska snaga matičnog

društva, kao i performanse i gotovinski tokovi nastali kao posledica upravljanja celokupnim resursima pod njegovom kontrolom, pojedinačni izveštaji dodatno će osvetliti proporciju kreirane vrednosti, rezultata i gotovinskih tokova koja će biti materijalizovana u pravno-formalnim granicama same matice i kao takva raspoloživa za namirenje ekonomskih interesa njenih primarnih korisnika.

Međutim, ne treba zaboraviti da lokalne jurisdikcije sa dualnim sistemima finansijskog izveštavanja o grupama mogu predvideti drugačije regulatorne okvire kada je reč o pojedinačnim izveštajima matičnog društva. U tom smislu, primena nacionalnih standarda i lokalnih računovodstvenih smernica može uticati na modifikaciju preovlađujućeg cilja pojedinačnih izveštaja matice, vezujući ga čvršće za parcijalne, pravno-specifične zadatke pojedinačnih izveštaja u datoj jurisdikciji, te prilagođavajući njihovu sadržinu informacionim potrebama drugih kategorija korisnika. Imajući u vidu zahteve Regulative 1606/2002¹⁰, listirane kompanije u Evropi dužne su da, počevši od 2005. godine, svoje konsolidovane finansijske izveštaje pripremaju u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja. Kada je reč o nelistiranim maticama, kao i pojedinačnim finansijskim izveštajima, lokalnim regulatorima ostavljena je opciona mogućnost uređenja regulatornog okvira finansijskog izveštavanja. Istraživanje Evropske savetodavne grupe za finansijsko izveštavanje pokazalo je da od 31 evropske zemlje većina (njih 25) zahteva ili dozvoljava upotrebu Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja u pripremi pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva¹¹. Kada je reč o Republici Srbiji, regulatorni okvir finansijskog izveštavanja matičnih entiteta podrazumeva obaveznu primenu Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, kako na nivou konsolidovanih, tako i pojedinačnih izveštaja matičnog društva, nezavisno od veličine ili pravne forme same matice.

Odsustvo eksplicitnog zahteva regulatora za jedinstvom računovodstvenih politika primenjenih na pojedinačnom i konsolidovanom nivou, neposredno omogućava rukovodstvu matičnog društva da sadržinu pojedinačnih finansijskih izveštaja prilagodi njihovim dominantnim ciljevima i specifičnim informacionim potrebama lokalnih korisnika. U tom smislu, pojedinačne računovodstvene politike matice pojaviće se kao podesan mehanizam realizacije njenih parcijalnih ekonomskih ciljeva (kao i ciljeva njenog rukovodstva), dozvoljavajući upravi da oblikuje željenu poresku politiku, kao i politiku dividendi matičnog društva, ali i da smišljeno upravlja njegovim obelodanjenim pojedinačnim informacijama u pravcu ostvarivanja ekonomskih koristi druge vrste (na primer, “kozmetičko” popravljjanje perfomansi u periodu nove emisije).

U takvim okolnostima, sposobnost lokalnih pojedinačnih izveštaja matičnog društva da pruže relevantne i verodostojne informacije koje će investitorima i poveriocima biti korisne prilikom donošenja odluka o ulaganju, lako može biti kompromitovana (mada to i ne mora biti njihov preovlađujući cilj). Štaviše, rizik dominacije parcijalnih, pravno-specifičnih ciljeva matičnog društva nad opštim ciljem eksternog finansijskog izveštavanja biće izvestan čak i u uslovima obavezne primene međunarodnih standarda na pojedinačnom nivou. U tom smislu, kada se pojedinačni izveštaji matice, kao osnov usaglašenja sa poreskim, statutarnim i regulatornim zahtevima u datoj jurisdikciji, pripremaju u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja, postoji opravdana opasnost da njihova informaciona sadržina ne bude dostojna prestižne oznake kvaliteta “u skladu sa MSFI”. Ipak, treba imati u vidu da će informacione posledice po investicione odluke primarnih korisnika matice u konačnom počivati na postignutim svojstvima konsolidovanih izveštaja, kao označeno superiornog i primarnog informacionog izvora u tom smislu.

Istovremena raspoloživost dva seta finansijsko-izveštajnih informacija, o matičnom društvu kao subjektu prava i celini ekonomskog entiteta kojim ono neposredno upravlja, može stvoriti

¹⁰ Regulativa Evropskog parlamenta i Saveta od 19. jula 2002. godine o primeni Međunarodnih računovodstvenih standarda.

¹¹ Videti više: EFRAG, 2014, prilog 1.

percepciju o dvostrukoj većoj korisnosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja i njegovoj nadmoćnosti kao informacione baze za donošenje odluka investitora, zaposlodavaca i ostalih poverilaca matice. Iako će u načelu kvantitativno više (detaljnijih) informacija o kompaniji od interesa imati potencijal da iznedri kvalitativno bolje odluke (Francis, 1986), treba imati u vidu da specifične namene pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva, kao i njihova neraskidiva veza sa konsolidovanim informacijama grupe, mogu predstavljati svojevrsan izvor rizika i neizvesnosti za investitore i poverioce u dualnom sistemu. U takvim okolnostima, pomenuti akteri moraju imati jasna saznanja u pogledu primarnih ciljeva pojedinačnih izveštaja matice, kao i njihovog uticaja na kvalitativne specifičnosti obelodanjenih informacija o matici, kako bi mogli da cene njihovu podobnost za investiciono odlučivanje i donete zaključke inkorporiraju u primenjene mehanizme procena očekivanih budućih neto priliva gotovine matice od interesa.

Dominacija pravno-specifičnih ciljeva finansijskog izveštavanja o matičnom društvu u pojedinim jurisdikcijama dualnog sistema paradoksalno može rezultirati umanjnjem ukupne korisnosti raspoloživih informacija za investiciono odlučivanje. Pomenuti rizik posebno je izražen u okolnostima u kojima rukovodstvo matice nije izloženo ozbiljnijim pritiscima tržišta kapitala, odnosno značajnijim sankcijama za propuste u kvalitetu obelodanjenih finansijsko-izveštajnih informacija. U takvim uslovima, naročito svojstvenim jurisdikcijama sa tržištima kapitala u povoju, briga rukovodstva za ispunjenjem zakonskih propisa i regulatornih pravila na lokalnoj ravni matičnog društva može rezultirati delimičnim ili potpunim zanemarivanjem opšteg cilja eksternog finansijskog izveštavanja, kako na pojedinačnom, tako i na konsolidovanom nivou.

Imajući u vidu da pojedinačne informacije matice (i njenih subsidjara) predstavljaju osnovu pripreme informacija o grupi kao ekonomskoj celini, sve njihove kvalitativne manjkavosti lako mogu biti inkorporirane u konsolidovane izveštaje, kompromitujući korisni potencijal u njima obelodanjenih informacija. Ipak, potreba obezbeđenja formalne uporedivosti ulaznih podataka u postupku konsolidacije, može delovati kao prirodni "štit" koji će, zahtevajući prethodne korekcije pojedinačnih informacija matice u cilju njihovog usklađivanja sa računovodstvenim politikama grupe, sprečiti preliivanje eventualnih ciljano modifikovanih pojedinačnih informacija na konsolidovani nivo. U tom smislu, dizajniranje računovodstvenih politika na pojedinačnom i konsolidovanom nivou može poslužiti kao svojevrsan mehanizam istovremene realizacije različitih izveštajnih ciljeva u dualnom sistemu, prezentovanjem konsolidovanih finansijskih izveštaja kao superiornog izvora informacija za investiciono odlučivanje, i pojedinačnih izveštaja matice kao podesnog sredstva za realizaciju drugih, parcijalnih ciljeva lokalnog karaktera.

Praktični razlozi efikasne pripreme zahtevanih finansijsko-izveštajnih informacija često će usloviti opredeljenje rukovodstva matičnog društva za primenu istovetnih računovodstvenih politika na pojedinačnom i konsolidovanom nivou (u meri u kojoj je takvo postupanje operativno izvodljivo, imajući u vidu razlike u izveštajnim entitetima). Naime, strateško dizajniranje računovodstvenih politika u pravcu osiguranja istovremene realizacije parcijalnih ciljeva matice i opšteg cilja finansijskog izveštavanja na konsolidovanom nivou nekada će biti limitirano troškovnim ograničenjima, kao i kapacitetima primenjenog računovodstvenog informacionog sistema kompanije. Osim toga, treba imati na umu da značajnija suštinska odstupanja pojedinačnih od konsolidovanih informacija mogu izazvati podozrenje poreskih vlasti, regulatornih organa, pa i samih investitora, rezultirajući u vršenju pritiska na rukovodstvo matice da, na primer, preispita prijavljenu osnovicu za oporezivanje ili poveća isplatu dividendi vlasnicima.

U svakom slučaju, izvesno je da će konačan efekat primene istovetnih računovodstvenih politika matice i grupe na kvalitet obelodanjenih informacija u dualnom sistemu zavistiti od izveštajnog cilja sa preovlađujućim uticajem. U tom smislu, dominacija čisto informacionih interesa na konsolidovanom nivou može rezultirati unapređenjem kvaliteta pojedinačnih informacija matice. Istovremeno, važi i obrnuto – fokusiranje rukovodstva na realizaciju parcijalnih, pravno motivisanih

ciljeva matičnog društva i sledstveno dizajniranje računovodstvenih politika na pojedinačnom nivou, može kompromitovati korisni potencijal i ugroziti opšti cilj konsolidovanih finansijskih izveštaja. Cotter (2003) primećuje da samo predviđanje obaveznog obelodanjivanja pojedinačnih izveštaja matičnog društva može izazvati nepotrebne implicitne troškove na nivou grupe, utičući na ponašanje njenog rukovodstva. Na primer, izvesnost obelodanjivanja gubitka u pojedinačnim izveštajima matice, koji bi na konsolidovanom nivou bio eliminisan i praktično prikriven od eksternih korisnika, može motivisati rukovodstvo da ciljano strukturira transakcije matičnog društva u pravcu iskazivanja pozitivnog pojedinačnog rezultata, gubeći pravo na eventualne poreske uštede po datom osnovu (Cotter, 2003, str. 12).

Imajući u vidu značajne troškove pripreme pojedinačnih informacija o matici, u vidu dodatnog kompletnog seta njenih pojedinačnih finansijskih izveštaja, obezbeđenje dokaza o korisnosti u njima obelodanjenih informacija za ekonomsko odlučivanje čini se krucijalnim testom ekonomske isplativosti dualnog sistema. U cilju boljeg razumevanja preovlađujućih ekonomskih uloga pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva i konsolidovanih finansijskih izveštaja grupe, Goncharov et al. (2009) istražuju karakteristike obelodanjenih informacija u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, na primeru nemačkih matičnih kompanija. Kako pravni sistem Nemačke karakteriše čvrsta veza poslovnog i poreskog prava sa zvaničnim sistemom eksternog finansijskog izveštavanja, od matičnih kompanija se zahteva da svoje pojedinačne finansijske informacije pripremaju i obelodanjuju u skladu sa lokalnim računovodstvenim principima, dok su za konsolidovane finansijske izveštaje (u skladu sa Regulativom 1606/2002) merodavni Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja. U tom smislu, deluje da se proklamovane uloge konsolidovanih i pojedinačnih informacija razlikuju. Naime, dok konsolidovani finansijski izveštaji imaju čisto informacioni zadatak obezbeđenja relevantne i verodostojne prezentacije, pojedinačnim izveštajima matičnog društva uveden je niz pravno-specifičnih zadataka koji se tiču obračuna oporezivog rezultata, raspodele dividendi, procene kreditne sposobnosti i finansijskog rizika matice i slično.

Korišćenjem većeg broja računovodstvenih i tržišnih indikatora kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija, na uzorku 210 nemačkih matice koje su obelodanile oba izveštajna seta u periodu 1994-2004. godina, Goncharov et al. (2009) zaključuju da se opažena svojstva pojedinačnih i konsolidovanih finansijsko-izveštajnih informacija zaista razlikuju. U tom smislu, oni dokazuju nadmoćnost konsolidovanih finansijskih izveštaja, pre svega u pogledu njihove upotrebljivosti u postupku vrednovanja matične kompanije, ali i u svetlu drugih ekonomskih uloga. Naime, istraživanje je pokazalo da pojedinačni izveštaji matičnog društva ne obezbeđuju korisnije informacije u pogledu procene očekivanih budućih dividendi, kao ni finansijskog rizika matice. Štaviše, nije identifikovana ni inkrementalna vrednost pojedinačnih informacija, u vidu unapređenja korisnog potencijala ukupno raspoloživih informacija u dualnom sistemu. Zapravo, jedina faktička uloga pojedinačnih finansijskih izveštaja može se prepoznati u obezbeđenju osnovice za obračun oporezivog rezultata. Sledstveno navedenom, autori zaključuju da dualni sistem finansijskog izveštavanja u Nemačkoj vrlo verovatno proizvodi visoke troškove, koji nisu adekvatno kompenzovani merljivim ekonomskim koristima, budući da bi komunikacija kompanije sa poreskim vlastima mogla da se odvija i putem jeftinijih medija. Ipak, imajući u vidu izvesna ograničenja pomenute studije, moguće je da pojedinačni finansijski izveštaji matičnih društava poseduju vredne ekonomske uloge koje autori nisu uspeli da identifikuju.

III DETERMINANTE INFORMACIONOG KAPACITETA KONSOLIDOVANIH FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

1. FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNE IMPLIKACIJE STICANJA KONTROLE U POSLOVNOJ KOMBINACIJI

1.1. Metod sticanja i odmeravanje finansijskih efekata preuzimanja kontrole

Kao jedna od mogućih manifestacija poslovne kombinacije, sticanje kontrole i uspostavljanje odnosa nadređenosti između matičnog društva i njegovog subsidijara predstavlja verovatno najznačajniji pojedinačni događaj u poslovanju grupe, kao njeno osnovno ishodište, ali i primarni mehanizam daljeg rasta. Njegove ključne finansijsko-izveštajne implikacije mogu se sažeti u težnji za relevantnom i verodostojnom prezentacijom ukupne ekonomske snage celine sistema složenog interesa, kako u samom momentu njegovog konstituisanja, tako i u drugim specifičnim trenucima proširenja njegovih granica. Iako će način izveštavanja o efektima sticanja u osnovi biti isti, bilo da je reč o prvom ili nekom od kasnije stečenih zavisnih društava, okolnost da se primarno obezbeđenje statusa matice prepoznaje kao momenat konstituisanja same grupe i početak izveštavanja na konsolidovanoj osnovi, čini sticanje prvog subsidijara događajem od posebnog značaja u svetlu eksternog finansijskog izveštavanja.

Razvijajući se na postulatima teorije entiteta, savremena regulativa finansijskog izveštavanja o performansama grupe počiva na uverenju da, preuzimanjem kontrole nad stečenim entitetom, sticalac zapravo preuzima pravo na njegove celokupne resurse, sa pripadajućim potraživanjima drugih strana i uz adekvatno uvažavanje eventualnih vlasnika sa učešćima bez prava kontrole, promovišući metod sticanja kao osnovni metod računovodstvene inkorporacije novog subsidijara u granice kruga za konsolidaciju. Pravo i moć sticaoca da, zahvaljujući kontrolnom položaju, po ličnom nahođenju usmerava sve relevantne aktivnosti subjekta kontrole i time neposredno oblikuje sopstveni varijabilni prinos po datom osnovu, uobičajeno se prepoznaju kao osnovni faktori koji naglašavaju potrebu za sagledavanjem celokupnog ekonomskog potencijala koji nosilac kontrole ima na raspolaganju, kao i rezultujućih efekata njegovog angažovanja, materijalizovanih kroz performanse grupe u post-akvizicionom periodu.

Sledstveno navedenom, metod sticanja, kao jedini računovodstveni metod priznavanja i vrednovanja efekata poslovnih kombinacija u finansijskim izveštajima sticaoca propisan standardom MSFI 3 Poslovne kombinacije, iziskuje od matičnog društva, kao sticaoca, da na datum sticanja izvrši priznavanje i odmeravanje stečene prepoznatljive imovine, preuzetih obaveza i svakog učešća bez prava kontrole u stečenom subsidijaru, kao i rezultujućeg gubitka ili dobitka od povoljne kupovine iz realizovane transakcije sticanja (MSFI 3, par. 5). Zapravo, uspostavljanjem kontrole nad novim zavisnim društvom pojavljuje se potreba za proširenjem postojećeg kruga za konsolidaciju i finansijsko-računovodstvenom verifikacijom izmenjenih granica grupe kao subjekta eksternog finansijskog izveštavanja. U tom smislu, datum na koji je kontrola stečena prepoznaje se kao trenutak u kojem će pojedinačne izveštajne stavke stečenog poslovanja biti pridodate postojećim konsolidovanim stavkama grupe, na način determinisan metodom sticanja.

Imajući u vidu da će isti čin sticanja kontrole u pojedinačnim izveštajima matičnog društva biti evidentiran kao povećanje njegove finansijske imovine i to u visini nabavne vrednosti izvršenog ulaganja, posebne informacione koristi za zainteresovane korisnike mogu se prepoznati upravo u „otkrivanju“ konkretnih imovinskih oblika, odnosno poslovanja, u koje su finansijski resursi matice zapravo uloženi. Tim pre što računovodstveni postupak metode sticanja upućuje na odmeravanje

relevantnih stavki u visini njihovih fer vrednosti na datum sticanja, omogućavajući aktuelizaciju postojećih finansijsko-izveštajnih informacija zavisnog društva, ali i stvarajući osnov za priznavanje dodatnih resursa koji kao takvi nisu bili prepoznati od strane stečenog entiteta. U tom smislu, doprinos metode sticanja može se sagledati pre svega kroz stvaranje osnove za unapređenje relevantnosti i verodostojnosti informacionih inputa za eksterne korisnike, odnosno povećanje pouzdanosti njihovih procena očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo (i sopstvenih prinosa po osnovu planiranih ili izvršenih ulaganja u maticu), kao i jasnije sagledavanje efekata akvizicionih odluka rukovodstva matice i njihove uspešnosti u domaćinskom upravljanju resursima koji su im povereni.

Kako bi se obezbedila uniformna, konzistentna i ekonomski racionalna osnova priznavanja finansijskih efekata transakcije sticanja, metod sticanja poziva na primenu koncepta fer vrednosti, zahtevajući od sticaoca da sve relevantne stavke odmeri u visini njihovih fer vrednosti na datum sticanja kontrole (uz određene izuzetke, u skladu sa smernicama MSFI 3). Iako bi inicijalno preuzimanje pojedinačnih stavki prepoznatljive imovine, obaveza i učešća bez prava kontrole novostečenog subsidijara po njihovim postojećim knjigovodstvenim vrednostima bila znatno jednostavnija, brža i jeftinija solucija za finansijsko izveštavanje, izvesno je da bi takvo postupanje propustilo da prikaže stvarni, istorijski trošak iz perspektive grupe kao izveštajnog entiteta, odnosno matičnog društva kao sticaoca. U tom smislu, oslanjanjem na fer vrednost na datum preuzimanja kontrole, metod sticanja nastoji da osigura verodostojnu prezentaciju ekonomske suštine transakcije sticanja u poslovnoj kombinaciji, odnosno da eksternim korisnicima prikaže stvarne troškove koje je sticalac podneo u datom poduhvatu.

Sledstveno navedenom, ispravno prepoznavanje trenutka u kojem matica preuzima kontrolu nad ciljanim entitetom kao datuma sticanja, tj. referentne tačke za procenu fer vrednosti, pojavljuje se kao jedan od važnih faktora verodostojnosti izveštavanja o finansijsko-računovodstvenim posledicama poslovne kombinacije. Iako će se trenutkom sticanja najčešće smatrati momenat u kojem matica prenosi ugovorenu naknadu u razmenu za pravo na upravljanje resursima subsidijara, treba imati u vidu da brojnost i raznovrsnost mogućih modaliteta preuzimanja kontrole često mogu iznedriti potrebu za sprovođenjem dubljih analiza i procena u cilju identifikacije tačnog datuma od kojeg se može smatrati da je kontrola zaista stečena¹².

Trošak osvajanja kontrolne pozicije za matično društvo kao sticaoca uobičajeno će poprimiti neku formu naknade koja je prenetu bilo bivšim vlasnicima stečenog subsidijara, bilo samom subsidijaru. Poznato je da će iznos troška sticanja kontrole determinisati vrednost izvršenog ulaganja, kao integralnog dela ukupne finansijske imovine matice u njenim pojedinačnim finansijskim izveštajima. Istovremeno, ovaj trošak reflektovaće se i na odmeravanje stavki koje će, kao posledica čina sticanja i inkorporacije novog subsidijara u grupu, biti prepoznate u njenom konsolidovanom bilansu stanja. Naime, oslonac na teoriju entiteta omogućuje metodi sticanja da ukupnu cenu koja je plaćena (ili na drugi način prenetu) za sticanje kontrole nad ciljanim poslovanjem, odnosno za sticaocu pripadajući deo kapitala stečenog entiteta, prepozna kao netiranu vrednost „cena“ pojedinačnih stavki prepoznatljive stečene imovine i preuzetih obaveza. U tom smislu, vrednost prenesene naknade u poslovnoj kombinaciji biće razložena na troškove sticanja (priznate vrednosti) svake pojedinačne stavke stečenog entiteta, koja će kao takva biti priznata u finansijskim izveštajima grupe nakon akvizicije, uz adekvatno uvažavanje eventualnih učešća bez prava kontrole. Ovaj postupak u literaturi je poznat i kao postupak alokacije kupovne cene (Spasić i Denčić-Mihajlov, 2018, str. 107).

Izvesno je da bi racionalni i savršeno informisani sticalac bio spreman da za ciljano poslovanje plati tačno onoliko koliko ono zapravo vredi (ili manje od toga). Ipak, čak i u takvim idealnim okolnostima, postizanje potpune ekvivalencije vrednosti prenesene naknade i prepoznatljive stečene

¹² Videti više u: MSFI 10.

neto imovine u poslovnoj kombinaciji predstavljalo bi samo teoretsku mogućnost. Treba imati u vidu da pojedini resursi stečenog entiteta (primarno nematerijalnog karaktera), koji neizostavno doprinose njegovoj ukupnoj vrednosti i utiču na iznos prenesene naknade, neće biti prepoznati od strane zvaničnog finansijsko-računovodstvenog sistema sve do momenta njihove eksterne verifikacije u trenutku sticanja. Osim toga, izvesno je da sticalac u poslovnoj kombinaciji ne „kupuje“ parcijalne resurse (i sa njima povezana potraživanja drugih strana) stečenog entiteta, već njegovo celovito poslovanje, čija vrednost neizostavno nadilazi prost zbir pojedinačnih vrednosti njegovih gradivnih elemenata. Zapravo, ukupna cena koju je sticalac spreman da plati za sticanje kontrole nad ekonomskim resursima subsidijara uvažava ne samo postojeću ekonomsku snagu ciljanog entiteta, već takođe i očekivane koristi po osnovu budućih ekonomskih koristi koje će sticalac uživati upravljajući poslovanjem stečenog entiteta u post-akvizicionom periodu, a naročito inkorporirajući ga sa ostalim poslovanjima pod njegovom kontrolom. U tom smislu, za očekivati je da će rukovodstvo matice obično biti spremno da plati više od procenjene fer vrednosti neto stečene prepoznatljive imovine ciljanog subsidijara (uključujući i resurse koje će biti prepoznati tek u trenutku sticanja). Taj „višak“ vrednosti, koji se ne može pripisati ni jednoj od prepoznatljivih stavki stečenog zavisnog društva, u konsolidovanim finansijskim izveštajima biće verifikovan kao resurs posebne vrste, odnosno gudvil.

Kao imovina koja reflektuje buduće ekonomske koristi koje izviru iz drugih resursa stečenih u poslovnoj kombinaciji, a koja se ne može zasebno identifikovati i priznati u konsolidovanim finansijskim izveštajima nakon sticanja kontrole, gudvil predstavlja atraktivan, ali i veoma kompleksan ekonomski koncept. Imajući u vidu činjenicu da stečeni gudvil često čini pojedinačno najvredniju stavku u konsolidovanom bilansu stanja, njegov računovodstveni tretman pitanje je od posebnog značaja, ali ujedno i tema koja je praćena izvesnom dozom kontroverzi u teoriji i praksi savremenog finansijskog izveštavanja (D'Arcy i Tarca, 2018). Kao što primećuju Wen i Moehrle (2016), računovodstvena debata u vezi sa priznavanjem i odmeravanjem gudvila tiče se pitanja verovatnoće budućih ekonomskih koristi koje se mogu očekivati od gudvila, njihovog materijalnog značaja za entitet, kao i očekivanog vremena njihovog održanja u budućnosti.

Kompleksnost gudvila kao resursa koji će biti priznat u svrhe eksternog finansijskog izveštavanja može se prepoznati upravo u usvojenom rezidualnom pristupu njegovom vrednovanju. Štaviše, gudvil se zapravo i definiše kroz postupak njegovog odmeravanja, kao rezidual, tj. višak cene koja je plaćena u poslovnoj kombinaciji iznad fer vrednosti neto imovine stečenog entiteta. Shodno zahtevima MSFI 3 (par. 32), sticalac priznaje gudvil na datum sticanja, kao višak prenesene naknade u poslovnoj kombinaciji (koja će biti uvećana za vrednost eventualnih učešća bez prava kontrole u stečenom entitetu kao i za fer vrednost mogućih ranije stečenih učešća sticaoca, odmerenih na datum sticanja) u odnosu na neto iznos prepoznatljive stečene imovine i preuzetih obaveza odmerenih na datum sticanja. U suprotnom, kada je razlika između navedenih stavki negativna, sticalac priznaje dobitak od povoljne kupovine (MSFI 3, par. 34).

Imajući u vidu fokus metode sticanja na koncept fer vrednosti, stavke koje ulaze u obračun gudvila (prenesena naknada za sticanje kontrole, ranije stečena učešća u kapitalu stečenog entiteta koja pripadaju sticaocu, učešća bez prava kontrole u stečenom entitetu, prepoznatljiva stečena imovina i preuzete obaveze stečenog entiteta) u načelu će (uz određene izuzetke shodno zahtevima MSFI 3) biti odmeravane u visini njihovih fer vrednosti na datum sticanja. U tom smislu, gudvil koji je priznat u poslovnoj kombinaciji pojavljuje se kao fer vrednost na datum sticanja očekivanih budućih ekonomskih koristi koje potiču od druge stečene imovine i ne mogu se zasebno identifikovati. Prepoznavanje primarnih motiva koji nagone sticaoca da plati više za stečeni entitet u odnosu na fer vrednost prepoznatljive neto imovine koju dobija za uzvrat, omogućava uvid u osnovne komponente fer vrednosti stečenog gudvila (IFRS Foundation, 2020).

Naime, priznati gudvil na datum sticanja obuhvatiće pre svega fer vrednost ekonomskih koristi koje potiču od očuvanja kontinuiteta poslovanja stečenog entiteta (tzv. *going concern* komponenta). Ova komponenta reflektuje očekivanja sticaoca u pogledu sposobnosti stečenog poslovanja da nakon akvizicije nastavi da generiše prinose koji nadilaze ekonomski potencijal sadržan u vrednosti stavki njegove prepoznatljive neto imovine. Zapravo, najčešće je reč o interno generisanom gudvilu stečenog entiteta, koji kao takav nije ispunjavao uslove za priznavanje za potrebe eksternog finansijskog izveštavanja. Osim toga, ova komponenta može obuhvatiti i gudvil koji je stečeni entitet samostalno stekao kroz sopstvene, ranije realizovane akvizicije. Na primer, dostignuta konkurentna pozicija, razvijeni procesi i kultura stečenog entiteta, koji nisu zasebno prepoznatljivi niti vrednovani u finansijskim izveštajima, mogu predstavljati značajne faktore održanja njegovog poslovanja, doprinoseći razvoju novih proizvoda i pronalaženju novih kupaca.

Osim toga, stečeni gudvil obuhvatiće i fer vrednost svih sinergetskih efekata i ostalih benefita koje sticalac očekuje u post-akvizicionom periodu, po osnovu kombinovanja stečenog poslovanja sa sopstvenim poslovanjem. Reč je o ekonomskim koristima koje potiču iz moći matičnog društva da celokupne resurse i procese novostečenog subsidijara angažuje u realizaciji ciljeva grupe, kao i benefitima koji se mogu očekivati po osnovu njihove integracije i interakcije sa resursima i procesima ostalih članica. Na primer, distributivna i prodajna mreža stečenog subsidijara mogu unaprediti plasman proizvoda ostalih članica grupe, a uvećana ekonomska moć grupe nakon akvizicije može osigurati matičnom društvu jaču pregovaračku poziciju i sledstveno bolje uslove prilikom zaključivanja novih ugovora (očekivane uštede u troškovima).

Ipak, kao što primećuju Wen i Moehrl (2016), postoji izvestan skepticizam u pogledu pouzdanosti odmeravanja gudvila, kako u samom trenutku sticanja, tako i tokom post-akvizicionog perioda. Nemogućnost sprovođenja dovoljno pouzdanih procena životnog veka stečenog gudvila kao resursa, te izostanak jedinstvenog stava teorije i prakse finansijskog izveštavanja u tom pogledu, rezultirali su ukidanjem ranije predviđene amortizacije gudvila i uvođenjem zahteva za njegovim godišnjim testiranjem na obezvređenje, u izveštajnim periodima nakon sticanja kontrole. S obzirom da nije zasebno prepoznatljiv i da najčešće doprinosi budućim tokovima gotovine u kombinaciji sa drugim prepoznatljivim sredstvom ili grupom sredstava, gudvil se za potrebe sprovođenja testa obezvređenja testira na nivou odgovarajuće jedinice koja generiše gotovinu, na koju je alociran shodno očekivanim koristima od akvizicije.

Zapravo, osnovni rizici u vezi sa inicijalnim i naknadnim odmeravanjem stečenog gudvila izvire iz okolnosti da je reč o resursu koji nije moguće zasebno identifikovati niti otuđiti od poslovanja sa kojim je povezan. Iako je rezidualni pristup imao za cilj da unapredi pouzdanost odmeravanja gudvila u finansijskim izveštajima sticaoca nakon poslovne kombinacije, insistiranje metode sticanja na fer vrednostima involviranih stavki na datum sticanja može se pojaviti kao poseban izvor problema u tom pogledu, naročito imajući u vidu činjenicu da za značajan broj elemenata koji ulaze u obračun gudvila neće postojati aktivno tržište i raspoložive cene na datum sticanja kontrole.

Sledstveno navedenom, neophodnost oslanjanja na alternativne metode procena, korišćenjem inputa nižeg stepena pouzdanosti (nivo 2 i nivo 3, u odsustvu raspoloživih tržišnih cena), kao i prisustvo značajnog broja stavki čiju je fer vrednost potrebno odmeriti, čini postupak računovodstvenog evidentiranja efekata sticanja kontrole složenim i zahtevnim poduhvatom i potencijalno može dovesti u pitanje verodostojnost i fer prezentaciju priznatih stavki. U tom smislu, MSFI 3 ostavlja izveštajnom entitetu jedan period prilagođavanja (period odmeravanja u skladu sa par. 45, MSFI 3) u trajanju od najviše godinu dana od datuma sticanja, da naknadno revidira priznate stavke i njihove vrednosti (kao i rezultujući gudvil) na datum sticanja, uzimajući u obzir sve dobijene informacije o činjenicama i okolnostima koje su postojale na datum sticanja i koje bi, da su tada bile poznate sticaocu, uticale na iznose i stavke koje su priznate kao posledica primene metode sticanja na taj datum.

Osim učinjenih grešaka u odmeravanju fer vrednosti prenesene naknade, prepoznatljive stečene imovine i preuzetih obaveza na datum sticanja (i eventualnih ranije stečenih učešća sticaoca, kao i učešća bez prava kontrole) prezentovani gudvil apsorbirajuće i sve razlike koje nastaju zbog toga što je sticalac preplatio stečeni entitet (ili pak platio manje od njegove stvarne vrednosti). U takvim okolnostima, priznati gudvil će inkorporirati i deo vrednosti za koju se ne može očekivati da će doneti buduće ekonomske koristi sticaocu, uslovljavajući potrebu za njegovim relativno brzim obezvređenjem u konsolidovanim finansijskim izveštajima nakon sticanja. Ipak, rukovodstvo sticaoca može imati izvesnih zadržki u tom smislu, budući da bi takvo postupanje poslalo nedvosmisleni signal loših vesti za eksterne korisnike, sa mogućim negativnim posledicama po reputaciju, zaradu i budućnost rukovodstva u kompaniji. Iako je jasno da racionalni kupac ne bi pristao da plati više od stvarne vrednosti stečenog entiteta, praksa pokazuje da je to relativno čest slučaj (Schatt et al., 2016).

Osim oportunističkih aspiracija rukovodstva koje ih mogu motivisati da ulaze u akvizicije čisto trofejnog karaktera, ne vodeći (dovoljno) računa o uticaju takvih odluka na vrednost za vlasnike, ne treba izgubiti iz vida činjenicu da je sticalac kao kupac u poslovnoj kombinaciji po pravilu u inferiornom informacionom položaju. Iako sama realizacija transakcije preuzimanja kontrole može nastupiti kao rezultat dugoročnih pregovora, tokom kojih sticalac dobija priliku da izvrši neposredan uvid u poslovanje i dokumentaciju ciljanog entiteta i na osnovu toga donese svoj preliminarni sud o njegovoj vrednosti, izvesno je da se rizici pogrešnih procena u ovoj fazi ne mogu u potpunosti eliminisati. Poseban problem tiče se pouzdanosti odmeravanja interno generisane nematerijalne imovine entiteta, koja će tek činom sticanja ispuniti uslov za priznavanje u finansijskim izveštajima. Naročito zbog činjenice da je uobičajeno reč o resursima specifičnog karaktera, za koje ne postoji relevantno eksterno tržište.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, jasno je da rukovodstvo matičnog društva može koristiti svoja diskreciona prava u neposrednoj primeni računovodstvenih smernica metode sticanja radi realizacije sopstvenih ciljeva, potencijalno ugrožavajući verodostojnost izveštavanja o finansijskim efektima preuzimanja kontrole u konsolidovanim finansijskim izveštajima. Tome delimično govori u prilog i pomalo iznenađujuća zastupljenost dobitaka od povoljne kupovine u finansijskim izveštajima sticalaca. Naime, Bugeja i Loyeung (2015) istražuju finansijske efekte 308 uspešno realizovanih poslovnih kombinacija u Australiji, tokom perioda 1998-2012. godina i nalaze da čak 42% analiziranih transakcija nije rezultovalo priznavanjem gudvila. Pomenuti autori zaključuju da rukovodstvo kompanija sticalaca koristi svoja diskreciona prava kako bi izbeglo skupe i kompleksne procese tačne alokacije kupovne cene u postupku sticanja. Takođe, analiza Evropskog regulatora za hartije od vrednosti i tržišta (ESMA) sprovedena na uzorku 66 realizovanih poslovnih kombinacija (56 emitentata) u 11 jurisdikcija Evropske unije tokom 2012. godine pokazala je da su emitenti priznali dobitak od povoljne kupovine u 11% analiziranih transakcija, navodeći na zaključak da se povoljne kupovine u praksi dešavaju češće nego što je to bilo očekivano od strane kreatora međunarodnih računovodstvenih standarda (ESMA, 2014).

Shodno MSFI 3 (par. 34) povoljne kupovine predstavljaju takve poslovne kombinacije u kojima je vrednost prenesene naknade (na odgovarajući način uvećane za vrednost ranije stečenih učešća sticaoca i eventualnih učešća bez prava kontrole u stečenom entitetu) niža od odmerene fer vrednosti prepoznatljive neto imovine stečenog entiteta na datum sticanja kontrole. Iako su ekonomski interesi sticaoca u tom smislu očigledni, povoljne kupovine ipak dovode u pitanje motive bivših vlasnika stečenog entiteta da poslovanje koje je predmet sticanja prodaju „ispod cene“ tj. za nadoknadu koja je niža od njegove fer tržišne vrednosti. U tom smislu, smatra se da će dobiti od povoljne kupovine biti prvenstveno svojstveni transakcijama koje imaju karakter prinudne prodaje tj. u kojima prodavac deluje pod prisilom (MSFI 3, par. 35). Sledstveno navedenom, kreatori računovodstvenih standarda posebno ističu značaj pažljivog revidiranja i odmeravanja vrednosti svih stavki uključenih u obračun gudvila (dobitka od povoljne kupovine), budući da će se

svi propusti pri njihovom priznavanju i vrednovanju neposredno reflektovati na konačni finansijski efekat transakcije sticanja koji će biti priznat u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

I pored rizika da diskrecija rukovodstva i oportunitizam u primeni metode sticanja mogu umanjiti kvalitet obelodanjenih računovodstvenih informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima, istraživanja u načelu dokazuju pozitivne efekte primene računovodstva poslovnih kombinacija i smernica MSFI 3 (Masadeh et al., 2017). Naime, literatura upućuje na postojanje pozitivne veze između tržišne vrednosti kapitala i priznatog gudvila u finansijskim izveštajima, sugerišući da aktuelni računovodstveni tretman gudvila obezbeđuje nove i važne informacije primarnim korisnicima (Wen i Moehrl, 2016). Ipak, izvesno je da se prostor za dalja unapređenja može pronaći u sferi zahtevanih obelodanjivanja, kao i naknadnom odmeravanju gudvila u post-akvizicionom periodu. Naime, postoji bojazan da troškovi sporovođenja testa obezvređenja nisu u dovoljnoj meri opravdani koristima koje njegova godišnja realizacija donosi eksternim korisnicima, naročito imajući u vidu okolnost da diskrecija rukovodstva u određivanju kako iznosa, tako i momenta priznavanja gubitaka usled obezvređenja može značajno umanjiti pouzdanost i korisnost obelodanjenih informacija o gudvilu.

Istovremeno, postoje indicije da sama informacija o vrednosti gudvila u trenutku sticanja nije od ključnog značaja za investitore i ostale eksterne korisnike, već da je primaran fokus njihovog interesovanja usmeren ka takvim informacijama koje bi im pomogle da razumeju razloge zbog kojih je sticalac platio ugovorenu cenu za stečeno poslovanje, kako bi mogli da rasuđuju o njenoj razumnosti (odnosno srazmeri prema vrednosti stečenog poslovanja i iznosima očekivanih budućih ekonomskih koristi od poslovne kombinacije), ali i da ocenjuju uspešnost realizovane transakcije u post-akvizicionom periodu (IFRS Foundation, 2020). U tom smislu, posebno su korisna detaljna obelodanjivanja u vezi sa sinergijama koje rukovodstvo sticao očekuje od poslovne kombinacije, a naročito po pitanju trenutka njihove očekivane materijalizacije, pojavnog oblika i konkretnog načina verifikacije (ESMA, 2014).

1.2. Finansijsko-izveštajni izazovi prve konsolidacije novog subsidijara

Fokusiranost metode sticanja na koncept fer vrednosti i opredeljenje međunarodne profesionalne regulative finansijskog izveštavanja za rezidualni pristup priznavanju i odmeravanju stečenog gudvila u poslovnoj kombinaciji, zajedno sa diskrecionim pravima rukovodstva u neposrednoj primeni zahteva MSFI 3 pri prvoj konsolidaciji novostečenog subsidijara, mogu se prepoznati kao jedna od osnovnih determinanti iskazne moći konsolidovanih finansijskih izveštaja tj. njihove sposobnosti da verodostojno prezentuju ekonomsku snagu grupe nakon proširenja, vrednost očekivanih budućih ekonomskih koristi od integracije novog subsidijara, kao i performanse grupe u post-akvizicionom periodu. U tom smislu, u nastavku ćemo se osvrnuti na osnovne elemente računovodstvenog postupka prve konsolidacije u trenutku sticanja i njihov uticaj na odmeravanje finansijskih efekata preuzimanja kontrole u konsolidovanim finansijskim izveštajima grupe.

Odmeravanje ukupne vrednosti prenesene naknade. Ukupan iznos troška koji je matrica podnela u cilju osvajanja dominantnog upravljačkog položaja u stečenom entitetu nesumnjivo predstavlja informaciju od posebnog značaja, kako za zainteresovane eksterne korisnike, tako i za samo rukovodstvo. Shodno zahtevima metode sticanja, naknada koja je, u cilju sticanja kontrole, preneti bivšim vlasnicima subsidijara (ili samom stečenom entitetu), odmerava se u visini njene fer vrednosti na datum sticanja (MSFI 3, par. 37). U tom smislu, osim preciznog definisanja trenutka koji se ima smatrati datumom kada je kontrola zaista i stečena, od posebnog značaja je i pitanje tačne identifikacije stavki koje su predmet “plaćanja” u datoj transakciji poslovne kombinacije, imajući u vidu mogućnost realizacije drugih transakcija između matrice i bivših vlasnika novog subsidijara (ili samog stečenog entiteta), pre akvizicije ili čak paralelno sa njom.

Naime, nisu neuobičajene situacije u kojima matrica pronalazi poseban ekonomski interes u preuzimanju kontrole nad svojim postojećim poslovnim partnerima, kao što, na primer, mogu biti najznačajniji distributeri, dobavljači, davaoci licenci i sl. Takođe, u cilju očuvanja kontinuiteta poslovanja stečenog subsidijara u post-akvizicionom periodu, mogu biti predviđene i posebne nadoknade zaposlenima ili bivšim vlasnicima novostečenog subsidijara za njihove buduće usluge¹³. Proizvoljno ili ciljano uključivanje takvih troškova dodatnih transakcija u ukupnu vrednost prenesene naknade za sticanje kontrole imalo bi za posledicu direktno umanjenje relevantnosti i verodostojnosti prezentovanog gudvila (tj. eventualnog dobitka od povoljne kupovine), kao i sposobnosti konsolidovanih finansijskih izveštaja da verodostojno prikažu performanse grupe u post-akvizicionom periodu.

Osim navedenog, treba imati u vidu da aktuelni zahtevi relevantnog standarda MSFI 3 ne dozvoljavaju uključivanje pratećih troškova sticanja (koji bi alternativno mogli da budu prepoznati kao zavisni troškovi nabavke) u ukupnu vrednost naknade koja je preneti za sticanje kontrole, tretirajući ih kao troškove zasebnih transakcija. U tom smislu, svi troškovi koje je matično društvo moglo imati u procesu pripreme za realizaciju akvizicije, imaju karakter rashoda perioda¹⁴ za sticaj (MSFI 3, par. 53). Ovi troškovi uobičajeno su sračunati na osiguranje pouzdanije procene vrednosti ciljanog entiteta i najčešće se pojavljuju u obliku plaćenih naknada posrednicima i drugim konsultantima koje je angažovao sticalac.

Naknada koja je preneti za sticanje kontrole nad subsidijarom može se pojaviti u različitim oblicima, počevši od klasičnog prenosa novčanih sredstava, preko drugih oblika monetarne ili nemonetarne imovine matičnog društva, njegovih poslovanja ili pridruženih entiteta, do instrumenata kapitala, finansijskih derivata i potencijalne naknade. Štaviše, sticanje kontrole može se realizovati i bez ikakvog prenosa naknade od strane matičnog društva. Ipak, u svim ovim okolnostima, metod sticanja iziskuje da preneti naknada u poslovnoj kombinaciji bude tačno identifikovana i odmerena u visini njene fer vrednosti na datum akvizicije, i obelodanjena u napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje. Sledstveno, ukupna fer vrednost prenesene naknade pojaviće se kao suma fer vrednosti prenete imovine matičnog društva, generisanih obaveza prema bivšim vlasnicima stečenog subsidijara, kao i emitovanih učešća u kapitalu, odmerenih na datum sticanja kontrole. Kako za brojne stavke koje potencijalno mogu činiti deo ukupnog „plaćanja” matice neće postojati aktivno tržište na datum sticanja, jasno je da odmeravanje fer vrednosti prenesene naknade može predstavljati izazov posebne vrste.

U tom smislu, kada se kontrola stiče bez efektivnog prenosa naknade, metod sticanja upućuje na alternativnu upotrebu fer vrednosti učešća matice u stečenom zavisnom društvu, koja se odmerava nekom od tehnika procene (MSFI 3, par. 33). Takva sticanja moguća su, na primer, kao posledica čina otkupa sopstvenih akcija u subsidijaru ili prestanka važenja manjinskih prava veta koja su blokirala kontrolnu poziciju matice. Osim toga, ne treba zaboraviti da kontrola može biti stečena i isključivo na bazi ugovornog odnosa, bez učešća matice u kapitalu zavisnog društva i bez potrebe da se vrši bilo kakvo plaćanje po tom osnovu (kada će celokupan kapital stečenog subsidijara biti pripisan učešćima bez prava kontrole). Takođe, u okolnostima u kojima se sticanje kontrole realizuje isključivo kroz razmenu učešća u kapitalu između matice i subsidijara (ili njegovih bivših vlasnika), smatra se da se fer vrednost na datum sticanja učešća u kapitalu subsidijara može odmeriti pouzdanije u odnosu na fer vrednost učešća u kapitalu matičnog društva. Usled navedenog, preporučuje se da odmeravanje fer vrednosti ukupne prenesene naknade u takvim uslovima upravo treba da bude zasnovano na fer vrednosti učešća u kapitalu stečenog subsidijara, odmerenoj na datum sticanja kontrole (MSFI 3, par. 33). Poseban slučaj u tom smislu predstavljaju tzv. „obrnuta

¹³ Izuzetno, u zavisnosti od prirode sporazuma o potencijalnim plaćanjima zaposlenima ili bivšim vlasnicima stečenog subsidijara, nadoknade ove vrste mogu predstavljati i sastavni deo transakcije sticanja (MSFI 3, par. B54-55).

¹⁴ Izuzetno, troškovi emisije vlasničkih ili dužničkih hartija od vrednosti priznavaće se u skladu sa zahtevima MRS 32 i MSFI 9 (MSFI 3, par. 53).

sticanja“ u kojima se entitet koji emituje instrumente kapitala (zakonski sticalac) u računovodstvene svrhe prepoznaje kao stečeni entitet¹⁵.

Ipak, postoje okolnosti u kojima opšte pravilo fer vrednosti neće biti primenljivo. Kada postojeća imovina i/ili obaveze matičnog društva čine sastavni deo ukupne prenesene naknade, treba imati u vidu da se njihove procenjene fer vrednosti na datum sticanja mogu razlikovati od vrednosti po kojima su ove stavke evidentirane u poslovnim knjigama matice (na primer, ako je reč o nemonetarnoj imovini ili poslovanju). Matično društvo tada priznaje rezultujuće dobitke i gubitke u svom bilansu uspeha, ali samo ukoliko je prenos naknade izvršen bivšim vlasnicima subsidijara. Ukoliko su, pak, imovina/obaveze preneti samom zavisnom društvu (kao što može biti slučaj ukoliko je kontrola stečena kroz njegovu dokapitalizaciju), matica i dalje zadržava potpunu kontrolu nad prenetim stavkama. Budući da bi u takvim okolnostima priznavanje bilo kakvih dobitaka ili gubitaka bilo protivno načelu realizacije, odmeravanje ovih stavki imovine i obaveza matičnog društva, za potrebe njihovog uključivanja u vrednost ukupne prenesene naknade, biće izvršeno u visini njihovih knjigovodstvenih vrednosti neposredno pre akvizicije (tj. pre njihovog prenosa novom subsidijaru).

Odmeravanje prenesene naknade u postepenom sticanju. Kada sticanje kontrole nad subsidijarom nije posledica jednokratnog čina, već rezultat faznog procesa, odmeravanje fer vrednosti ostvarenog gudvila (dobitka od povoljne kupovine) na datum sticanja mora uvažiti i sva ranije izvršena ulaganja u novostečeno zavisno društvo, budući da su ona nesumnjivo doprinela osvajanju konačnog kontrolnog položaja matice. U tom smislu, postojeća učešća matice u stečenom entitetu ponovo se odmeravaju u visini njihovih fer vrednosti na datum sticanja kontrole i, zajedno sa cenom koja je plaćena za poslednju tranšu, čine ukupnu fer vrednost prenesene naknade. Sledstveno navedenom, naknada koja je preneti u postepenom sticanju kontrole zapravo neće ukazati na pravi istorijski trošak sticanja učešća za matično društvo, već na trošak sticanja kao da je isti nastao u jedinstvenoj transakciji na datum preuzimanja kontrole.

Sa stanovišta metode sticanja, preuzimanjem kontrole nad ciljanim entitetom dolazi do realizacije ranije stečenih učešća matice u njegovom kapitalu, što ima za posledicu priznavanje eventualnih, sa njima povezanih, komponenti ostalog ukupnog rezultata u bilansu uspeha. Takođe, i sam zahtev za ponovnim odmeravanjem ovih učešća po njihovoj fer vrednosti na datum sticanja može dovesti do pojave dobitaka ili gubitaka u bilansu uspeha matice. Naime, iako je cilj računovodstvenih postupaka vrednovanja “običnih” učešća (fer vrednost kroz ostali ukupan rezultat) i pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata (metod udela) osiguranje relevantne i verodostojne prezentacije njihove vrednosti na datum izveštavanja, izvesno je da se knjigovodstvene vrednosti ovih učešća (koja ne donose kontrolu) u bilansu stanja matice mogu razlikovati od njihovih procenjenih fer vrednosti na datum kada je kontrola stečena, pre svega zbog same razlike u datumu vrednovanja, ali i drugih faktora.

Jasno je da bi korišćenje cene akcije subsidijara na datum sticanja kontrole predstavljalo najjednostavniji metod procene fer vrednosti “starih” učešća u novostečenom subsidijaru. Ipak, treba imati u vidu da, osim elementarnog zahteva da subsidijar bude javno društvo, upotrebljivost ovog metoda može biti ograničena i dejstvom drugih faktora, koji cenu akcije subsidijara mogu učiniti nedovoljno reprezentativnim indikatorom njegove stvarne vrednosti, kao što su zanemarljivi obim trgovanja, ali i značajnije cenovne oscilacije u periodu oko objavljivanja ponude za preuzimanje.

Kada upotreba kotiranih cena nije moguća opcija, odmeravanje fer vrednosti “starih” učešća na datum sticanja može biti izvršeno linearnom ekstrapolacijom cene koju je matica platila za poslednju tranšu. Ipak, izjednačavanje vrednosti ranije stečenih učešća sa vrednošću paketa koji je

¹⁵ Videti više u Spasić i Denčić-Mihajlov, 2018.

doveo do sticanja kontrole može biti problematično, naročito u okolnostima u kojima matica plaća neuobičajeno visoku kontrolnu premiju u cilju sticanja kontrole (koju ne bi bila spremna da plati za učešća koja ne donose kontrolu) ili, pak, kada je poslednja tranša zanemarljivo malog obima u odnosu na ranija sticanja. U konačnom, fer vrednost ranije stečenih učešća u zavisnom društvu može biti odmerena i pomoću neke od tehnika procene, u skladu sa zahtevima relevantnog MSFI 13. Ovde posebno treba imati na umu to da odsustvo kotiranih cena akcija subsidijara upućuje na nužnost korišćenja inputa nižeg stepena pouzdanosti (nivo 2 i nivo 3), usled čega detaljna obelodanjivanja korišćenih pretpostavki i donetih zaključaka procene moraju biti postavljena kao imperativ.

U konačnom, treba imati u vidu da će se ukupan obračunati gudvil (dobitak od povoljne kupovine) u postepenom sticanju kontrole pojaviti kao netirani efekat razlike iz konsolidovanja po osnovu “starih” učešća (gudvil/dobitak), prevrednovanih na datum sticanja, i razlike iz konsolidovanja novostečenih učešća (gudvil/dobitak), koja su donela kontrolu, rezultujući, u izvesnim situacijama, i delimičnim priznavanjem interno generisanog gudvila, suprotno opštem zahtevu metode sticanja¹⁶.

Odmeravanje potencijalne naknade. Kada je naknada za sticanje kontrole strukturirana tako da osim unapred definisanog fiksnog dela, plativog na datum sticanja, obuhvati i dodatni varijabilni deo, čije će plaćanje zavisiti od ispunjenja dogovorenih uslova u post-akvizicionom periodu (dostizanja određenog nivoa performansi), metod sticanja iziskuje da obe komponente budu odmerene u visini njihovih fer vrednosti na datum sticanja, čineći ukupnu fer vrednost prenesene naknade. Iako će se uobičajeno materijalizovati kao obaveza matičnog društva da bivšim vlasnicima subsidijara prenese dodatna sredstva (ili instrumente kapitala) u periodu nakon sticanja kontrole, potencijalna naknada takođe može osigurati matičnom društvu i pravo na povraćaj ranije prenetih iznosa, u slučaju (ne)ispunjenja dogovorenih kriterijuma ili uslova. Imajući u vidu neizvesnost realizacije budućih događaja koji će opredeliti konačan iznos potencijalne naknade, kao i brojne modalitete u kojima se ona može javiti, ne treba posebno isticati izazove verodostojnog odmeravanja njene fer vrednosti na datum sticanja.

Sve promene u fer vrednosti potencijalne naknade u dogovorenom periodu nakon sticanja kontrole, tokom kojeg se može zahtevati njeno plaćanje, u finansijskim izveštajima matice biće evidentirane shodno prirodi obaveze (kapitala) ili prava, ali bez uticaja na inicijalno odmereni gudvil (dobitak od povoljne kupovine) u transakciji sticanja kontrole. Osim za elemente klasifikovane kao kapital (koji neće biti naknadno odmeravani), priznate promene u fer vrednosti potencijalne naknade imaće tretman dobitaka ili gubitaka u bilansu uspeha.

Priznavanje i odmeravanje prepoznatljive stečene imovine, preuzetih obaveza i učešća bez prava kontrole u zavisnom društvu. Izveštavajući o efektima realizovane poslovne kombinacije i proširenja granica grupe uključivanjem novog zavisnog društva, matica će na datum sticanja u konsolidovanim finansijskim izveštajima izvršiti priznavanje relevantnih stavki prepoznatljive stečene imovine novog subsidijara, njegovih preuzetih obaveza, kao i eventualnih učešća bez prava kontrole. Kako pomenute stavke čine osnovne elemente procesa alokacije kupovne cene, neposredno određujući vrednost (i karakter) finansijskih efekata poslovne kombinacije na datum sticanja (gudvil ili dobitak od povoljne kupovine), pitanja njihovog priznavanja i odmeravanja čine se posebno važnim u svetlu informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja.

Metod sticanja upućuje na osnovne principe priznavanja imovine i obaveza u finansijskim izveštajima opšte namene, iznete u Okviru za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja (verzija iz 2001. godine), uz dodatni zahtev da priznate stavke moraju činiti sastavni deo realizovane

¹⁶ O ovome videti više u Spasić i Denčić-Mihajlov, 2018.

transakcije poslovne kombinacije (MSFI 3, par. 11-12)¹⁷. Pomenuti principi tiču se verovatnoće budućih priliva/odliva ekonomskih koristi po osnovu datog sredstva/obaveze, kontrolisanje istih od strane matice, kao i ispunjenost zahteva da se njihova vrednost može pouzdano odmeriti. Sledstveno navedenom, osim postojećih pozicija već evidentiranih u finansijskim izveštajima stečenog subsidijara, primena metode sticanja može rezultovati priznavanjem i dodatne imovine i obaveza, koji upravo činom realizacije poslovne kombinacije dobijaju neophodnu verifikaciju. U tom smislu, od posebnog značaja je pitanje priznavanja interno generisane nematerijalne imovine stečenog entiteta, odnosno njeno zasebno prepoznavanje u odnosu na gudvil u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Kao što primećuje Spasić (Spasić, 2012), opredeljenje tvoraca međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja za definisanje posebnih uslova za priznavanje stečene nematerijalne imovine odvojeno od gudvila motivisano je težnjom za unapređenjem pouzdanosti odmeravanja sinergetskih efekata kombinovanja dva (ili više) poslovanja, materijalizovanih u priznatom gudvilu na datum sticanja kontrole. Kao obeležja prepoznatljivosti nematerijalne imovine stečene u poslovnoj kombinaciji, uvode se dva alternativna kriterijuma – odvojivost i ugovorno-pravno poreklo. Štaviše, nematerijalna imovina koja ispunjava ugovorni kriterijum smatraće se prepoznatljivom za potrebe eksternog izveštavanja čak i onda kada ta imovina nije odvojiva od stečenog entiteta ili drugih prava i obaveza. Kriterijum odvojivosti podrazumeva mogućnost sticaoca da dotičnu nematerijalnu imovinu odvoji ili odeli od stečenog entiteta i proda, prenese, licencira, iznajmi ili na drugi način razmeni, bilo pojedinačno ili zajedno sa povezanim ugovorom, drugom prepoznatljivom imovinom ili obavezom, nezavisno od njegove namere da tako zapravo i postupi. Takođe, dokazi o transakcijama razmene za istovrsnu ili sličnu nematerijalnu imovinu smatraće se prihvatljivim nezavisno od učestalosti njihove realizacije na tržištu, kao i od efektivnog učešća sticaoca u njima. Sva nematerijalna imovina stečenog entiteta koja ne ispunjava uslov prepoznatljivosti na datum sticanja biće pripisana stečenom gudvilu.

Ranije pomenuto istraživanje Evropskog regulatora za hartije od vrednosti i tržišta (ESMA, 2014) pokazalo je da je 76% analiziranih poslovnih kombinacija (realizovanih od strane emitenata sa sedištem u nekoj od 11 obuhvaćenih jurisdikcija EU) rezultiralo priznavanjem interno generisane nematerijalne imovine stečenog entiteta, kao i da je najčešća priznata nematerijalna imovina povezana sa kupcima (odnosi sa kupcima, liste kupaca, zaključeni ugovori i podaci o porudžbinama) i sa tržištem (brend i internet domen). Istovremeno, istraživanje Spasića (2018) na uzorku odabranih matičnih kompanija registrovanih u Srbiji, za period 2013-2016. godina, pokazalo je da ne postoji praksa priznavanja stečene nematerijalne imovine odvojeno od gudvila. Autor zaključuje da je pomenuti nalaz posledica načelno loše prakse finansijskog izveštavanja, kao i moguće težnje rukovodstva da se izbegne obavezna amortizacija priznatih nematerijalnih ulaganja sa ograničenim vekom trajanja u periodu nakon sticanja kontrole (Spasić, 2018). Istovremeno, ne treba zaboraviti da je metod sticanja relativno složen i zahtevan računovodstveni postupak, naročito kada je reč o priznavanju nematerijalne imovine visoko specifičnog karaktera, te da slabiji nadzor svojstven finansijskim tržištima u razvoju može predstavljati pogodno opravdanje rukovodstvu sticaoca da odustane od priznavanja takve imovine i celokupan rezidual pripíše gudvilu.

Kada je reč o vrednovanju stavki koje će na datum sticanja biti priznate u konsolidovanim finansijskim izveštajima, MSFI 3 zahteva da se prepoznatljiva stečena imovina i preuzete obaveze

¹⁷ MSFI 3 dozvoljava i izvesne izuzetke od navedenog opšteg principa, koji se tiču priznavanja potencijalnih obaveza na datum sticanja. Naime, shodno par. 23, MSFI 3 sticalac priznaje potencijalnu obavezu na datum sticanja ukoliko je reč o sadašnjoj obavezi koja je nastala kao rezultat prošlih događaja, čija se fer vrednost može pouzdano odmeriti, čak i ako nije verovatno da će ista prouzrokovati odliv budućih ekonomskih koristi. Kao izuzeci od principa priznavanja i odmeravanja (u visini fer vrednosti na datum sticanja) navode se porezi na dobitak, primanja zaposlenih, sredstva obeštećenja i ugovori o lizingu stečenog entiteta kao davaoca lizinga (MSFI 3, par. 24-28B).

odmeravaju u visini njihovih fer vrednosti u trenutku sticanja kontrole¹⁸. Isti princip primenljiv je i na učešća bez prava kontrole u stečenom entitetu, uz dopuštanje alternativnog postupka njihovog vrednovanja u visini proporcionalnog dela fer vrednosti neto prepoznatljive imovine stečenog entiteta na datum sticanja (MSFI 3, par. 19). Opređenjem za koncept fer vrednosti, Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja težilo se osiguranju uslova za vrednovanje relevantnih stavki u visini cene po kojoj bi se odvila redovna transakcija prodaje imovine ili prenosa obaveza između tržišnih učesnika, po aktuelnim tržišnim uslovima na datum odmeravanja (MSFI 13, par. B2).

Ipak, izvestan manevarski prostor imanentan konceptu fer vrednosti može poslužiti kao svojevrsan instrument rukovodstvu matice za upravljanje obelodanjenim finansijskim efektima poslovne kombinacije, kao i performansama grupe u post-akvizicionom periodu. Tim pre što za značajan broj pozicija koje su predmet odmeravanja neće postojati primarno, a nekada ni aktivno tržište, upućujući na korišćenje različitih tehnika procene vrednosti, uz pretežan oslonac na inpute neuočljivog karaktera. Takvi rizici posebno su svojstveni odmeravanju interno generisane nematerijalne imovine, koja zbog svoje visoke specifičnosti uobičajeno ne poseduje validan eksterni benčmark.

Sledstveno navedenom, ciljano upravljanje iskazanim gudvilom može se realizovati i kroz neopravdano i neobjektivno priznavanje latentnih rezervi i/ili skrivenih gubitaka sadržanih u vrednosti stečene imovine i preuzetih obaveza. Takvo postupanje uobičajeno je motivisano smišljenim precenjivanjem stečenog gudvila, kako bi se popravile performanse kombinovanog poslovanja u periodu nakon sticanja kontrole. Osim izostanka amortizacije gudvila, uštede u troškovima budućih perioda mogle bi biti ostvarene i kroz umanjenu amortizaciju inicijalno potcenjene stečene imovine sa ograničenim vekom upotrebe. Istraživanje koje je sprovedla Evropska savetodavna grupa za finansijsko izveštavanje (EFRAG) na uzroku 328 evropskih kompanija pokazalo je da je u periodu 2005-2014. godina ukupan iznos priznatog gudvila porastao za 43% (EFRAG, 2016a). Takođe, postoje dokazi da rukovodstva kompanija sticalaca čije su kompenzacije uslovljene budućim rezultatima kompanije imaju tendenciju da srazmerno veći deo prenesene naknade u poslovnoj kombinaciji alociraju na stečeni gudvil (Shalev et al., 2013).

Imajući u vidu prethodna razmatranja, izvesno je da dodatna obelodanjivanja u vezi sa korišćenim pretpostavkama i inputima, kao i samim tehnikama procene vrednosti pojedinih stavki imovine, obaveza, učešća bez prava kontrole u stečenom subsidijaru i rezultujućeg gudvila predstavljaju imperativ kvalitetnog izveštavanja o finansijskim efektima poslovne kombinacije. Ipak, sam MSFI 3 ne obezbeđuje nikakve smernice u tom pogledu, dok se MSFI 13 fokusira na obelodanjivanja povezana sa naknadnim odmeravanjem po fer vrednosti, ostavljajući prostor rukovodstvu kompanije sticaoca da izvršena obelodanjivanja svede na minimum. Sledstveno navedenom, može se zaključiti da će efikasnost institucija nadzora nad finansijskim izveštavanjem, a posebno nezavisnih eksternih revizora, biti dragoceni faktor kvaliteta konsolidovanog finansijskog izveštavanja o efektima sticanja kontrole. Takođe, prostor za dodatna unapređenja regulative računovodstva poslovnih kombinacija upravo se može prepoznati u sferi zahtevanih obelodanjivanja.

¹⁸ Izuzeci od opšteg principa odmeravanja tiču se stavki ponovo stečenih prava, dodeljenih plaćanja akcijama, sredstava koja se drže za prodaju, kao i ugovora o osiguranju (MSFI 3, par. 29-31A). Izuzeci i od principa priznavanja i od principa odmeravanja tiču se poreza na dobitak, primanja zaposlenih i sredstava obeštećenja (MSFI 3, par. 24-28).

2. POTPUNO KONSOLIDOVANJE KAO OSNOVA RELEVANTNOG I FER PRIKAZA PERFORMANSI GRUPE

Derivativan karakter konsolidovanih finansijskih izveštaja, uslovljen uobicajenim izostankom zasebnih računovodstvenih evidencija grupe kao izveštajnog entiteta, čini potpuno konsolidovanje posebno značajnom determinantom relevantne i verodostojne prezentacije njenih performansi. Kao postupak koji treba da osigura smisleno komponovanje pojedinačnih računovodstvenih informacija članica u "bilans celine sistema", potpuno konsolidovanje ima za cilj da ukloni sve računovodstvene "nelogičnosti" koje se pojavljuju kao efekat „podizanja pravnog vela“ između matice i njenih kontrolisanih entiteta.

Agregirajući individualne stavke imovine, obaveza, sopstvenog kapitala, prihoda i rashoda matičnog društva i svih njegovih subsidijara (prethodno korigovane u cilju osiguranja formalne i sadržinske uporedivosti) zbirni bilanci grupe po pravilu su opterećeni dvostrukim obuhvatanjem finansijsko-izveštajnih efekata transakcija i događaja koji su se odigrali između samih članica. Naime, shodno načelu uzročnosti (MRS 1, par. 27 i 28), zasebni finansijski izveštaji članica grupe reflektovaće posledice svih transakcija i događaja koji sa stanovišta dotične članice imaju karakter realizovanih – bilo da su se isti odvili na internom tržištu grupe ili izvan nje.

Pomeranjem fokusa na grupu kao celinu, kriterijumi za priznavanje izveštajnih stavki izmeštaju se izvan granice kruga za konsolidaciju. Na ovaj način, unutargrupne transakcije i događaji gube sposobnost priznavanja u konsolidovanim finansijskim izveštajima, usled čega njihovi vrednosni efekti na pojedinačne izveštajne stavke moraju biti apstrahovani u postupku konsolidacije. U tom smislu, potpuno konsolidovanje pojavljuje se kao svojevrsan "filter" agregiranih podataka matice i subsidijara, otkrivajući korisnicima „čistu“ sliku imovinskog, finansijskog i prinostnog položaja grupe kao celine.

Konceptualno jednostavna, procedura potpunog konsolidovanja u praksi može poprimiti zavidan stepen računsko-tehničke složenosti. Slučajni ili unapred smišljeni, propusti u prepoznavanju i isključivanju posledica internih transakcija izlažu konsolidovane finansijske izveštaje opasnosti pogrešne prezentacije i materijalno značajnih grešaka, povećavajući informacione rizike za njihove eksterne korisnike. Sa diversifikacijom grupe u horizontalnom i vertikalnom smislu, na lokalnom i globalnom nivou, kao i sa intenziviranjem međusobnih internih odnosa njenih članica, ispravno identifikovanje i precizno eliminisanje vrednosnih efekata unutargrupnih transakcija postaju svojevrsan izazov, čak i u savremenim uslovima visoko razvijenih informacionih tehnologija i sveopšte umreženosti.

U tom smislu, posebno važnim čine se napori na unapređenju organizacionih aspekata sastavljanja konsolidovanih izveštaja, u vidu harmonizacije računovodstvenih informacionih sistema članica grupe, jasnih računovodstvenih politika i preciznih smernica u pogledu pripreme pojedinačnih podataka za agregiranje na grupnom nivou. Pažljivo praćenje promena u strukturi grupe, odnosno kritičnih momenata sticanja ili gubitka kontrole tokom izveštajnog perioda, takođe je od značaja, imajući u vidu sledstvene promene u proceduri konsolidacije (novostečeni entitet biva konsolidovan od datuma sticanja kontrole, dok subsidijari koji su izgubili taj status tokom izveštajnog perioda prestaju da se konsoliduju).

Kao sastavni deo pripremnih radnji u postupku izrade konsolidovanih finansijskih izveštaja, efekti sprovedenih procedura konsolidovanja, u vidu tačnih iznosa eliminacija i korekcija pojedinačnih podataka članica, uobicajeno neće biti obelodanjeni eksternim korisnicima. Ipak, izvesno je da poznavanje i razumevanje svih aspekata potpune konsolidacije može pomoći korisnicima da jasnije sagledaju informacioni kapacitet konsolidovanih finansijskih izveštaja i unaprede kvalitet sopstvenih odluka o plasiranju resursa u maticu od interesa. Tim pre ukoliko je reč o matici čije se

aktivnosti dominantno realizuju u okvirima zavisnih društava, a naročito s obzirom na okolnost da finansijski izveštaji samih subsidijara ne moraju biti javno dostupni.

Imajući u vidu moguće vrste transakcija i odnosa koji se pojavljuju između članica grupe, odnosno njihove vrednosne efekte na pojedinačne finansijsko-izveštajne informacije, potpunom konsolidacijom biće obuhvaćene pozicije kapitala, međusobnih potraživanja i obaveza, prihoda i rashoda iz internih odnosa, kao i eventualni međurezultati sadržani u interno prometovanoj imovini, koja na dan izveštavanja nije napustila okvire kruga za konsolidaciju.

Konsolidovanje kapitala. Međusobna povezanost kapitalom pojavljuje se kao jedan od osnovnih identifikatora kontrolnog odnosa (osim kada je kontrola stečena ugovorom), čineći potpunu konsolidaciju neizbežnim pratiocem finansijskog izveštavanja o performansama grupe, čak i u okolnostima u kojima njene članice nemaju nikakvih međusobnih transakcija tokom izveštajnog perioda. Osim uobičajenih učešća matice u kapitalu zavisnih društava, povezanost kapitalom može postojati i između samih subsidijara, ali i na relaciji subsidijar/matica.

U cilju verodostojne prezentacije ukupne neto imovine kojom upravlja matično društvo, potpunom konsolidacijom kapitala vrši se međusobno saldiranje knjigovodstvene vrednosti investicije matičnog preduzeća u svako zavisno društvo, sa matici pripadajućim delom kapitala svakog zavisnog društva (MSFI 10, par. B86). Međusobna učešća u kapitalu između samih subsidijara takođe se eliminišu. Ipak, eventualna učešća koja zavisna društva mogu imati u kapitalu matice imaju status otkupljenih sopstvenih akcija (udela) i izuzimaju se iz konsolidacije (Ranković, 1994, str. 73). U skladu sa logikom da nijedan izveštajni entitet ne može „posedovati sam sebe“, postupak konsolidovanja kapitala omogućava relevantnu prezentaciju ukupnog kapitala na nivou grupe, uloženog od strane kako vlasnika matičnog društva, tako i svih suvlasnika u zavisnim društvima.

Računovodstveni postupak metode sticanja, detaljno obrazložen u prethodnoj tački ovog poglavlja, opredeliće finansijsko-izveštajne efekte prve konsolidacije novostečenog subsidijara, determinišući stavke i iznose priznate stečene imovine, preuzetih obaveza, ostvarenog gudvila (dobitka od povoljne kupovine), kao i njima korespodentnog kapitala, koji će biti razložen na učešća matice i vlasnika bez prava kontrole u stečenom subsidijaru. Tako priznate stavke u konsolidovanim finansijskim izveštajima na datum sticanja ostaju merodavne i za izveštavanje u svim post-akvizicionim periodima. U tom smislu, postupak konsolidacije kapitala podrazumeva saldiranje finansijskog plasmana matice sa pripadajućim delom kapitala dotičnog subsidijara prema stanju relevantnih pozicija upravo na datum sticanja kontrole. Eventualne naknadne promene na kapitalu zavisnog društva, nastale po osnovu tekućih rezultata ili izmena u vrednosti revalorizacionih rezervi, neće biti uzete u razmatranje pri ovom aspektu konsolidacije (osim ukoliko je reč o dokapitalizaciji ili smanjenju osnovnog kapitala).

Takvo postupanje u osnovi je povezano sa načelom fikcije pravne celine konsolidovanog entiteta, odnosno težnjom da se stečene stavke novog subsidijara odmere u visini stvarnih troškova njihove nabavke na datum sticanja, koji će se potom odraziti i na performanse grupe u post-akvizicionom periodu. Smatra se da se, zadržavanjem inicijalno odmerenih vrednosti relevantnih stavki na datum sticanja i u budućim konsolidovanim izveštajima, postiže željeni cilj da prezentovane promene na kapitalu i uspeh u obračunskim periodima nakon sticanja kontrole upravo odražavaju stvarni efekat poslovanja grupe, kao da je reč o priznatom subjektu prava (Ranković, 1994, str. 116).

Na ovaj način, potupno konsolidovanje kapitala matice i njenih subsidijara može se prepoznati kao jedan od izvora informacione nadmoćnosti konsolidovanih finansijskih izveštaja, omogućavajući zainteresovanim korisnicima uvid u ukupan kapital koji je matica imala na raspolaganju tokom izveštajnog perioda. Ne zanemarujući činjenicu da konsolidovani rezultat uobičajeno nije predmet formalne raspodele, kao i okolnost da će deo ovog rezultata pripasti vlasnicima učešća bez prava

kontrole, izvesno je da prezentacija ukupnog angažovanog kapitala i njemu korespondentnih ukupnih profitnih efekata na nivou grupe može pomoći korisnicima da jasnije sagledaju zarađivačku sposobnost celine ekonomskog entiteta, kao i da ocene uspešnost njegovog rukovodstva u upravljanju resursima koji su mu povereni. Shodno tome, procene iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih prinosa po osnovu izvršenog ili planiranog ulaganja u ciljano matično društvo mogle bi biti povezane sa značajno nižim stepenom rizika, u odnosu na okolnost kada se takve procene zasnivaju isključivo na pojedinačnim informacijama matičnog društva.

Osim toga, analizom odnosa kapitala matice i ukupnog konsolidovanog kapitala u grupi, moguće je izvoditi dodatne zaključke o politici raspodele i njenom uticaju na očekivane buduće prinose zainteresovanih korisnika matičnog društva. Na primer, nesrazmeran rast kapitala matičnog društva u odnosu na kapital grupe kao celine može ukazati na to da rukovodstvo matice koristi mehanizme transferisanja rezultata subsidijara u okviru matičnog društva, što može biti motivisano potrebom isplate visokih dividendi vlasnicima matice. U obrnutom slučaju, deo realizovanog rezultata može biti usmeravan ka pojedinim subsidijarima, na štetu (pre svega manjinskih) vlasnika matice.

Konsolidovanje potraživanja i obaveza. Kada su članice grupe tokom izveštajnog perioda stupale u međusobne transakcije i odnose, bilo komercijalnog ili finansijskog karaktera, apstrahovanje njihovih vrednosnih efekata na konsolidovane finansijske izveštaje postaje jedan od preduslova relevantne i fer prezentacije finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine grupe. U tom cilju, postupkom potpune konsolidacije isključuju se sva salda međusobnih potraživanja i obaveza sadržana u pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnog i zavisnih društava na kraju izveštajnog perioda. U zavisnosti od toga da li su iznosi potraživanja i obaveza koji su predmet eliminacija identični ili ne, njihovo konsolidovanje može se odraziti i na vrednost ukupnog konsolidovanog rezultata.

Osim klasičnih potraživanja i obaveza iz komercijalnih transakcija prodaje dobara ili pružanja usluga u okviru grupe, potpunom konsolidacijom biće obuhvaćene i sve ostale izveštajne stavke koje u osnovi imaju karakter potraživanja ili obaveze – primljeni i dati avansi, zajmovi, neuplaćeni ulozi, menična potraživanja, rezervisanja, pa čak i pozicije vremenskih razgraničenja (ako potiču iz dužničko-poverilačkih odnosa). Kao mogući uzroci eventualnih razlika u vrednosti potraživanja i obaveza proisteklih iz istih internih transakcija, uobičajeno se pojavljuju propusti u knjigovodstvenom evidentiranju, vremenska neusaglašenost samih knjiženja (kada su članice knjižile efekte istih transakcija u različitim izveštajnim periodima) i različita pravila vrednovanja (na primer, rezervisanja koja su formirana prema članicama grupe neće imati svoj pandan u potraživanjima druge strane). U takvim okolnostima, međusobno saldiranje različitih vrednosti internih potraživanja i obaveza iziskivaće i alikvotnu korekciju konsolidovanog rezultata.

Zahvaljujući potpunoj konsolidaciji internih potraživanja i obaveza, konsolidovanim finansijskim izveštajima biće prikazana samo ona potraživanja koja će biti naplaćena od partnera izvan grupe, kao i samo one obaveze koje će prouzrokovati odlive izvan kruga za konsolidaciju. Na ovaj način, finansijski izveštaji grupe oslikaće njenu likvidnosnu i finansijsku poziciju kao da je reč o pravno samostalnoj kompaniji – portretisanjem efekata transakcija realizovanih sa trećim licima izvan grupe (budući da subjekt izveštavanja ne može generisati gotovinu poslujući sam sa sobom, niti može dugovati novac sam sebi). U tom smislu, korisnici mogu izvoditi zaključke o opštoj sposobnosti grupe da svoje obaveze izmiruje u predviđenim rokovima, njenom kapacitetu dodatnog zaduživanja, kao i potencijalu da kroz osnovnu delatnost generiše dovoljne iznose gotovine u budućnosti. Nadmoć tako prezentovanih informacija za investicione odluke postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matice može se prepoznati u unapređenju pouzdanosti procena očekivanih budućih neto priliva gotovine kako na nivou konsolidovanog entiteta, tako i na nivou njegove matice.

Iako se pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva često označavaju kao elementarni okvir za ocenu njegove finansijske stabilnosti i likvidnosnog položaja, imajući u vidu neraskidivu vezu poverilaca matice i resursa u njenom direktnom vlasništvu, činjenica je da izveštajni fokus na maticu ujedno zanemaruje njene subsidijare, odnosno efekat njihove finansijske pozicije i stepena likvidnosti na grupu kao celinu, pa i na samo matično društvo. U tom smislu, konsolidovani finansijski izveštaji naročito mogu omogućiti jasniji uvid u sveukupnu likvidnost i solventnost ekonomske celine, pomažući korisnicima da bolje razumeju namere rukovodstva matice i procene očekivani efekat internih transakcija na verovatnoću realizacije sopstvenih prinosa, kao i povraćaja ranije izvršenih ulaganja u matično društvo. Posebno kada je reč o grupama čije se poslovanje dominantno odvija kroz aktivnosti zavisnih društava.

Prezentacija konsolidovanih vrednosti potraživanja i obaveza ekonomskog entiteta takođe može pomoći korisnicima da bolje razumeju kretanje gotovine u grupi, potencijalno otkrivajući ciljane poteze rukovodstva matice koji mogu imati štetne posledice na poverioce i manjinske suvlasnike u matičnom društvu. Takav rizik naročito će postojati kada matica strateški usmerava gotovinu u pojedina zavisna društva. Na primer, matica se može zaduživati na eksternom tržištu i dobijene resurse transferisati subsidijarima, kao i prolongirati rokove za naplatu internih potraživanja uz istovremeno kašnjenje u izmirenju obaveza prema spoljnim poveriocima, odustajanje od isplate dividendi i sveopšte ugrožavanje sopstvene likvidnosti i solventnosti (u interesu pojedinih subsidijara). Poznavanje šire slike i konsolidovanog aspekta u tom smislu može poslužiti kao osnov za izvođenje zaključaka da li je takvo postupanje privremenog ili trajnijeg karaktera i kako će se odraziti na buduću poziciju matičnog društva, odnosno njegove poverioce i manjinske vlasnike.

Konsolidovanje prihoda i rashoda i eliminisanje nerealizovanih internih rezultata. Osim u iznosima potraživanja i obaveza, efekti međusobnih transakcija članica grupe takođe se mogu pronaći i u vrednostima njihove pojedinačne imovine, prihoda, rashoda i rezultata. Shodno načelu ekonomskog jedinstva, postupak konsolidacije treba da osigura potpunu eliminaciju takvih efekata iz finansijskih izveštaja grupe, omogućavajući relevantnu i verodostojnu prezentaciju stvarnih performansi ekonomskog entiteta tokom izveštajnog perioda, potvrđenih na eksternom tržištu.

Iako se osnovna logika potpune konsolidacije primenjuje uniformno, nezavisno od vrste pojedinačnih izveštajnih stavki pogođenih efektima internih transakcija, izvesno je da same procedure konsolidovanja mogu ispoljiti značajan stepen složenosti, naročito kada je reč o višefaznim isporukama u grupi, kod kojih će praćenje toka i determinisanje tačnih posledica na pojedinačne izveštaje članica predstavljati svojevrstan izazov. Naime, kada je predmet internih transakcija isporuka dobara, osim identifikacije rezultujućih prihoda, rashoda i rezultata koji nemaju sposobnost aktiviranja na nivou grupe i moraju biti eliminisani u postupku konsolidovanja, biće potrebno pozabaviti se i pitanjem utvrđivanja iznosa rezultata koji su sadržani u vrednosti interno prometovane imovine, odnosno njihovom eliminacijom iz konsolidovanih izveštaja (ukoliko se takva imovina na kraju perioda i dalje nalazi u okvirima grupe). U tom smislu, kao što primećuje Ranković (1994, str. 157), problem korekcije interno generisanih rezultata istovremeno se pojavljuje kako na strani računa uspeha, tako i na strani aktive.

Međurezultati nastaju kao posledica internih prodaja realizovanih po cenama koje se razlikuju od originalnog troška sticanja članice prodavca, odmerenog po principu „van dohvata ruke“ (bilo da je ona samostalno proizvela sredstvo koje je predmet internog prometa ili ga je nabavila na eksternom tržištu). Poznato je da se politika transfernih cena pojavljuje kao jedan od legitimnih mehanizama za upravljanje unutargrupnim transakcijama i njihovim rezultujućim profitnim efektima. Omogućavajući seljenje ostvarene zarade u okviru grupe, transferne cene imaće i snažan poreski aspekt, pojavljujući se kao podesno sredstvo za minimiziranje ili izbegavanje poreskih davanja. U tom smislu, u cilju zaštite ekonomskih interesa lokalnih jurisdikcija u kojima posluju članice grupe, uspostavljena je međunarodno prihvaćena praksa obračuna poreza na dobit, koja podrazumeva

zahtev za odgovarajućim korekcijama poreskih efekata kontrolisanih transakcija, u slučaju da su se iste odvijale po cenama i uslovima značajno različitim od tržišnih. Ipak, takve korekcije neće suštinski izmeniti efekat transfernih cena na pojedinačne finansijske izveštaje matice i subsidijara, čineći konsolidovane informacije posebno dragocnim.

Imajući u vidu da se zahtev za realizacijom rezultata na eksternom tržištu pojavljuje kao osnovni preduslov njegovog priznavanja u finansijskim izveštajima, isključivanje rezultata koji nisu potvrđeni u transakcijama sa partnerima izvan grupe imaće poseban značaj sa stanovišta politike dividendi, a naročito u kontekstu zaštite interesa manjinskih vlasnika, koji mogu biti ugroženi politikom transfernih cena. Naime, kao što primećuje Ranković (1994, str. 157), raspodela pojedinačnih dobitaka članica, zasnovanih na unutargrupnim transakcijama koje u trenutku raspodele nisu eksterno verifikovane, sasvim izvesno bi se odrazila na smanjenje neto imovine. Istovremeno, ne treba zaboraviti ni prateće negativne efekte po osnovu nepovratnog odliva na ime plaćenog poreza na dobit, naročito kada je ta dobit u trenutku oporezovanja i raspodele i dalje izložena riziku tržišne realizacije.

Eliminacija nerealizovanih dobitaka i gubitaka u postupku konsolidacije biće izvršena na teret one članice koja ih je i priznala u svojim pojedinačnim izveštajima (tj. članice koja se pojavljuje u ulozi prodavca na internom tržištu). U tom smislu, pravac interne isporuke određiće i grupu vlasnika konsolidovanog entiteta koja će biti pogođena izvršenim korekcijama. U slučaju „nizvodnih“ transakcija, matica kao prodavac priznaje interni rezultat, te će njegova eliminacija u celosti biti pripisana onom delu rezultata grupe koji pripada vlasnicima matice. U suprotnom, kod „uzvodnih“ transakcija, može postojati potreba da se iznos korekcije internih rezultata srazmerno dodeli i vlasnicima sa učešćima bez prava kontrole (ukoliko subsidijar nije u potpunom vlasništvu matičnog društva). Važno je primetiti da će korekcija nerealizovanih rezultata uvek biti vršena u celosti, samo će u određenim slučajevima postojati potreba da se korigovani iznos na konsolidovanom nivou proporcionalno alocira na maticu i suvlasnike bez prava kontrole. Svakako, u okolnostima u kojima su interne isporuke realizovane u visini inicijalnog troška sticanja, prometovana imovina samo će promeniti lokaciju u grupi, bez potrebe za usklađivanjem njene vrednosti na kraju izveštajnog perioda (nezavisno od toga, odgovarajući interni prihodi i rashodi članica biće eliminisani).

Nerealizovani rezultati sadržani u vrednosti imovine koja je bila predmet internih transakcija u okviru grupe isključuju se iz konsolidovanih vrednosti na dan bilansa, kako bi takva imovina bila prikazana u visini svoje prvobitne knjigovodstvene vrednosti, koju je imala pre same interne transakcije. Istovremeno, vrši se i alikvotna korekcija konsolidovanog rezultata (uz isključivanje odgovarajućih internih prihoda i rashoda). Na primer, ukoliko su članice grupe međusobno trgovale zalihama tokom izveštajnog perioda, interkompanijski prihodi, troškovi prodaje i ostvareni rezultat koje je priznala članica prodavac moraju biti u celosti eliminisani, a vrednost zaliha kod članice kupca svedena na njihovu prvobitnu nabavnu vrednost ili cenu koštanja (ukoliko se dobra i dalje nalaze u grupi). U zavisnosti od vrste dobara koja su bila predmet prometovanja u grupi, takva praksa će se ponavljati i u narednim izveštajnim periodima, dokle god se interno prometovana imovina nalazi u okviru grupe.

U trenutku kada imovina koja potiče iz internih transakcija bude prodana na eksternom tržištu, ranije nastali međurezultati postaju verifikovani sa stanovišta grupe. U cilju verodostojne prezentacije zarade koju je grupa ostvarila po datom osnovu, kao razlike između konačne prodajne cene i prvobitnog troška sticanja (za prvu članicu u grupi koja je sredstvo proizvela ili nabavila na eksternom tržištu), ranije vršene korekcije internih rezultata se poništavaju. Ukoliko je reč o imovini koja podleže amortizaciji, smatra se da se realizacija interkompanijskih rezultata odvija postepeno, tokom preostalog veka upotrebe u članici primaocu. Naime, tokom svih izveštajnih perioda u kojima grupa ostvaruje koristi od upotrebe interno prometovane stalne imovine, smatraće se da dolazi do realizacije alikvotnog dela međurezultata, sadržanih u njenoj vrednosti. Iznos

godišnje amortizacije članice koja poseduje takvu imovinu zapravo će biti zasnovan na njenoj transfernoj ceni. Ipak, sa stanovišta grupe, amortizacija mora biti zasnovana na prvobitnoj vrednosti takve imovine, odnosno eksternom trošku njenog sticanja. U tom smislu, korekcije prilikom konsolidacije su neophodne kako u delu nabavne vrednosti, tako i ispravke vrednosti i troška amortizacije, da bi se konsolidovani iznosi sveli na one koji bi bili priznati da imovina nije prometovana u okviru grupe.

Osim internih transakcija koje se tiču klasične prodaje, postupak potpune konsolidacije obuhvatiće i sve druge unutargrupne odnose, komercijalnog ili finansijskog karaktera, isključujući njihove efekte na pojedinačne izveštaje članica u postupku pripreme konsolidovanih finansijskih izveštaja. U tom smislu, kao predmet eliminacija i korekcija takođe se pojavljuju prihodi i rashodi po osnovu različitih vrsta internih usluga i kamata na međusobne zajmove članica. Takođe, eventualni prihodi od dividende koja je primljena od članica iste grupe biće eliminisani u konsolidovanim izveštajima, na teret rezultata ranijih godina.

Isključivanje efekata internih transakcija iz konsolidovanih vrednosti prihoda, rashoda i rezultata pojavljuje se kao nezaobilazni činilac informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja. Naime, prezentacijom „čistih“, eksterno potvrđenih rezultata grupe, oslobođenih efekata transfernih cena, korisnici mogu jasnije sagledati stvarne finansijske efekte realizovanih aktivnosti na nivou grupe, kao i sve izvore njenih performansi u izveštajnom periodu. Imajući u vidu da će takve informacije uobičajeno ostati izvan izveštajnog kapaciteta pojedinačnih izveštaja matice, nije potrebno posebno isticati njihovu dragocenost za eksterne korisnike. Iako svoja potraživanja ne mogu vezivati za konsolidovanu imovinu niti rezultat grupe, izvesno je da će postojećim i potencijalnim investitorima i poveriocima matice takve informacije pomoći da unaprede svoje procene očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo, kao i rezultujućeg efekta na iznose, dinamiku i nezivesnosti njihovih ličnih prinosa na uložene resurse u maticu od interesa.

3. IMPLIKACIJE METODA UDELA NA INFORMACIONI KAPACITET KONSOLIDOVANIH IZVEŠTAJA

Tokom istorijskog razvoja računovodstva i finansijskog izveštavanja, metod udela (*equity method*) korišćen je za odmeravanje različitih kategorija finansijskih investicija, kako u pojedinačnim, tako i konsolidovanim izveštajima investitora. Nobes (2002) istražuje istorijat primene metode udela širom sveta i nalazi da je početkom XX veka ovaj metod korišćen u Velikoj Britaniji kao računovodstvena tehnika „konsolidacije“ zavisnih društava (tzv. „proto konsolidacija“). Osim toga, metodom udela odmeravana su i ulaganja u one subsidijare koji su držani izvan kruga za konsolidaciju (tzv. „substitutna konsolidacija“). Od 60ih godina XX veka metod udela počinje da se koristi i za vrednovanje investicija u entitete koji nisu u potpunosti kontrolisani, kao vrsta „pseudo“ konsolidacije u pojedinačnim, odnosno delimične konsolidacije u konsolidovanim finansijskim izveštajima investitora (Nobes, 2002).

Savremena međunarodna profesionalna računovodstvena regulativa prepoznaje metod udela kao jedan od dozvoljenih metoda odmeravanja finansijskih ulaganja u zavisne entitete, zajedničke poduhvate i pridružene entitete u pojedinačnim finansijskim izveštajima (MRS 27, par. 10), ali i osnovni metod¹⁹ računovodstvenog obuhvatanja investicija u pridružene entitete i zajedničke poduhvate u konsolidovanim finansijskim izveštajima (MRS 28). U tom smislu, metod udela pojavljuje se kao jedna od važnih determinanti informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja, detaljnije otkrivajući njihovim korisnicima veze i odnose koje postoje u

¹⁹ Izuzeća od primene metode udela definisana su u MRS 28, par. 17-19.

okviru grupe od interesa, odnosno jačinu stvarnog uticaja matice na društva koja nisu neposredno uključena u krug za konsolidaciju.

Naime, pomeranjem izveštajnog fokusa na grupu preduzeća, dolazi do potrebe za preispitivanjem kriterijuma selekcije investicija koje će biti odmeravane metodom udela na konsolidovanom nivou. Drugim rečima, kao društva koja imaju status pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata biće prepoznata ona društva na koje grupa, kao ekonomski entitet i izveštajni subjekt, ostvaruje značajan uticaj, tj. u kojima poseduje zajedničku kontrolu. Udeo grupe u entitetu u koji je investirano predstavlja agregirani iznos vlasničkog učešća matice i svih njenih zavisnih društava u datom entitetu (eventualna vlasnička učešća pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata grupe u ovom slučaju se zanemaruju). Takav pristup može rezultovati promenom statusa pojedinih finansijskih ulaganja, u odnosu na „pojedinačni“ nivo. Usled navedenog, učešća koja su u pojedinačnim izveštajima matice klasifikovana i vrednovana kao „obična“, budući da matica kao subjekt prava formalno ne poseduje značajan uticaj ili zajedničku kontrolu (a ni potpunu kontrolu) nad dotičnim subjektima investiranja, mogu biti prepoznata kao pridruženi entiteti ili zajednički poduhvati na konsolidovanom nivou, ako postoji dovoljan dodatni uticaj zavisnih društava u tom smislu (svakako, ako agregirani uticaj nad dotičnim entitetom rezultuje njegovom potpunom kontrolom, takav entitet dobija status subsidijara i potpuno se konsoliduje).

Iako ne donose potpunu kontrolu nad subjektima investiranja, smatra se da postojanje značajnog uticaja ili zajedničke kontrole stvara „prisniji“ odnos investitora i entiteta u koji je investirano. Usled navedenog, za potrebe finansijskog izveštavanja o performansama grupe, pridružena društva i zajednički poduhvati često se označavaju kao članice grupe u širem smislu.

Značajan uticaj i zajednička kontrola kao kriterijumi za identifikaciju pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata. Kao *pridruženi entiteti* prepoznaju se oni subjekti investiranja u kojima investitor poseduje značajan uticaj - moć da učestvuje u donošenju odluka o njihovoj finansijskoj i poslovnoj politici, ali ne i da ih u potpunosti kontroliše (kontrolisani entiteti - subsidijari konsoliduju se u potpunosti). Ipak, kao i kada je reč o kontrolnom odnosu, potvrđivanje značajnog uticaja grupe iziskuje razmatranje niza činjenica i okolnosti i u izvesnoj meri može biti predmet subjektivne interpretacije njenog rukovodstva.

Kako se povezivanje putem kapitala pojavljuje kao jedan od najčešćih vidova realizacije uticaja na ciljani entitet (bilo da je reč o značajnom uticaju, potpunoj ili zajedničkoj kontroli), Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja prepoznaju karakteristične „pragove“ vlasništva kao orijentacione kriterijume za klasifikaciju finansijskih ulaganja (koja će dalje opredeliti njihov računovodstveni tretman). U tom smislu, kada matično društvo drži preko 20% glasačke moći u ciljanom entitetu (uključujući i učešće koje ostvaruje indirektno, preko zavisnih društava) u načelu se smatra da ono poseduje značajan uticaj. Budući da je prelazak praga od 50% glasačkih prava indikativni signal kontrole, kao pridruženi entiteti označavaju se oni u kojima se vlasniško učešće investitora kreće u rasponu od 20 do 50 procenata.

Ipak, pretpostavke o jačini uticaja investitora zasnovane isključivo na njegovom vlasničkom učešću mogu biti oborive. Naime, druge činjenice i okolnosti mogu predstavljati čvrst dokaz da grupa, i pored neophodnog procenta vlasničkog učešća, zapravo ne ostvaruje značajan uticaj u ciljanom entitetu. To se može desiti u okolnostima u kojima se grupa odrekla svojih vlasničkih prava posebnim ugovorom zaključenim sa subjektom investiranja, kada je rukovodstvo grupe pokušalo ali nije uspelo da uđe u bord direktora entiteta u koji je investirano ili kada koncentrisano vlasništvo upravlja tim entitetom nezavisno od stavova ostalih investitora (Hoyle et al., 2011). Takođe, važi i obrnuto – značajan uticaj može postojati čak i kada je vlasništvo grupe manje od 20%. Pri tom, veličina vlasničkog učešća drugih investitora u ciljanom entitetu ne mora po pravilu biti ograničavajući faktor. U tom smislu, grupa može imati značajan uticaj nad subjektom investiranja

čak i onda kada drugi investitor(i) (koji ne pripadaju grupi) poseduju značajna ili većinska učešća u njegovom kapitalu. Osim stvarnih, potencijalna glasačka prava koja grupi mogu obezbediti dodatnu glasačku moć u ciljanom entitetu (ili pak umanjiti pravo glasa drugih strana) takođe se uzimaju u razmatranje (npr. opcije na akcije, dužnički instrumenti ili instrumenti kapitala koji se mogu konvertovati u obične akcije).

Kao i kada je reč o proceni kontrolnog odnosa, prilikom donošenja konačnih zaključaka o postojanju značajnog uticaja potrebno je detaljno razmotriti sve činjenice i okolnosti koje mogu biti relevantne. U tom smislu, neki od sledećih faktora mogu poslužiti kao dokaz značajnog uticaja (MRS 28, par. 6):

- prisustvo u relevantnom upravljačkom telu entiteta u koji je investirano;
- učešće u donošenju odluka o raspodeli dividende;
- postojanje materijalno značajnih transakcija sa entitetom u koji je investirano;
- deljenje rukovodećih lica i važnih stručnih informacija.

Zajednički poduhvati predstavljaju posebnu vrstu zajedničkih aranžmana, u kojima strane koje poseduju zajedničku kontrolu nad datim aranžmanom imaju prava nad neto imovinom tog aranžmana (MSFI 11). Kao identifikator zajedničkog aranžmana, zajednička kontrola predstavlja ugovorom definisanu podelu kontrole nad aranžmanom, uz dodatni zahtev da usmeravanje relevantnih aktivnosti ciljanog entiteta iziskuje jednoglasnu saglasnost strana koje dele kontrolu. Za razliku od potpune kontrole, koja jednom investitoru obezbeđuje moć da samostalno usmerava relevantne aktivnosti entiteta u koji je investirao, zajednička kontrola isključuje takvu mogućnost, zahtevajući da involvirane strane deluju zajednički (tj. da se međusobno saglase u donošenju odluke). Naime, strana sa zajedničkom kontrolom nad određenim aranžmanom može sprečiti bilo koju drugu stranu (ili više njih) da samostalno donosi odluke o relevantnim aktivnostima, bez njene saglasnosti.

Prilikom procene zajedničke kontrole, inicijalno se razmatra da li sve strane ili grupa strana kolektivno kontrolišu dati aranžman tj. da li u kolektivnom smislu imaju sposobnost da upravljaju relevantnim aktivnostima koje značajno utiču na prinose tog aranžmana. Preduslovi kontrole (MSFI 10, par. 7), u vidu postojanja moći investitora, njegovog prava (izloženosti) na varijabilne prinose od učešća u datom aranžmanu i sposobnosti da utiče na te prinose kroz moć koju poseduje, primenjuju se i ovde. Kada strane kolektivno kontrolišu određeni aranžman, zajednička kontrola postoji samo onda kada odluke o relevantnim aktivnostima iziskuju njihovu jednoglasnu odluku. U tom smislu, potrebno je razmotriti sve relevantne činjenice i okolnosti, što u izvesnim slučajevima može zahtevati i prosuđivanje rukovodstva. Na primer, u slučaju dva investitora sa jednakim vlasništvom i glasačkim pravima u ciljanom entitetu, ugovaranje 51% glasačkih prava kao uslova za donošenje odluka o relevantnim aktivnostima imalo bi za posledicu postojanje zajedničke kontrole nad datim aranžmanom.

Ugovorni aranžman, kao osnova zajedničkog aranžmana, uobičajeno definiše uslove učešća angažovanih strana u aktivnostima samog aranžmana, kao na primer (MSFI 11, par. B4):

- svrhu i trajanje zajedničkog aranžmana;
- način izbora članova upravljačkog tela;
- proces donošenja odluka o relevantnim i ostalim aktivnostima zajedničkog aranžmana;
- ulaganja koja se očekuju od strana u zajedničkom aranžmanu;
- način deljenja imovine, obaveza, prihoda, rashoda, dobitka i gubitka zajedničkog aranžmana.

Procenjujući prava i obaveze koje proističu iz ugovornog aranžmana, učesnici vrše klasifikaciju zajedničkog aranžmana, uzimajući u obzir strukturu i pravnu formu aranžmana, uslove koje su

strane dogovorile u ugovornom aranžmanu i ostale relevantne činjenice i okolnosti²⁰. Klasifikacija ugovornog aranžmana kao zajedničkog poslovanja (strane koje imaju zajedničku kontrolu imaju prava na imovinu i odgovornost za obaveze aranžmana) ili zajedničkog poduhvata (strane koje imaju zajedničku kontrolu imaju prava na neto imovinu aranžmana) opredeliće način njegovog obuhvatanja u finansijskim izveštajima. Učesnik u zajedničkom poduhvatu priznaje svoj udeo u zajedničkom poduhvatu kao finansijsku investiciju i odmerava je koristeći metod udela.

Finansijsko-izveštajne implikacije metoda udela. Kada investitor ima značajan uticaj na odluke o poslovnoj i finansijskoj politici entiteta u koji je investirao, smatra se da je on u izvesnoj meri odgovoran za performanse tog entiteta, a time i za sopstveni prinos po datom osnovu (zajednička kontrola može se takođe smatrati značajnim uticajem (Škarić Jovanović, 2014, str. 61)). Metod udela nastoji da uvaži ovu činjenicu, ali i da prevaziđe manjkavosti dividende kao indikatora performansi finansijskih ulaganja. Naime, shodno postulatima obračunskog računovodstva, investitor ostvaruje i priznaje dobitak u momentima u kojima dolazi do povećanja vrednosti njegove investicije, odnosno onda kada entiteti nad kojima ostvaruje značajan uticaj (ili zajedničku kontrolu) prikažu dobitak u svojim finansijskim izveštajima (dok gubitak smanjuje vrednost investicije). Primenjujući metod udela, investitor zapravo proširuje delokrug svojih finansijskih izveštaja, omogućavajući eksternim korisnicima više informacija o njegovoj neto imovini i rezultatu (MRS 28, par. 11).

Dividenda, pak, oslikava samo raspodeljeni deo zarade ovih entiteta tokom izveštajnog perioda. Okolnost da je donošenje odluke o raspodeli dividende u diskrecionoj nadležnosti vlasnika kompanije, pod značajnim uticajem i vlasnika same grupe kao investitora, kao i činjenica da se o raspodeli rezultata po pravilu odlučuje sa kašnjenjem u odnosu na period njegovog priznavanja, čine naplaćenu dividendu relativno slabim informacionim inputom za procenu očekivanih budućih performansi finansijskih ulaganja. Osim toga, izvesno je da iznos raspodeljene dividende ne predstavlja dovoljno pouzdan indikator performansi pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata. Primera radi, izostanak dividende može biti posledica tekućih gubitaka, ali i svesne odluke rukovodstva kompanije sa stabilnim pozitivnim performansama da akumulira dobit. Kako finansijski plasmani u pridružene entitete i zajedničke poduhvate ne podležu konsolidaciji, već se prikazuju kao jedinstvena stavka u konsolidovanom bilansu stanja, metod udela doprinosi unapređenju informacionog potencijala konsolidovanih izveštaja zahtevajući periodično aktueliziranje vrednosti ovih plasmana prema kretanju (grupi pripadajuće) vrednosti neto imovine pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata.

Kao što primećuje Nobes (2002), primena metoda udela materijalizuje se u „jednolinijskoj konsolidaciji“ neto imovine pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata u konsolidovanom bilansu stanja, umesto prikazivanja čistog troška sticanja za grupu, ali i umesto potpune konsolidacije pojedinačnih stavki njihove imovine i obaveza. Kao „specijalan postupak za procenjivanje učešća u društvima kapitala“ (Ranković, 1994, str. 132), metod udela i nije metod konsolidovanja, ali njegovo značenje ipak prevazilazi okvire puke metode odmeravanja finansijskih ulaganja (Ranković, 1994). Iako će finansijski plasmani grupe u pridružene entitete i zajedničke poduhvate inicijalno biti odmereni u visini njihove nabavne vrednosti, odnosno stvarnog troška sticanja, u svim narednim izveštajnim periodima njihova vrednost će biti prilagođavana kako bi se uvažio grupi pripadajući deo rezultata ili promena na kapitalu entiteta u koji je investirano.

Poseban informacioni doprinos metoda udela upravo se ogleda u pravovremenom usklađivanju vrednosti finansijskih plasmana grupe prema kretanju performansi njenih pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata. U tom smislu, grupi pripadajući deo dobitka (gubitka) biće priznat u konsolidovanom bilansu uspeha u periodu njegovog nastanka, istovremeno povećavajući (smanjujući) knjigovodstvenu vrednost finansijskog ulaganja u konsolidovanom bilansu stanja. Na

²⁰ O ovome videti detaljnije u MSFI 11.

sličan način biće uvažene i promene u ostalom ukupnom rezultatu, koje mogu nastati kao posledica revalorizacije i razlika u deviznim kursovima. U periodima raspodele dividendi, neto imovina pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata se smanjuje. Posledično, sticanje prava na dividendu u finansijskim izveštajima grupe kao investitora biće evidentirano kao alikvotno umanjeње knjigovodstvene vrednosti predmetnih ulaganja, uz odgovarajuću korekciju prihoda od učešća (budući da je ranije priznat pripadajući deo dobiti pridruženog entiteta ili zajedničkog poduhvata sada umanjeno za iznos raspodeljene dividende).

U periodima u kojima pridruženi entitet ili zajednički poduhvat ostvaruje gubitke, konsolidovanim finansijskim izveštajima biće obuhvaćen udeo grupe u tim gubicima, sve dok se knjigovodstvena vrednost finansijskog plasmana ne svede na nulu. Tom prilikom takođe se uzimaju u obzir i eventualna dodatna dugoročna učešća grupe u ovim entitetima, koja se mogu smatrati delom njene neto investicije (kao što su, na primer, dugoročna potraživanja za koja nije verovatno da će biti naplaćena u skorijoj budućnosti). Nakon što je vrednost finansijskog plasmana svedena na nulu, za eventualne dalje gubitke pridruženog entiteta ili zajedničkog poduhvata moguće je formirati rezervisanje, ali samo do iznosa za koji grupa kao investitor snosi pravnu ili konstruktivnu obavezu u tom smislu. Ukoliko pridruženi entitet ili zajednički poduhvat u budućim izveštajnim periodima počnu da ostvaruju dobitke, finansijski plasman u konsolidovanim izveštajima zadržava vrednost nula sve dok takvi naknadni gubici ne ponište sve nerealizovane gubitke (tj. gubitke koji nisu priznati nakon što je knjigovodstvena vrednost investicije svedena na nulu).

Iako sam po sebi ne predstavlja tehniku konsolidacije, izvesne sličnosti između primene metode udela u odmeravanju investicija grupe u pridružene entitete i zajedničke poduhvate i postupaka konsolidovanja subsidijara ipak postoje. Kao što primećuje Ranković (1994), okolnost da se konsolidovanim finansijskim izveštajima priznaju rezultati pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata, koji su pod uticajem kako odabranih računovodstvenih politika ovih entiteta, tako i njihovih eventualnih transakcija sa članicama grupe, iznedrila je potrebu za izvesnim korekcijama i usklađivanjima u primeni metode udela, nalik postupku konsolidacije.

U tom smislu, metod udela takođe pretpostavlja formalnu i materijalnu uporedivost finansijskih izveštaja grupe i njenih subjekata investiranja, zahtevajući jednoobraznost primenjenih računovodstvenih politika i jednakost izveštajnih perioda (tj. odgovarajuće korekcije i usklađivanja finansijsko-izveštajnih podataka pridruženih entiteta i zajedničkih podataka kada ovi uslovi nisu ispunjeni). Takođe, u slučaju realizovanih transakcija između grupe i njenih pridruženih entiteta ili zajedničkih poduhvata (koji imaju karakter transakcija „na dohvata ruke“), udeo grupe u dobitcima (gubicima) koje su ove transakcije prouzrokovale se eliminiše²¹, kao i grupi pripadajući deo nerealizovanih rezultata sadržanih u imovini koja je stečena kroz „uzvodne“ transakcije. Kada se takva imovina potroši ili proda na eksternom tržištu izvan grupe, dolazi do verifikacije transakcije prodaje i ostvareni rezultat priznaje se u celosti na konsolidovanom nivou. Kada realizovane „nizvodne“ transakcije dokumentuju da je došlo do umanjeња neto ostvarive vrednosti sredstva koje je grupa prenela pridruženom entitetu ili zajedničkom poduhvatu, takvi gubici će biti priznati u celosti u konsolidovanim finansijskim izveštajima. Ako je pak reč o „uzvodnoj“ transakciji, gubitak od umanjeња vrednosti pada na teret subjekta investiranja (kao prodavca) i grupa priznaje samo sopstveni udeo u takvom gubitku.

Ipak, za razliku od potpune konsolidacije, primena metoda udela nema za posledicu zasebno priznavanje i odmeravanje eventualnog gudvila ili dobitka od povoljne kupovine. U tom smislu, u momentu sticanja učešća u pridruženom entitetu ili zajedničkom poduhvatu, moguće razlike između troška sticanja i stečenog udela u fer vrednosti prepoznatljive stečene neto imovine biće pripisane knjigovodstvenoj vrednosti plasmana u konsolidovanim finansijskim izveštajima (ako je ostvaren

²¹ Kada „nizvodna“ transakcija uključuje sredstva koja čine poslovanje (u kontekstu MSFI 3), dobitak ili gubitak priznaju se u celosti u konsolidovanim finansijskim izveštajima (MRS 28, par. 31A).

gudvil), odnosno uključene u vidu prihoda prilikom određivanja učešća grupe u rezultatu subjekta investiranja na kraju prvog izveštajnog perioda (ako je ostvaren dobitak).

Osim kontinuiranog usklađivanja vrednosti u kontekstu primene metode udela, finansijska ulaganja u pridružene entitete i zajedničke poduhvate takođe će biti predmet periodičnog preispitivanja na obezvređenje. Razlozi koji mogu dovesti do trajnog gubitka vrednosti investicije uključuju, na primer, gubitke značajnijih kupaca, patenata ili drugih prava, značajnog narušavanja reputacije kompanije, tržišnih poremećaja i slično. U tom smislu, knjigovodstvena vrednost investicije koja je priznata u konsolidovanom bilansu stanja testira se kao jedinstvena stavka (koja može sadržati i eventualni gudvil), poređenjem nadoknadive vrednosti²² sa knjigovodstvenom vrednošću, kada postoje indicije o obezvređenju. Priznavanje gubitaka od obezvređenja pretpostavlja postojanje objektivnih dokaza da je do umanjenja vrednosti došlo (i to kao posledica događaja nakon datuma sticanja), kao i da se sledstveni uticaj na umanjenje očekivanih budućih tokova gotovine od date investicije može pouzdano odmeriti. Osim toga, neophodno je i da gubitak vrednosti bude trajnijeg karaktera, budući da se kratkoročne oscilacije (umanjenja) fer vrednosti entiteta u koji je investirano sa stanovišta metode udela zanemaruju (Hoyle et al., 2011).

Primeri objektivnih dokaza umanjenja vrednosti uključuju informacije o značajnim negativnim promenama u ekonomskom, tržišnom ili tehnološkom okruženju subjekta investiranja, njegove značajne finansijske poteškoće, visoku verovatnoću bankrota, značajan pad fer vrednosti investicije ispod originalnog troška sticanja i slično. Pomenuti dokazi ponovno se razmatraju na kraju svakog izveštajnog perioda. U slučaju da razlozi koji su usloveli priznavanje gubitka od obezvređenja finansijskog plasmana grupe prestanu da postoje (na primer, u slučaju nastupanja značajnih pozitivnih promena u ekonomskom, tržišnom ili tehnološkom okruženju subjekta investiranja), priznati gubitak od umanjenja vrednosti biće korigovan i to u meri rezultujućeg povećanja nadoknadive vrednosti investicije.

Iako ima potencijal da unapredi informacioni kapacitet konsolidovanih finansijskih izveštaja, pre svega pružanjem relevantnih i korisnih informacija o stvarnoj vrednosti investicija u pridružene entitete i zajedničke poduhvate, primena metoda udela u praksi može biti povezana sa izvesnim rizicima i slabostima. Pre svega, smatra se da određeni stepen subjektivizma u proceni postojanja značajnog uticaja (ili zajedničke kontrole) grupe kao investitora može biti zloupotrebljen za ciljano strukturiranje učešća u kapitalu entiteta od interesa, sa namerom da se isti drže izvan kruga za konsolidaciju ili pak predstave kao učešća koja imaju karakter „običnih“. Osim toga, postoje mišljenja da metod udela favorizuje tzv. vanbilansno finansiranje, budući da investitor ne prezentuje konkretnu imovinu i obaveze, odnosno poslovanja u koja je investirao, što dalje ima za posledicu prezentaciju nižeg stepena zaduženosti, viših stopa prinosa na imovinu i više zarade po akciji (Sekerez, 2020). U tom smislu, obelodanjivanja u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojačan uticaj nadzornih institucija pojavljuju se kao faktori od posebnog značaja.

Takođe, metod udela može imati negativan uticaj na prezentaciju tokova gotovine i likvidnosti investitora, budući da priznati prihodi od učešća najčešće neće biti praćeni jednakim prilivima gotovine na ime naplaćenih dividendi (Škarić Jovanović, 2014). U tom smislu, prezentovani profitni efekti ulaganja u pridružene entitete i zajedničke poduhvate u konsolidovanim finansijskim izveštajima mogu prouzrokovati neutemeljeno optimistične prognoze eksternih korisnika u pogledu neto priliva gotovine koje grupa po datom osnovu može očekivati u budućnosti. Osim toga, u okolnostima u kojima je konsolidovani rezultat predmet oporezivanja, manjkavosti metoda udela manifestovaće se i u podizanju poreske osnovice tj. nepovratnom odlivu na ime poreskih davanja (dok prihod od učešća u pridruženim entitetima i zajedničkim poduhvatima koji je predmet oporezivanja gotovo izvesno neće biti naplaćen u celosti).

²² Nadoknadiva vrednost predstavlja viši iznos između upotrebne vrednosti i fer vrednosti umanjene za troškove prodaje. Kada je nadoknadiva vrednost niža od knjigovodstvene vrednosti, smatra se da postoji gubitak od obezvređenja.

4. OBELODANJIVANJA U KONSOLIDOVANIM IZVEŠTAJIMA KAO IZVOR INFORMACIJA ZA PRIMARNE KORISNIKE MATICE

Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje predstavljaju nezaobilaznu determinantu ukupnog informacionog kapaciteta finansijskih izveštaja grupe. Prezentujući informacije o osnovama sastavljanja konsolidovanih izveštaja, korišćenim računovodstvenim politikama, detaljima u vezi sa stavkama imovine, obaveza, kapitala, prihoda, rashoda, komponenti ostalog ukupnog rezultata i tokova gotovine, kao i sve ostale, materijalno značajne, informacije o grupi kao izveštajnom entitetu, napomene proširuju delokrug finansijskih izveštaja, pomažući korisnicima da dokuče i razumeju ekonomske odnose i procese koji se nalaze „iza“ izveštajnih brojeva.

U tom smislu, rukovodstvo matice može koristiti obelodanjivanja kao svojevrsno sredstvo komunikacije sa postojećim i potencijalnim snabdevačima kapitala, umanjujući neminovnu informacionu asimetriju u pravcu privlačenja svežih finansijskih resursa, po prihvatljivim uslovima. Efektivna komunikacija u napomenama naročito podrazumeva njihovu maksimalnu orijentisanost ka korisnicima, uz težnju za izbegavanjem generičkih opisa i pukog kopiranja poznatog teksta Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja. Svakako, diskreciona prava rukovodstva u selekciji i dizajniranju obelodanjivanja mogu biti i predmet zloupotreba. U tom smislu, posebno je važna uloga eksternih revizora i ostalih nadzornih mehanizama, koji bi oportunistički nastrojeno rukovodstvo pozvali na odgovornost za prezentovana obelodanjivanja.

Obelodanjivanja koja se mogu smatrati posebno značajnim za eksterne korisnike, a koja se tiču važnih aspekata informacionog kapaciteta konsolidovanih finansijskih izveštaja obrađenih u prethodnim tačkama ovog poglavlja, izložena su u nastavku.

Obelodanjivanja u vezi sa konsolidovanim entitetima. Iako će konsolidovani finansijski izveštaji prikazivati finansijsku poziciju, rezultate i tokove gotovine grupe kao jedinstvenog ekonomskog entiteta, ne treba zaboraviti da je njihov primarni informacioni fokus okrenut prema postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i ostalim poveriocima matičnog društva. Stoga izveštaji grupe imaju za cilj da unaprede proces odlučivanja pomenutih korisnika, omogućavajući im da preciznije sagledaju i ocene iznose, dinamiku i neizvesnosti očekivanih budućih neto primanja gotovine u matično društvo, kako bi na osnovu toga sudili o isplativosti sopstvenih ulaganja u maticu i donosili relevantne odluke. Budući da će tokovi gotovine matičnog društva biti pod značajnim uticajem unutargrupnih transakcija i odnosa, čiji će finansijski efekti biti eliminisani u postupku izrade konsolidovanih finansijskih izveštaja i ostati izvan domašaja eksternih korisnika, napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje čine se dragocenim izvorom informacija u tom smislu.

Zahtevana obelodanjivanja u vezi sa zavisnim društvima grupe regulisana su tako da omoguće korisnicima da spoznaju i anticipiraju rizike kojima je matica izložena po osnovu svojih ulaganja u zavisna društva, uključujući i finansijske efekte ovih ulaganja na njen finansijski položaj, performanse i gotovinske tokove. U tom smislu, napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje pre svega se obezbeđuju detaljna obelodanjivanja u vezi sa granicama kruga za konsolidaciju. Budući da sama procena postojanja kontrole često može biti povezana sa značajnim, nekada i subjektivnim, rasuđivanjima i pretpostavkama, rukovodstvo obavezno obelodanjuje svoje ocene i pretpostavke, obrazlažući definisani krug konsolidovanja, odnosno razloge za uključivanje (i isključivanje) pojedinih entiteta, kao i sve relevantne promene u odnosu na prethodni izveštajni period.

Slučajevi u kojima je procena (ne)postojanja kontrolnog odnosa zasnovana na faktorima izvan klasične relacije „udeo u vlasništvu - glasačka prava - moć upravljanja relevantnim aktivnostima“,

posebno su značajni sa aspekta obelodanjivanja, naročito zbog toga što zaključci rukovodstva mogu biti zasnovani na činjenicama i saznanjima koji sami po sebi nisu uočljivi eksternim korisnicima. U tom smislu, rukovodstvo naročito obelodanjuje prosuđivanja i pretpostavke na osnovu kojih je zaključeno da matrica ne poseduje kontrolu nad subjektom investiranja u kojem drži (direktno i indirektno) preko 50 procenata glasačkih prava ili da kontrola postoji uprkos glasačkim pravima manjim od polovine, kao i da kontroliše entitet u koji uopšte i nije investirala (već kontrola proističe iz ugovora ili drugih prava). Osim toga, predmet obelodanjivanja biće i oni faktori na osnovu kojih je razmatrano da li matrica u ciljanom entitetu deluje u svojstvu principala ili je pak agent neke druge strane.

Kako bi se eksternim korisnicima konsolidovanih izveštaja omogućilo da razumeju strukturu grupe i posebno sagledaju u kojoj meri su vlasnici sa učešćima bez prava kontrole učestvuju u njenim aktivnostima i tokovima gotovine, napomenama se obelodanjuju nazivi i mesta sedišta zavisnih društava, iznosi udela koje učešća bez prava kontrole imaju u njihovom kapitalu (i obim glasačkih prava, ako se razlikuje), deo tekućeg rezultata koji pripada učešćima bez prava kontrole i ukupna učešća bez prava kontrole u zavisnom društvu na kraju izveštajnog perioda (MSFI 12, par. 12). Kao priznati suvlasnici kapitala na grupnom nivou, vlasnici učešća bez prava kontrole takođe će ostvarivati sva prava na raspodelu konsolidovanog rezultata (u načelu, iako konsolidovani rezultat formalno neće biti predmet raspodele), ostavljajući srazmerno manji deo na raspolaganju matičnom društvu. U tom smislu, obelodanjivanja ove vrste mogu pomoći korisnicima da revidiraju svoja očekivanja u vidu iznosa budućih neto primanja gotovine matičnog društva i biće posebno vredna u uslovima u kojima zasebni finansijski izveštaji subsidijara nisu javno dostupni.

Pomenute informacije obelodanjuju se za sve zavisne entitete čija se učešća bez prava kontrole mogu smatrati materijalno značajnim na nivou grupe. Osim toga, za ove entitete obelodanjuju se i sažete finansijske informacije o vrednostima njihove stalne i obrtne imovine, kratkoročnih i dugoročnih obaveza, prihoda, dobitka (ili gubitka) i ukupnog rezultata, kao i o iznosu dividende koja pripada učešćima bez prava kontrole (MSFI 12, par. B10). Vrednosti ovih stavki obelodanjuju se u punim iznosima, pre eliminisanja efekata unutargrupnih transakcija. U slučaju da su finansijski izveštaji subsidijara, koji su korišćeni u postupku konsolidacije, sastavljeni za period koji se razlikuje od izveštajnog perioda grupe, ta činjenica se posebno obelodanjuje, zajedno sa razlozima njihovog korišćenja i obuhvatom njihovog perioda izveštavanja.

Kada je matično društvo izloženo izvesnim ograničenjima da koristi imovinu ili izmiruje obaveze grupe, informacije o prirodi i razmerama ovih ograničenja zasebno se obelodanjuju. Takva ograničenja mogu biti zakonskog, ugovornog ili regulatornog karaktera i mogu imati za posledicu, na primer, limitiranje sposobnosti članica grupe da među sobom prenose gotovinu ili drugu imovinu, da isplaćuju dividende i raspodeljuju kapital ili da jedne drugima otplaćuju ili uzimaju kredite ili avanse. Na sličan način mogu delovati i zaštitna prava vlasnika sa učešćima bez prava kontrole, na primer, kada je njihova saglasnost neophodna za pristup imovini ili za izmirenje obaveza subsidijara. Budući da takva ograničenja imaju svoje implikacije na iznose, dinamiku i neizvesnosti očekivanih budućih tokova gotovine koje će prisvojiti matrica, a time i na procene, prognoze i odluke eksternih korisnika, pružanje informacija o njihovoj prirodi i finansijskim efektima smatra se posebno značajnim. U tom smislu, grupa zasebno obelodanjuje knjigovodstvene vrednosti svih stavki konsolidovane imovine i obaveza na koja se ova ograničenja odnose.

Obelodanjivanja o efektima poslovnih kombinacija. Imajući u vidu da rezultuju proširenjem postojećeg kruga za konsolidaciju, kao i da je odmeravanje njihovih finansijskih efekata povezano sa značajnim stepenom rasuđivanja i procena (pre svega zbog primarnog oslonca metode sticanja na koncept fer vrednosti), međunarodnom regulativom finansijskog izveštavanja definisana su obimna i detaljna obelodanjivanja u vezi sa poslovnim kombinacijama koje su realizovane kako tokom

samog izveštajnog perioda, tako i nakon njegovog završetka (a pre odobrenja konsolidovanih izveštaja za obelodanjivanje). U tom smislu, napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje obelodanjuju se sledeće informacije²³:

- naziv i opis stečenog subsidijara,
- datum kada je kontrola stečena,
- procenat stečenog učešća u kapitalu i procenat glasačkih prava,
- opis postupka sticanja kontrole i motiva grupe za sticanjem dotičnog subsidijara,
- opis faktora koji čine priznati gudvil (na primer, očekivane sinergije po osnovu integrisanja poslovanja stečenog subsidijara u grupu ili stečena neodvojiva nematerijalna imovina),
- ukupna fer vrednost prenesene naknade za sticanje kontrole,
- struktura fer vrednosti prenesene naknade, ukoliko se ista sastoji iz više različitih komponenti (na primer, gotovina, druga imovina, obaveza prenosa potencijalne naknade i slično),
- priznati iznosi (fer vrednost) prepoznatljive stečene imovine i preuzetih obaveza,
- priznati iznosi (fer vrednost) prepoznatljivih stečenih potraživanja, zajedno sa njihovim bruto ugovorenim iznosima i procenom naplativosti,
- iznos priznatog dobitka od povoljne kupovine i obrazloženje njegovog nastanka,
- priznati iznosi učešća bez prava kontrole u stečenom entitetu i način njihovog odmeravanja (u slučaju korišćenja fer vrednosti dodatno se obelodanjuju informacije o korišćenoj tehnici procene i ključnim inputima),
- fer vrednost na datum sticanja eventualnih ranije stečenih učešća u kapitalu dotičnog subsidijara i iznos eventualnog dobitka (gubitka) po osnovu njihovog ponovnog odmeravanja prilikom priznavanja efekata poslovne kombinacije realizovane u fazama,
- iznose prihoda i rezultata stečenog subsidijara koji su uključeni u konsolidovani izveštaj o ukupnom rezultatu i
- iznose prihoda i rezultata grupe za tekuću godinu kao da je datum sticanja za sve poslovne kombinacije realizovane tokom godine bio početak godine (osim kada tako nešto nije izvodljivo).

U slučaju da deo stečenog gudvila nije alociran na jedinicu koja generiše gotovinu na kraju izveštajnog perioda, on se obelodanjuje zasebno, zajedno sa razlozima takvog postupanja. Za poslovne kombinacije čiji finansijski efekti nisu pojedinačno materijalno značajni sa stanovišta konsolidovanih finansijskih izveštaja, zahtevana obelodanjivanja prezentuju se zbirno, pod uslovom da su takve poslovne kombinacije materijalno značajne u kolektivnom smislu.

Ukoliko su tokom izveštajnog perioda vršene korekcije koje se odnose na poslovne kombinacije realizovane kako u tekućem, tako i u svim prethodnim periodima, napomenama se posebno obelodanjuju informacije koje će pomoći korisnicima da ocene finansijske efekte i razumeju razloge takvih korekcija. Osim usklađivanja koja mogu nastati kao posledica nepotpunog početnog računovodstvenog obuhvatanja efekata poslovne kombinacije (u okviru dozvoljenog godišnjeg perioda prilagođavanja) ili ugovorene potencijalne naknade, korisnicima su od posebnog značaja obelodanjivanja u vezi sa usklađivanjem vrednosti prikazanog gudvila u konsolidovanim finansijskim izveštajima, na početku i na kraju izveštajnog perioda. U tom smislu, napomenama se prikazuju sledeće informacije²⁴:

- ukupan iznos i akumulirani gubici od umanjenja vrednosti gudvila na početku i na kraju izveštajnog perioda,
- iznos priznatih gubitaka po osnovu umanjenja vrednosti (obezvređenja) gudvila tokom izveštajnog perioda,

²³ Detaljniji prikaz videti u MSFI 3, par. B64.

²⁴ Detaljniji prikaz videti u MSFI 3, par. B67.

- dodatni gudvil koji je priznat tokom izveštajnog perioda,
- sve ostale promene knjigovodstvene vrednosti gudvila tokom izveštajnog perioda.

Kao imovina sa neodredivim vekom trajanja, koja nije zasebno prepoznatljiva i odvojiva od poslovanja, gudvil se odmerava pomoću rezidualnog pristupa i po pravilu testira na obezvređenje (umanjenje vrednosti) na godišnjem nivou. Smatra se da test obezvređenja gudvila može omogućiti rukovodstvu kompanije da eksternim korisnicima prenese vredne, privatne informacije, koje oni ne mogu samostalno opaziti na tržištu (Schatt et al., 2016). U vezi sa tim, osim priznatih iznosa gubitaka od umanjenja vrednosti gudvila tokom izveštajnog perioda, zasebno se obelodanjuju i svi iznosi storniranih gubitaka, uključujući i sledeće informacije (MRS 36, par. 130):

- okolnosti koje su dovele do priznavanja/storniranja gubitka,
- opis jedinice koja generiše gotovinu na koju je alociran gudvil,
- da li je nadoknadiivi iznos gudvila (jedinice koja generiše gotovinu na koju je alociran) njegova fer vrednost ili upotrebna vrednost,
- način odmeravanja fer vrednosti umanjene za procenjene troškove prodaje,
- diskontne stope koje su korišćene u proceni upotrebne vrednosti (tekuće i prošle).

Za svaku materijalno značajnu jedinicu koja generiše gotovinu, na koju je alociran stečeni gudvil, napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje posebno se navodi knjigovodstvena vrednost alociranog gudvila i svi detalji u vezi sa procenom nadoknativog iznosa jedinice. U tom smislu, napomenama se opisuju sve ključne pretpostavke rukovodstva koje su korišćene za potrebe projekcije tokova gotovine, način na koji su ove pretpostavke vrednovane, vremenski period za koji su rađene prognoze, stopa rasta koja je korišćena za ekstrapolaciju projekcije tokova gotovine nakon prognoziranog perioda i diskontna stopa koja je primenjena na projektovane iznose gotovinskih tokova (MRS 36, par. 134).

Ipak, savremena profesionalna računovodstvena regulativa ne zahteva od izveštajnih entiteta da eksplicitno obelodanjuju da li su akvizicije zaista i ispunile očekivanja rukovodstva kompanije (na primer, da li su očekivane sinergije ostvarene i u kojoj meri). Smatra se da bi takve informacije bile naročito korisne investitorima i poveriocima matice u njihovim procenama performansi grupe, omogućavajući im da izvode zaključke o tome koliko su njene akvizicije bile isplative i da li se stvarni troškovi sticanja subsidijara mogu smatrati razumnim. Na ovaj način, korisnici bi takođe imali na raspolaganju i validne dokaze na osnovu kojih bi rukovodstvo kompanije mogli da pozovu na odgovornost za njihove akvizicione odluke (IFRS Foundation, 2020).

Obelodanjivanja u vezi sa pridruženim entitetima i zajedničkim aranžmanima. Kako bi se korisnicima pomoglo da razumeju i ocene rizike povezane sa učešćima grupe u pridruženim entitetima i zajedničkim aranžmanima, kao i efekte ovih ulaganja na finansijski položaj i performanse na grupnom nivou, napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje obelodanjuju se sve značajne pretpostavke i rasuđivanja rukovodstva u vezi sa ovim učešćima, kao i čitav niz dodatnih pojašnjavajućih informacija. Na ovaj način mogu se prevazići izvesna ograničenja računovodstvenog prikazivanja pomenutih ulaganja kao jedinstvene stavke u konsolidovanom bilansu stanja, proširujući krug korisnih informacija o subjektima investiranja. Osim toga, insistiranje na transparentnim obelodanjivanjima svih procena koje je rukovodstvo grupe vršilo u vezi sa pomenutim ulaganjima može delovati kao „disciplinujući faktor“ i destimulisati ciljano strukturiranje transakcija grupe u pravcu namenskog isključivanja pojedinih entiteta iz kruga za konsolidaciju (na primer, držanjem učešća u njihovom kapitalu neposredno ispod granice od 50 procenata, kada drugi faktori zapravo mogu ukazivati na to da je reč o potpuno kontrolisanom entitetu).

Prosudivanja i pretpostavke rukovodstva tiču se pre svega razmatranja karaktera veze sa entitetom u koji je investirano, odnosno identifikacije značajnog uticaja ili zajedničke kontrole grupe u datom entitetu. Od posebnog značaja su situacije u kojima je rukovodstvo ocenilo da ne poseduje kontrolu iako drži više od polovine glasačkih prava, da ne ostvaruje značajan uticaj i pored 20 i više procenata glasačkih prava ili pak da značajan uticaj postoji bez obzira na udeo glasačkih prava ispod 20 procenata. Osim toga, za zajedničke aranžmane koji su strukturirani u vidu posebne finansijske strukture, rukovodstvo obelodanjuje faktore koji su razmatrani prilikom definisanja da li je dati aranžman zajedničko poslovanje ili zajednički poduhvat. U tom smislu, naročito je važno predočiti karakteristike pravnog oblika posebne strukture (da li stranama daje pravo na imovinu i odgovornost za obaveze povezane sa aranžmanom ili ne), uslove ugovornog aranžmana (da li je propisano da strane imaju prava na imovinu i odgovornost za obaveze povezane sa aranžmanom ili ne) i druge relevantne činjenice i okolnosti, koje bi mogle ukazati na to da su strane strukturirale aranžman tako da on u kontinuitetu zavisi od strana u pogledu izmirenja obaveza i da strane imaju značajna prava na sve ekonomske koristi od imovine aranžmana (MSFI 11, par. B33).

Napomene uz konsolidovane finansijske izveštaje sadrže informacije koje mogu pomoći eksternim korisnicima da sagledaju i ocene prirodu, obim i finansijske efekte učešća grupe u pridruženim entitetima i zajedničkim aranžmanima. U tom smislu, grupa obelodanjuje nazive i sedišta svih materijalno značajnih pridruženih entiteta i zajedničkih aranžmana, prirodu svojih odnosa i aktivnosti sa ovim entitetima, kao i iznose učešća u njihovom kapitalu koji joj pripadaju (i obim glasačkih prava, kada postoje razlike) (MSFI 12, par. 21). Za materijalno značajne pridružene entitete i zajedničke poduhvate posebno se obelodanjuje da li je u njihovom odmeravanju korišćen metod udela ili fer vrednost. U slučaju primene metode udela, kada postoje dostupne kotirane tržišne cene učešća grupe, grupa takođe obelodanjuje i fer vrednost svog učešća u ovim entitetima. Na ovaj način dodatno se proširuje informacioni kapacitet konsolidovanih finansijskih izveštaja, imajući u vidu da se metod udela, iako usmeren ka pravovremenom obuhvatanju promena vrednosti investicija grupe u pridružene entitete i zajedničke poduhvate, ipak zasniva na računovodstvenim podacima, koji nisu primarno dizajnirani da predstave stvarnu vrednost kompanije.

Takođe, zasebno se obelodanjuju iznosi primljenih dividendi od pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata tokom izveštajnog perioda, čime se omogućava korisnicima da steknu uvid u politiku raspodele ovih entiteta i da eventualno koriguju svoje procene neto primanja gotovine koje grupa može očekivati u budućnosti po osnovu ovih finansijskih ulaganja. Kako priznavanje prihoda prema visini grupi pripadajućeg rezultata (u slučaju primene metode udela) može kreirati izvesne probleme sa likvidnošću, s obzirom na malu verovatnoću naplate takvih prihoda u potpunosti, dodatno obelodanjivanje informacija o dividendama može unaprediti pouzdanost procena i prognoza korisnika i sačuvati ih preteranog optimizma u pogledu prinostnog potencijala datih investicija grupe (i rezultujućeg uticaja na njihove sopstvene prinose po osnovu ulaganja u maticu). U istom cilju grupa takođe obelodanjuje prirodu i obim mogućih značajnih ograničenja koja mogu limitirati sposobnost pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata da grupi isplaćuju dividende, ili pak otplaćuju kredite ili avanse. Takva ograničenja mogu poticati, na primer, iz zaključenih ugovora o zajmu ili zakonskih obaveza pomenutih entiteta.

Za sve materijalno značajne pridružene entitete i zajedničke poduhvate konsolidovanim finansijskim izveštajima biće obelodanjene i sažete finansijske informacije o njihovim aktivnostima i performansama, koje uključuju stalnu i obrtnu imovinu, dugoročne i kratkoročne obaveze, prihode, rezultat iz redovnog poslovanja, rezultat iz poslovanja koje se obustavlja, ostali ukupan rezultat i ukupan rezultat (MSFI 12, par. B12). Osim toga, za svaki materijalno značajan zajednički poduhvat dodatno se obelodanjuju iznosi gotovine i gotovinskih ekvivalenata, kratkoročnih i dugoročnih finansijskih obaveza, troškova amortizacije, prihoda i rashoda kamata, kao i troškova ili prihoda po osnovu poreza na dobit (MSFI 12, par. B13).

Obelodanjene sažete finansijske informacije o pridruženim entitetima i zajedničkim poduhvatima obuhvatiće ukupne vrednosti pomenutih stavki, sadržane u njihovim finansijskim izveštajima, a ne grupi pripadajući deo tih vrednosti. Finansijski izveštaji pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata predstavljaju polazni osnov za pripremu informacija ove vrste. Takođe, preuzete vrednosti moraju biti usklađene sa eventualnim korekcijama finansijsko-izveštajnih informacija koje su vršene u postupku primene metode udela (na primer, radi usklađivanja sa računovodstvenim politikama grupe ili izveštajnim periodom), tako da logički korespondiraju odmerenim vrednostima ulaganja u pridružene entitete i zajedničke poduhvate u konsolidovanom bilansu stanja. Kada su finansijski izveštaji pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata, koji su korišćeni za odmeravanje ulaganja grupe prema metodu udela, pripremljeni za različite izveštajne periode, grupa obelodanjuje razloge njihovog korišćenja i datume na koji su ovi izveštaji sastavljeni.

Prezentacijom dodatnih, sažetih, finansijskih informacija o finansijskoj poziciji i performansama pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata delimično se prevazilaze informacione manjkavosti odmeravanja ovih ulaganja metodom udela – tj. njihovog priznavanja u obliku jedinstvene stavke konsolidovanog bilansa stanja. Na ovaj način, korisnici ipak dobijaju mogućnost da steknu načelnu sliku o konkretnim imovinskim oblicima i poslovanjima u koja je grupa uložila svoje finansijske resurse, što im može pomoći da unaprede svoje procene očekivanih prinosa na ta ulaganja. Takva obelodanjivanja posebno su dragocena u okolnostima u kojima pojedinačni finansijski izveštaji pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata grupe nisu dostupni korisnicima.

Za investicije u pridružene entitete i zajedničke poduhvate koje se odmeravaju metodom udela, ali pojedinačno nisu materijalno značajne sa stanovišta konsolidovanih finansijskih izveštaja, obelodanjuju se zbirne finansijske informacije, zasebno prema kategoriji učešća. Takve informacije uključuju zbirnu knjigovodstvenu vrednost ovih ulaganja u konsolidovanim izveštajima, kao i zbirne vrednosti učešća grupe u sledećim nivoima rezultata pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata: rezultat iz redovnog poslovanja, rezultat iz poslovanja koje se obustavlja, ostali ukupan rezultat i ukupan rezultat (MSFI 12, par. B16).

Kada periodično usklađivanje vrednosti pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata koji ostvaruju kontinuirane gubitke rezultira svođenjem prvobitne knjigovodstvene vrednosti finansijskog ulaganja u konsolidovanim izveštajima na nulu, svaki nepriznati deo gubitka ovih entiteta obelodanjuje se u napomenama, kako na godišnjem nivou, tako i kumulativno. Imajući u vidu da će eventualni naknadni dobici ovih entiteta biti priznati u konsolidovanim izveštajima tek nakon pokrića svih ranije nepriznatih gubitaka, obelodanjivanja takvih gubitaka čine se posebno dragocenim za ocene i projekcije performansi ovih ulaganja.

Kako bi se korisnicima omogućilo da jasnije sagledaju rizike kojima je grupa izložena po osnovu investicija u pridružene entitete i zajedničke poduhvate, konsolidovanim finansijskim izveštajima zasebno se obelodanjuju eventualne obaveze koje grupa može imati prema svojim zajedničkim poduhvatima, koje su nastale ali još uvek nisu priznate na datum izveštavanja. Takve obaveze mogu se ticati potrebe za obezbeđivanjem dodatnih resursa ili finansiranja entitetu na koji grupa ostvaruje značajan uticaj (na primer, predviđenih ugovorima o osnivanju ili sticanju), ali i ugovorne obaveze sticanja vlasničkog udela druge strane u zajedničkom poduhvatu, u slučaju realizacije određenog budućeg događaja. Osim navedenog, takođe se zasebno obelodanjuju i sve potencijalne obaveze povezane sa učešćima u zajedničkim poduhvatima i pridruženim entitetima, osim ukoliko verovatnoća rezultujućih gubitka nije značajna. Budući da mogu izazvati potencijalne odlive gotovine ili drugih resursa na nivou grupe, a nisu vidljive kao zasebna stavka konsolidovanih finansijskih izveštaja, obelodanjivanjem nepriznatih obaveza korisnicima se omogućava da preciznije odmere očekivane rizike povezane sa poslovanjem grupe u budućnosti.

Ulaganje u subjekte investiranja sa ciljem ostvarivanja značajnog uticaja ili zajedničke kontrole nad njihovim poslovanjem često je motivisano potrebom olakšavanja ili intenziviranja poslovnih odnosa grupe sa ovim entitetima. Naime, grupa može imati interesa da deo svojih aktivnosti realizuje upravo kroz entitete koji neće biti kontrolisani u potpunosti. Ipak, u svetlu eksternog finansijskog izveštavanja, smatra se da „prisniji“ karakter veze koji donosi značajan uticaj grupe čini pridružene entitete i zajedničke poduhvate njenim povezanim stranama. Naime, i pored odsustva potpune kontrole, postoji uverenje da grupa kao investitor ipak ima na raspolaganju izvesne poluge uticaja kojima može upravljati cenama, uslovima i dinamikom transakcija koje su realizovane sa ovim entitetima. Na ovaj način, transakcije grupe sa njenim pridruženim entitetima i zajedničkim poduhvatima u osnovi imaju karakter kontrolisanih tj. transakcija „na dohvata ruke“. Budući da će finansijski efekti realizovanih transakcija grupe i njenih povezanih lica imati neposredan uticaj na finansijski položaj i performanse obe strane, regulativa finansijskog izveštavanja (MRS 24) nameće obimne zahteve za dodatnim obelodanjivanjima u vezi sa ovim transakcijama.

Naime, kada se ulaganja grupe u pridružene entitete i zajedničke poduhvate odmeravaju metodom udela, njihova prezentacija u konsolidovanom bilansu stanja svodi se na jedinstvenu poziciju u okviru dugoročnih finansijskih plasmana grupe, čija će vrednost biti periodično usklađivana kako bi se verifikovao grupi pripadajući deo promena vrednosti neto imovine subjekata investiranja na kraju perioda. Priznajući transakcije sa pridruženim entitetima i zajedničkim poduhvatima kao suštinski kontrolisane, metod udela zahteva isključivanje svih grupi pripadajućih rezultata koji su tokom izveštajnog perioda nastali po osnovu ovih transakcija, kao i eliminisanje nerealizovanih rezultata iz konsolidovane imovine koja potiče iz „uzvodnih“ transakcija sa ovim entitetima. U tom smislu, efekat transakcija sa ovim kategorijama povezanih lica na konsolidovani rezultat perioda biće apstrahovan. Ipak, zbog odsustva potpunog konsolidovanja finansijsko-izveštajnih stavki pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata na nivou grupe, vrednosti konsolidovanih potraživanja i obaveza na kraju izveštajnog perioda obuhvatiće i sva neizmirena salda koja nastaju kao posledica ovih kontrolisanih transakcija.

U tom smislu, napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje posebno se obelodanjuju sve informacije o prirodi transakcija sa pridruženim entitetima i zajedničkim poduhvatima, njihovoj vrednosti, iznosima salda rezultujućih potraživanja i obaveza, uslovima zaključenih ugovora, sredstvima obezbeđenja, datim i primljenim garancijama, kao i iznosima priznatih obezvređenja nenaplativih potraživanja i sa njima povezanim troškovima perioda (MRS 24, par. 18). Primeri transakcija koje će biti predmet obelodanjivanja uključuju kupoprodaju zaliha, nekretnina i ostale imovine, pružanje usluga, lizing, deljenje nalaza istraživanja i razvoja, licenciranje, finansijske aranžmane, garancije i sredstva obezbeđenja, kao i izmirenje obaveza jedne strane u ime i za račun druge. U cilju zaštite informacionih interesa eksternih korisnika, obelodanjivanje konstatacije da su se ove transakcije realizovale po cenama i uslovima koji su usklađeni sa principom „van dohvata ruke“ dozvoljeno je samo u slučaju da se tako nešto može potkrepiti čvrstim dokazima.

Na ovaj način, korisnici konsolidovanih finansijskih izveštaja stiču mogućnost da jasnije sagledaju finansijske efekte transakcija grupe sa njenim članicama „u širem smislu“, koje su zadržane izvan kruga za konsolidaciju, da bolje razumeju i pouzdanije ocenjuju šanse i rizike poslovanja u okviru grupe, kao i njihove očekivane efekte na kretanje budućih gotovinskih tokova u grupi.

IV KVALITATIVNA SVOJSTVA FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNIH INFORMACIJA O PERFORMANSAMA GRUPE PREDUZEĆA

1. KVALITATIVNE KARAKTERISTIKE FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNIH INFORMACIJA U FUNKCIJI ISPUNJENJA OPŠTEG CILJA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA

Opšti cilj računovodstva i finansijskog izveštavanja prepoznaje se u težnji za obezbeđenjem korisnih informacija za donošenje odluka. Imajući u vidu značaj ovih informacija za pojedinačne izveštajne entitete i njihove brojne stejkholdere, ali i tržišta kapitala i ekonomije širom sveta, ideja o pružanju korisnih inputa za ekonomsko odlučivanje utkana je u osnovne postulate savremene regulative eksternog finansijskog izveštavanja. Kao finansijski izveštaji jedinstvenog ekonomskog entiteta u formi grupe preduzeća, konsolidovani izveštaji primarno su namenjeni postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i ostalim poveriocima matičnog društva na čelu te grupe (mada mogu biti od značaja i za druge stejkholdere matice, kao i za stejkholdere subsidijara). Stoga se opšti cilj konsolidovanih finansijskih izveštaja može prepoznati u pružanju finansijskih informacija o grupi kao celini, koje će postojećim i potencijalnim snabdevačima kapitala njene matice biti korisne prilikom donošenja odluka investicionog karaktera, olakšavajući ili unapređujući njihove procene iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo, odnosno sopstvenih prinosa po osnovu ulaganja u maticu.

Od finansijskih izveštaja grupe očekuje se da pruže informacije o njoj finansijskoj poziciji, rezultatima njenog poslovanja i realizovanim tokovima gotovine, ukazujući na ukupne ekonomske resurse koji se nalaze pod kontrolom matičnog društva, bilo direktno ili indirektno, kao i na zahteve drugih strana u odnosu na te resurse i finansijske efekte njihovog angažovanja u izveštajnom periodu. Izvesno je da investitori i poverioci matice u formalnom smislu svoja potraživanja ne mogu vezivati za ekonomske resurse grupe. Ipak, omogućavajući procenu likvidnosti i solventnosti celine ekonomskog sistema kojim matica upravlja, njegovih potreba za dodatnim izvorima finansiranja u budućnosti, verovatnoće njihovog uspešnog pribavljanja i područja njihove upotrebe, takve informacije mogu pomoći primarnim korisnicima da jasnije sagledaju finansijsku poziciju same matice, njene snage i slabosti, kao i da preciznije predvide buduće poteze njenog rukovodstva. Osim toga, uvid u strukturu i rokove dospeća ukupnih izvora finansiranja grupe može unaprediti predviđanja očekivane alokacije njenih budućih tokova gotovine, potencijalno otkrivajući prioriteta područja njihove upotrebe, koja ne moraju nužno pripadati formalnim okvirima matičnog društva.

Pružajući uvid u rezultat poslovanja grupe u izveštajnom periodu, konsolidovani finansijski izveštaji obezbeđuju informacije o ukupnom prinosu koji je ostvaren angažovanjem celokupnih ekonomskih resursa pod kontrolom matice, ukazujući istovremeno i na uspešnost njenog rukovodstva u obavljanju dužnosti “domaćinskog gazdovanja” resursima koji su mu povereni na upravljanje (bilo direktno ili indirektno). Zajedno sa komponentama ukupnog prinosa i njegovim istorijskim trendovima, takve informacije smatraju se posebno podesnim za procenjivanje prošle i predviđanje buduće sposobnosti grupe da kroz svoje poslovanje nastavi da generiše neto prilive gotovine. Iako investitori i poverioci matičnog društva ne mogu polagati pravo na celinu rezultata koji je grupa ostvarila u izveštajnom periodu (pre svega u okolnostima u kojima postoje i učešća bez prava kontrole), smatra se da uvid u ukupnu zarađivačku moć grupe kao celine može unaprediti njihove procene zarađivačke sposobnosti matičnog društva, odnosno iznosa, dinamike i neizvesnosti realizacije prinosa po osnovu ulaganja u maticu. Tome dodatno mogu poslužiti i

informacije o ukupnim konsolidovanim tokovima gotovine, ukazujući na izvore priliva gotovine u grupi i načine njene raspodele između matičnog društva i njegovih subsidijara.

Inherentno subjektivni karakter koncepta korisnosti čini posebno važnim postojanje opšteg konsenzusa u pogledu informacionih dometa finansijskih izveštaja opšte namene. Nemogućnost razvijanja preciznih kvantitativnih merila dostignutog stepena korisnosti finansijskih informacija na nivou pojedinačnih izveštajnih entiteta usmerila je međunarodnu profesionalnu regulativu finansijskog izveštavanja u pravcu indikatora više deskriptivnog karaktera. U tom smislu, realizacija opšteg cilja finansijskog izveštavanja operativno je podržana konceptom kvalitativnih karakteristika finansijsko-izveštajnih informacija. Zapravo, reč je o njihovim specifičnim svojstvima za koja se može očekivati da će obezbediti najveći korisni potencijal za investiciono odlučivanje.

Razumevanje kvalitativnih karakteristika korisnih informacija pojavljuje se kao imperativ duž čitavog lanca eksternog finansijskog izveštavanja, budući da svi učesnici u tom procesu snose izvesnu odgovornost za praktičnu realizaciju njegovog opšteg cilja. Za kreatore računovodstvenih standarda, kvalitativne karakteristike, kao sastavni deo Konceptualnog okvira za finansijsko izveštavanje (IFRS Foundation, 2018a), predstavljaju bazični orijentir u reviziji postojećih i uvođenju novih zahteva za priznavanjem, odmeravanjem i obelodanjivanjem stavki u finansijskim izveštajima. Za rukovodstva izveštajnih entiteta, one su vodič u odabiru ponuđenih računovodstvenih alternativa i formulisanju računovodstvenih politika za (očekivano retke) situacije koje nisu eksplicitno regulisane zahtevima međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja. Za krajnje korisnike finansijskih izveštaja, one su preduslov ispravne interpretacije i ocene finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine izveštajnog entiteta, kao i uspešnosti rezultujućih investicionih odluka.

Prilagođavajući se iznova menjajućim zahtevima tražnje za finansijsko-izveštajnim informacijama, konceptualne postavke međunarodnih računovodstvenih standarda više puta su revidirane tokom istorije, od njihovog prvog objavljivanja 1989. godine. Aktuelna verzija Konceptualnog okvira za finansijsko izveštavanje (IFRS Foundation, 2018a) prepoznaje relevantnost i verodostojnu prezentaciju kao osnovne kvalitativne karakteristike finansijskih informacija, ističući da korisnost ovih informacija za odluke investitora i poverilaca može biti dodatno unapređena postizanjem njihove uporedivosti, proverljivosti, pravovremenosti i razumljivosti.

Fundamentalne kvalitativne karakteristike. Da bi se smatrale korisnim, informacije koje su prezentovane konsolidovanim finansijskim izveštajima moraju istovremeno posedovati dve fundamentalne kvalitativne karakteristike - biti relevantne i verodostojno oslikavati finansijski položaj, performanse i tokove gotovine grupe.

Relevantnost. Informacije koje pružaju konsolidovani finansijski izveštaji će se smatrati relevantnim ukoliko poseduju potencijal da oblikuju odluke i poteze investitora i poverilaca u vezi sa obezbeđenjem resursa matici od interesa, nezavisno od toga da li će ih oni zaista i koristiti u procesu odlučivanja, kao i da li su im takve informacije već bile poznate iz drugih izvora. U tom smislu, relevantne informacije o grupi preduzeća mogu pomoći njihovim ciljanim korisnicima da potvrde ili revidiraju prognoziranu iznos, dinamiku i neizvesnosti očekivanih budućih neto primanja gotovine u maticu od interesa i tako unaprede sigurnost sopstvenih investicionih odluka. Naime, relevantnost finansijsko-izveštajne informacije može poticati bilo iz njenog predikcionog potencijala, konfirmativne vrednosti ili pak oba ova svojstva istovremeno.

Informacija koja može poslužiti korisnicima u proceni mogućih ishoda prošlih ili sadašnjih događaja biće relevantna zbog svoje vrednosti predviđanja. Ipak, sama informacija ne mora nužno i biti procena ili prognoza da bi posedovala predviđačka svojstva, naprotiv. Ukoliko informacija

pomaže korisnicima da se uvere u osnovanost ranijih procena, pružajući dokaze koji će ove procene potvrditi ili opovrgnuti, njena konfirmativna vrednost učiniće je relevantnom za korisnike. Svakako, informacija može posedovati oba pomenuta svojstva istovremeno. Na primer, informacija o vrednosti i strukturi godišnjeg poslovnog prihoda na konsolidovanom nivou može poslužiti kako za predikciju budućih ostvarenja grupe, tako i za reviziju ranijih procena korisnika u tom pogledu.

Obezbeđenje relevantnih informacija u neposrednoj pripremi finansijskih izveštaja počiva na konceptu materijalnosti, naročito pri odabiru računovodstvenih alternativa, dizajniranju računovodstvenih politika za pitanja koja nisu eksplicitno uređena regulativom, kao i selekciji i prezentaciji obelodanjivanja u pratećim napomenama. Zapravo, koncept materijalnosti u osnovi predstavlja izveštajnom entitetu prilagođen „filter“ relevantnih finansijskih informacija. Stoga je ovaj koncept usko vezan za sam izveštajni entitet i ne može se univerzalno kvantifikovati. Naime, informacija se označava kao materijalno značajna ukoliko njeno izostavljanje, pogrešno prikazivanje ili prikrivanje može uticati na odluke primarnih korisnika finansijskih izveštaja (IFRS Foundation, 2018a, par. 2.11). U tom smislu, informacije koje su materijalno značajne (relevantne) za jedan entitet, ne moraju nužno biti i za druge izveštajne entitete.

Materijalni značaj informacije može poticati od njene prirode, vrednosti ili oba pomenuta svojstva. Na primer, informacija o periodičnom rezultatu tipično je relevantna nezavisno od njegovog iznosa. Istovremeno, postoje i takve informacije koje postaju relevantne samo u slučaju da se odnose na transakcije i događaje sa neuobičajenim vrednosnim efektima. Prilikom procene materijalne značajnosti posebno je važno imati na umu da zasebno beznačajne informacije o sličnim stavkama mogu postati relevantne za korisnike na agregiranom nivou.

Kako je primena koncepta materijalnosti u eksternom finansijskom izveštavanju u izvesnoj meri prepuštena diskreciji rukovodstva izveštajnog entiteta, posebna opasnost postoji od njegove zloupotrebe u cilju prikrivanja ili željenog uobličavanja prezentovanih informacija. Kada je o izveštavanju na konsolidovanoj osnovi reč, naročito je važno naglasiti da materijalni značaj ne sme biti korišćen kao opravdanje za izostavljanje pojedinih kontrolisanih entiteta iz kruga za konsolidaciju, kao ni za propuste u eliminaciji efekata unutargrupnih transakcija iz konsolidovanih izveštaja. Istovremeno, preterano uključivanje materijalno beznačajnih informacija u konsolidovane finansijske izveštaje (pre svega napomene) može umanjiti njihovu razumljivost i otežati korisnicima da uoče ključne determinante performansi i finansijskog položaja grupe i njene matice.

Verodostojna prezentacija. Zahtev za verodostojnom prezentacijom ekonomskih fenomena iziskuje od konsolidovanih finansijskih izveštaja da verno oslikaju set ekonomskih aktivnosti grupe, pažljivo definišući njene granice u odnosu na eksterno okruženje. U tom cilju, konsolidovanim finansijskim izveštajima prikazuju se ukupni resursi grupe, potraživanja drugih strana u odnosu na te resurse, kao i efekti transakcija i događaja koji su prouzrokovali njihove promene tokom izveštajnog perioda. Primarni fokus verodostojne prezentacije na ekonomsku suštinu (u odnosu na pravnu formu) dolazi do punog izražaja upravo na primeru grupe preduzeća koja, kao pravno nepostojeći subjekt, zapravo ne može biti vlasnik imovine, niti odgovarati za obaveze prezentovane njenim finansijskim izveštajima.

Potpuni i neutralni prikazi, bez grešaka, čine ideal verodostojne prezentacije finansijsko-izveštajnih informacija. Da bi se prezentacija finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine grupe smatrala potpunom, ona mora uključivati sve informacije koje su korisnicima neophodne za ispravno razumevanje pomenutih ekonomskih fenomena, kako u kvantitativnom smislu, tako i u pogledu dodatnih narativnih pojašnjenja. Ova pojašnjenja mogu uključivati značajne činjenice i faktore od uticaja na prirodu i kvalitet pojedinih izveštajnih stavki, kao i detaljniji prikaz procesa koji su korišćeni u njihovom vrednovanju. Sa stanovišta grupe, kao pitanje od posebnog značaja pojavljuje se potpunost kruga za konsolidaciju. Ciljano ili nehotično, izostavljanje kontrolisanih

entiteta iz konsolidacije direktno bi ugrozilo potpunost i kompromitovalo korisnost finansijskih informacija grupe.

Neutralnost finansijsko-izveštajnih informacija podrazumeva odsustvo subjektivizma rukovodstva izveštajnog entiteta u njihovom odabiru i prezentaciji. Budući da relevantne izveštajne informacije imaju kapacitet da utiču na odluke i ponašanje zainteresovanih investitora i poverilaca, njihova neutralnost ne može se tumačiti kao potpuno odsustvo uticaja na korisnike. Ipak, takav uticaj ne sme biti ciljano dizajniran od strane rukovodstva izveštajnog entiteta. Naime, zahtev za neutralnom prezentacijom finansijskih informacija treba da spreči rukovodstvo u namenskom dizajniranju i obelodanjivanju informacija u finansijskim izveštajima u pravcu izazivanja željenih reakcija ciljanih korisnika.

Sledstveno navedenom, smatra se da tradicionalni računovodstveni zahtev za opreznim odmeravanjem (ne precenjivanjem) imovine i (ne potcenjivanjem) obaveza, ne odgovara savremenom konceptu kvalitativnih svojstava korisnih finansijsko-izveštajnih informacija, budući da iste može učiniti pristrasnim interpretacijama rukovodstva kompanije. U tom smislu, opreznost jeste poželjna, ali u svetlu obazrivog ponašanja rukovodstva kompanije pri donošenju zaključaka i vršenju procena u uslovima neizvesnosti. Da bi zadržale neutralnost, oprezno odmerene stavke finansijskih izveštaja ne smeju biti niti potcenjene, niti precenjene, bez obzira da li je reč o imovini, obavezama, prihodima ili troškovima.

U konačnom, verodostojna prezentacija finansijsko-izveštajnih informacija takođe pretpostavlja odsustvo grešaka i propusta u izveštajnim stavkama i pratećim obelodanjivanjima, kao i samom procesu njihove pripreme. Značajan oslonac eksternog finansijskog izveštavanja na procene i rasuđivanja rukovodstva izveštajnih entiteta čini savršenu tačnost svojstvom koje se ne može očekivati od finansijskih informacija. Čak i u uslovima visoke neizvesnosti koji mogu pratiti proces odmeravanja izveštajnih stavki, smatra se da pružanje preciznih i jasnih pojašnjenja i opisa izvršenih procena podržava verodostojnu prezentaciju i čini izveštajne informacije korisnim za odlučivanje. Ipak, kompromis između fundamentalnih kvalitativnih karakteristika finansijskih informacija nekada će predstavljati neizbežan put unapređenja njihove sveopšte korisnosti. Na primer, u slučaju izrazito visoke neizvesnosti procene određene informacije koja poseduje najviši stepen percepirane relevantnosti, dozvoljeno je opredeliti se za informaciju koja može biti manje relevantna, ali istovremeno i izložena nižem stepenu neizvesnosti merenja.

Unapređujuće kvalitativne karakteristike. Kada finansijsko-izveštajne informacije predstavljaju relevantan i verodostojan prikaz finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine grupe, smatra se da će njihova korisnost za odluke snabdevača kapitala matičnog društva biti dodatno unapređena ukoliko su takve informacije ujedno i uporedive, proverljive, blagovremene i razumljive. Proces koji vodi ka postizanju unapređujućih kvalitativnih karakteristika finansijsko-izveštajnih informacija iterativnog je karaktera i ne prati unapred definisan redosled poteza. Na ovaj način, rukovodstvu izveštajnog entiteta ostavljen je izvestan manevarski prostor da samostalno prosuđuje o karakteristikama koje bi u datim okolnostima bile percepirane kao najviše korisne. U tom smislu, u cilju maksimiziranja upotrebne vrednosti prezentovanih informacija za krajnje korisnike, dozvoljeno je žrtvovanje jedne (ili više) unapređujućih kvalitativnih karakteristika, pod uslovom da takvo postupanje ne ugrožava sveukupnu relevantnost i verodostojnost prezentovanih informacija.

Uporedivost. Poznato je da investicione odluke postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i ostalih poverilaca matice u osnovi počivaju na njihovoj sposobnosti prepoznavanja najunosnijeg plasmana u datim okolnostima i pažljivom odabiru između mogućih investicionih alternativa. U tom smislu, osiguranje uporedivosti finansijsko-izveštajnih informacija različitih entiteta, kako međusobno, tako i tokom vremena, može olakšati proces investicionog odlučivanja, pomažući ulagačima da jasnije sagledaju opcije koje im stoje na raspolaganju i unaprede sigurnost sopstvenih

odluka o kupovini, prodaji ili držanju vlasničkih ili dužničkih instrumenata izveštajnih entiteta od interesa, odobrenju kredita i zajmova i definisanju njihovih uslova. Činjenica da se upravo uporedivost raspoloživih informacija o različitim poslovnim subjektima može prepoznati kao jedan od osnovnih motiva nastanka i razvoja međunarodne računovodstvene regulative, dovoljno govori o značaju ove kvalitativne karakteristike.

Uporedivost finansijsko-izveštajnih informacija u osnovi treba da pomogne zainteresovanim korisnicima da prepoznaju i razumeju sličnosti i razlike između analiziranih stavki finansijskih izveštaja različitih subjekata, ali i da sagledaju trendove razvoja finansijskog položaja i performansi izveštajnih entiteta u koje su investirali ili to planiraju. U tom smislu, neophodno je osigurati izvesnu doslednost u odmeravanju i prikazivanju finansijskih efekata sličnih transakcija i drugih događaja, kako vremenski, tako i prostorno. Zapravo, postizanjem uporedivosti finansijsko-izveštajnih informacija obezbeđuje se da „slične stvari izgledaju slično, a različite različito“ (IFRS Foundation, 2018a, par. 2.27). Kada su ekonomski fenomeni u finansijskim izveštajima prezentovani verodostojno, smatra se da oni takođe poseduju i svojstvo uporedivosti. Ipak, neizbežna prava izbora u finansijskom izveštavanju mogu imati negativan uticaj u tom smislu.

Kao unapređujuća kvalitativna karakteristika, uporedivost finansijsko-izveštajnih informacija nužno će biti podređena zahtevima relevantnosti i verodostojne prezentacije. Sledstveno tome, doslednost i uniformnost u odmeravanju i prikazivanju finansijskih efekata transakcija i drugih događaja biće poželjne u meri u kojoj povećavaju korisnost prezentovanih informacija. Naime, jasno je da bi savršeno uporedivi finansijski izveštaji opšte namene relativno lako mogli biti osigurani proklamovanjem uniformnog regulatornog okvira na globalnom nivou, te ukidanjem opcionih prava u priznavanju, odmeravanju i obelodanjivanju izveštajnih stavki. Ipak, izvesno je da bi takva uniformnost predstavljala čist promašaj sa stanovišta sposobnosti finansijskih izveštaja da relevantno i verodostojno prezentuju finansijski položaj, performanse i tokove gotovine širokog kruga različitih subjekata.

Istovetna logika može se prepoznati i na nivou pojedinačnih subjekata finansijskog izveštavanja. Formalno insistiranje na doslednoj primeni jednom usvojenih računovodstvenih politika vrlo lako može ugroziti realizaciju opšteg cilja finansijskog izveštavanja u okolnostima u kojima bi moguće alternative u odmeravanju i obelodanjivanju finansijskih efekata transakcija i događaja rezultirale informacijama većeg stepena korisnosti za snabdevače kapitala. Ipak, sporadične i neopravdano česte izmene računovodstvenih politika obično se neće smatrati opravdanim, naročito kada se takvi postupci mogu povezati sa težnjom za realizacijom etički upitnih ciljeva rukovodstva kompanije (kao što bi, na primer, bilo upravljanje visinom obelodanjenog periodičnog rezultata). Isto se može reći i za učestale izmene lokalne regulative u pogledu propisane forme finansijskih izveštaja opšte namene. U cilju očuvanja uporedivosti finansijskih informacija izveštajnog entiteta u uslovima izmene njegovih računovodstvenih politika, međunarodna regulativa finansijskog izveštavanja uobičajeno insistira na njihovoj retroaktivnoj primeni (osim kada tako nešto nije izvodljivo). Na ovaj način, teži se apstrahovanju čisto računovodstvenih uticaja na finansijski položaj, performanse i tokove gotovine izveštajnog entiteta, postizanjem takvog prezentacionog efekta kao da je nova računovodstvena politika zapravo primenjivana oduvek.

Očekivanja investitora i poverilaca matičnih društava u pogledu uporedivosti prezentovanih informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima moraju biti prilagođena prirodi grupe kao izveštajnog subjekta. Naime, izvesno je da se grupe mogu značajno razlikovati u pogledu broja članica, njihovih delatnosti, hijerarhijske strukture i međusobnih odnosa, što će se dalje reflektovati na razlike u njihovom finansijskom položaju i performansama. Osim toga, granice jedne grupe podložne su promenama, kao posledica sticanja ili gubitka kontrole nad pojedinim članicama tokom izveštajnog perioda, oblikujući krajnju vrednost prezentovanih konsolidovanih stavki. Iako će nesumnjivo narušiti uporedivost konsolidovanih informacija tekućeg i ranijih perioda, promptno

uvažavanje svih izmena u obuhvatu kruga za konsolidaciju od primarnog je značaja za relevantnost i verodostojnu prezentaciju finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine na nivou grupe.

Proverljivost. Poverenje postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala u verodostojnost i relevantnost prezentovanih finansijskih informacija čini se posebno važnim kada je entitet od interesa matično društvo, naročito u okolnostima brojnih i raznovrsnih subsidijara, lociranih u različitim jurisdikcijama, čije je efekte poslovanja na iznose, dinamiku i neizvesnosti očekivanih budućih neto primanja matičnog društva obično teško proceniti. Smatra se da proverljivost izveštajnih informacija može unaprediti poverenje korisnika finansijskih izveštaja, pomažući izveštajnom entitetu da umanjí percepirane izveštajne rizike i privuče neophodne izvore finansiranja po povoljnijim uslovima. U tom smislu, proverljivost prezentovanih izveštajnih informacija može unaprediti njihovu ukupnu korisnost, pomažući investitorima i poveriocima da svoje odluke o plasiranju resursa donose sa realnijim očekivanjima i više sigurnosti.

Smatra se da je koncept proverljivosti izveštajnih informacija zadovoljen ukoliko se različiti stručni i nezavisni akteri mogu složiti da prikazi rukovodstva u finansijskim izveštajima predstavljaju verodostojnu prezentaciju određenog ekonomskog fenomena. Kako su finansijsko-izveštajni prikazi često više rezultat procena i rasuđivanja rukovodstva, pre nego egzaktnih merenja, informacije koje su prezentovane u obliku raspona mogućih vrednosti, sa pripadajućim verovatnoćama realizacije, takođe mogu posedovati svojstvo proverljivosti (ukoliko postoji konsenzus u tom smislu).

Ipak, izvesno je da pojedina objašnjenja rukovodstva, kao i informacije o očekivanim budućim događajima po prirodi stvari ne mogu biti proverljivi u samom momentu njihovog obelodanjivanja, a nekada i uopšte. U takvim okolnostima potrebno je obezbediti detaljnu prezentaciju korišćenih pretpostavki, metoda i ostalih faktora i okolnosti koji su uticali na priznavanje i odmeravanje stavki koje ne poseduju svojstvo proverljivosti (tj. ne mogu se nezavisno verifikovati), kako bi se korisnicima omogućilo da razumeju njihov efekat na finansijsku poziciju i performanse izveštajnog entiteta i shodno tome prilagode svoje investicione odluke. U tom smislu, kao poseban faktor kredibiliteta finansijskih izveštaja opšte namene predviđena je njihova nezavisna eksterna revizija, obezbeđujući potvrdu spoljnjeg eksperta da u njima prezentovane informacije zaista odgovaraju ekonomskoj realnosti (ili ne). Značaj revizije konsolidovanih finansijskih izveštaja posebno izvire iz okolnosti da njihovi primarni korisnici najčešće nisu u poziciji da samostalno sude o proverljivosti i verodostojnosti u njima obelodanjenih informacija.

Blagovremenost. Blagovremeno obelodanjivanje relevantnih i verodostojnih informacija o aktivnostima i performansama grupe često će predstavljati ključ uspešnosti investicionih odluka postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva, naročito na razvijenim i efikasnim tržištima kapitala. Ipak, ne treba zaboraviti da su finansijski izveštaji u osnovi istorijskog karaktera i da u pogledu blagovremenosti često ne mogu parirati drugim, alternativnim izvorima informacija za tržište kapitala (kao što su, na primer, medijske objave i izveštaji finansijskih analitičara). Uostalom, izrazita pravovremenost i nije osnovni cilj eksternog finansijskog izveštavanja. U tom smislu, očekivanja primarnih korisnika u pogledu blagovremenosti obelodanjenih informacija u finansijskim izveštajima moraju biti prilagođena prirodi ovih izveštaja, odnosno specifičnostima računovodstvenog informacionog sistema na kojem se oni zasnivaju.

Kako su računovodstvena pravila priznavanja i odmeravanja finansijskih efekata transakcija i drugih događaja u finansijskim izveštajima jasna i nedvosmislena, eksplicitno propisujući uslove (momente) priznavanja imovine, obaveza, prihoda i rashoda, manevarski prostor rukovodstva za unapređenje blagovremenosti finansijsko-izveštajnih informacija može se prepoznati na području dodatnih obelodanjivanja. U cilju maksimiziranja ukupne korisnosti za investitore i poverioce, rukovodstvo promptno obelodanjuje sve činjenice i okolnosti koje su mu postale poznate do momenta odobrenja godišnjih finansijskih izveštaja, bilo da su one već uticale na performanse

izveštajnog entiteta, ili pak to mogu učiniti u budućnosti. Odlaganje obelodanjivanja, naročito takvih okolnosti i događaja koji mogu imati potencijalno negativne efekte na performanse, do momenta njihove realizacije i priznavanja u finansijskim izveštajima, može se tumačiti i kao sredstvo ciljane manipulacije rukovodstva, odnosno povod za eventualno pokretanje parnice oštećenih investitora i poverilaca. Iako se u načelu može smatrati da protokom vremena informacija gubi na korisnosti, treba imati u vidu da pojedine informacije, iako istorijske, dugo mogu sačuvati svojstvo blagovremenosti, čineći osnov za procenu trendova u finansijskoj poziciji i performansama subjekta od interesa.

Razumljivost. Upotreba konsolidovanih informacija kao inputa u donošenju odluka investicionog karaktera u prvom redu pretpostavlja njihovo ispravno razumevanje od strane ciljanih korisnika. U tom smislu, unapređenje razumljivosti prezentovanih informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima direktno unapređuje i njihovu korisnost. Ipak, treba imati u vidu da primarni korisnici finansijskih izveštaja i sami snose izvesnu odgovornost u tom smislu. Naime, regulativa eksternog finansijskog izveštavanja, sa primarnim ciljem obezbeđenja korisnih informacija za odluke investitora i poverilaca, pretpostavlja odgovarajući nivo edukacije ovih korisnika i njihovu dužnu pažnju pri analizi i upotrebi finansijsko-izveštajnih informacija. U tom smislu, za očekivati je da pojedini korisnici mogu imati poteškoća u razumevanju kompleksnih ekonomskih fenomena prezentovanih finansijskim izveštajima, kao i potrebu za angažovanjem profesionalnih savetnika i konsultanata. Tim pre ukoliko je reč o konsolidovanim finansijskim izveštajima, a naročito u okolnostima u kojima matica od interesa upravlja kompleksnim i diversifikovanim ekonomskim entitetom.

Prezentacija finansijsko-izveštajnih informacija može imati značajne efekte na njihovu razumljivost. Jasno i koncizno prikazivanje, opisivanje i klasifikovanje informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pratećim napomenama, uz adekvatan stepen agregiranja koji neće sakriti važne informacije (njihovim preteranim sažimanjem ili pak raščlanjavanjem) u tom smislu čine se poželjnim. Ipak, izvesno je da postoje i toliko kompleksni ekonomski fenomeni koje je nemoguće prezentovati na pojednostavljeni način. Iako bi njihovo izostavljanje moglo podići sveopštu razumljivost finansijskih izveštaja, ne treba zaboraviti da, iako složene, takve informacije mogu biti veoma relevantne za njihove primarne korisnike.

Osim unapređenja razumljivosti, efektivna prezentacija finansijsko-izveštajnih informacija takođe može unaprediti i njihovu uporedivost i doprineti verodostojnoj prezentaciji finansijskog položaja, performansi i tokova gotovine izveštajnog entiteta. Zapravo, veštom prezentacijom informacija, u zadatim okvirima regulative, rukovodstvo izveštajnog entiteta može značajno unaprediti korisnost obelodanjenih informacija. U tom smislu, fokus na informacije koje su specifične za izveštajni entitet, nasuprot generičkim opisima i poznatom tekstu računovodstvenih standarda, kao i težnja za izbegavanjem nepotrebnih dupliranja informacija u različitim delovima finansijskih izveštaja, smatraju se posebno efektivnim principima prezentacije.

U konačnom, ne treba zaboraviti da će troškovi pripreme i prezentacije finansijsko-izveštajnih informacija željenog kvaliteta takođe trasirati mogućnosti realizacije opšteg cilja finansijskog izveštavanja u praksi. Iako su razvoj informacionih tehnologija i mogućnost prenosa podataka u realnom vremenu doneli značajna unapređenja i uštede, finansijski izveštaji opšte namene još uvek nisu dostigli stadijum potpune kostjimizovanosti. U tom smislu, od njih se ne može očekivati da pruže informacije koje su u najvećoj mogućoj meri relevantne za sve korisnike. Nužna kompromisna rešenja biće upravo modelirana odnosom troškova i koristi eksternog finansijskog izveštavanja.

Poznato je da izveštajni entiteti ulažu značajno vreme i resurse u prikupljanje, obradu, verifikaciju, čuvanje i prezentaciju finansijsko-računovodstvenih informacija. Pomenuti troškovi, u konačnom,

padaju na teret ciljanih korisnika ovih informacija i materijalizuju se u smanjenim prinosima na njihova ulaganja. Osim toga, korisnici su izloženi i dodatnim troškovima ocene kvaliteta, analize i interpretacije finansijsko-izveštajnih informacija, bilo da to čine samostalno ili angažuju profesionalne savetnike. Kada su originalne informacije lošijeg kvaliteta, za očekivati je da prateći troškovi njihovog tumačenja rastu. Ukoliko izveštajni entitet propusti da prezentuje relevantne i verodostojne informacije koje su neophodne za ocenu njegove finansijske pozicije, performansi i tokova gotovine, korisnici će takve informacije morati da potraže iz drugih izvora, izlažući se dodatnim troškovima. Takođe, finansijsko-izveštajne informacije upitnog kvaliteta mogu rezultovati pogrešnim odlukama o alokaciji resursa, stvarajući gubitke izigranim investitorima i poveriocima.

Koristi od unapređenog kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija u osnovi se prepoznaju u smanjenju informacione asimetrije, povećanju sigurnosti ulaganja za investitore i poverioce, sniženju troškova pribavljanja kapitala za izveštajne entitete, efikasnijem funkcionisanju tržišta kapitala i unapređenju alokacije resursa u ekonomiji. Ipak, odmeravanje koristi i troškova eksternog finansijskog izveštavanja pitanje je profesionalnog rasuđivanja. U tom smislu, regulativa finansijskog izveštavanja trebalo bi da bude zasnovana na takvom procenjenom odnosu troškova pripreme i prezentacije pojedinačnih informacija i koristi od njihovog izveštavanja, koji bi u najvećoj mogućoj meri pomirio percepcije troškova i koristi različitih kategorija zainteresovanih lica, preko rukovodstva izveštajnih entiteta, korisnika finansijsko-izveštajnih informacija, revizora, istraživača, akademske zajednice i drugih lica.

2. INFORMACIONI RIZICI I POSLEDICE NARUŠENOG KVALITETA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA

Prikazujući finansijsku poziciju, performanse i tokove gotovine jedinstvenog ekonomskog entiteta, finansijsko izveštavanje o performansama grupe u načelu će se smatrati kvalitetnim u meri u kojoj pruža verodostojan odraz njene ekonomske realnosti. Nažalost, kvalitet finansijskih izveštaja ne može se smatrati unapred zagaranovanim svojstvom, čak i u uslovima primene Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, koji su promovisani kao siguran put ka obezbeđenju informacija najvećeg stepena korisnosti i prestižnog kvaliteta. Naprotiv, determinante kvaliteta finansijskog izveštavanja mogu se prepoznati kako na sistemskom, tako i na pojedinačnom nivou. Dok će opšti kvalitet celokupnog sistema finansijskog izveštavanja u jednoj jurisdikciji biti određen karakteristikama proklamovanog regulatornog okvira i snagom pratećih institucionalnih mehanizama koji bi trebalo da osiguraju njegovu verodostojnu i poštenu primenu u praksi obveznika finansijskog izveštavanja (o čemu je više bilo reči u tački 3 prvog dela disertacije), dostignuti stepen kvaliteta obelodanjenih finansijsko-izveštajnih informacija pojedinačnog entiteta u konačnom će zavisiti od motiva i poteza njegovog rukovodstva.

Zapravo, informacioni rizici finansijskog izveštavanja po pravilu su individualni i vezuju se za pojedinačne kompanije. Kao što primećuje Malinić (2009b, str. 156), investitorima koji su pretrpeli gubitke usled pogrešnih informacionih signala koje su emitovali finansijski izveštaji njihovih kompanija, neće predstavljati posebnu utehu saznanje da je kvalitet nacionalnog sistema finansijskog izveštavanja bio na visokom nivou. Ne treba zaboraviti da su veliki finansijski skandali, izazvani manipulacijama u finansijskim izveštajima kompanija koje su tada bile percipirane kao veoma uspešne, sa pozitivnim mišljenjem renomiranog revizora, upravo buknu li na razvijenim tržištima kapitala, sa visoko kvalitetnim sistemima eksternog finansijskog izveštavanja. Štaviše, treba imati u vidu da rukovodstvo izveštajnog entiteta uvek ima na raspolaganju mehanizme kojima može popraviti kvalitet obelodanjenih finansijsko-izveštajnih informacija, čak i onda kada lokalni regulatorni okvir nije usklađen sa "zlatnim standardom" korisnosti. Naime,

blagovremenim obelodanjivanjem svih relevantnih informacija u napomenama moguće je prevazići eventualne manjkavosti važeće računovodstvene regulative i kvalitet finansijskih izveštaja upodobiti stvarnim informacionim potrebama njihovih korisnika.

Poznato je da raznolikost i kompleksnost poslovnih aktivnosti privrednih subjekata čini nemogućim kreiranje savršeno determinističkih računovodstvenih pravila, kojima će se urediti sve moguće situacije i događaji u životu izveštajnog entiteta. U tom smislu, i najkvalitetniji regulatorni okviri finansijskog izveštavanja moraju predvideti odgovarajuća opciona prava u vrednovanju izveštajnih stavki, inkorporirajući izvesnu dozu subjektivizma kroz oslanjanje na procene i rasuđivanja rukovodstva kompanije. Insistiranjem na povećanim pratećim obelodanjivanjima u napomenama, korisnicima finansijskih izveštaja omogućava se da bolje razumeju efekte učinjenih procena i sude o njihovoj verodostojnosti, kao i pratećim efektima na finansijsku poziciju i performanse izveštajnog entiteta. Osim toga, nezavisna eksterna revizija, obavezna u slučaju konsolidovanih izveštaja, upravo je sračunata na to da se menadžerskim izjavama, materijalizovanim u obliku finansijsko-izveštajnih informacija, osigura neophodni kredibilitet.

Ponuđena prava izbora, rasuđivanja i procene inkorporirani su u računovodstvene standarde sa ciljem osiguranja neophodne fleksibilnosti regulatornog okvira i omogućavanja rukovodstvu kompanije da prenosi vredne, privatne signale o performansama i izgledima kompanije i da finansijsko izveštavanje maksimalno prilagodi stvarnim informacionim potrebama eksternih korisnika. Ipak, pomenuti faktori ujedno stvaraju i plodno tle za bujanje raznovrsnih informacionih rizika, omogućavajući oportunistički nastrojenom rukovodstvu da prilagodi ekonomsku realnost izveštajnog entiteta, kako bi finansijskim izveštajima bila prezentovana njena željena slika. U tom smislu, i najbolja računovodstvena regulativa može rezultovati finansijsko-izveštajnim informacijama lošeg kvaliteta, ukoliko se postojeći principi i standardi primenjuju neprofesionalno, tumače kreativno ili u potpunosti zaobilaze od strane računovođa i menadžera.

Istraživanja pokazuju da menadžeri dizajniraju strategije finansijskog izveštavanja na osnovu sameravanja očekivanih troškova i koristi potrebnih aktivnosti, čak i onda kada njihovo ponašanje nije motivisano etički upitnim pobudama (Durnev et al., 2017). Imajući u vidu da troškovi obezbeđenja finansijsko-izveštajnih informacija mogu biti značajni, rukovodstvo može odustati od napora na unapređenju kvaliteta konsolidovanih finansijskih izveštaja u okolnostima u kojima koristi od povećane transparentnosti, u vidu sniženih troškova pribavljenih izvora finansiranja, izostaju. Nizak kvalitet finansijskog izveštavanja u takvim okolnostima pojaviće se kao optimalan ishod na tržištu finansijsko-računovodstvenih informacija, na kojima nema (dovoljno) tražnje za informacijama prestižnih kvalitativnih svojstava. Štaviše, kada izveštajni entitet ne prikuplja izvore finansiranja na tržištu kapitala, rukovodstvo može koristiti dozvoljeni manevarski prostor u finansijskom izveštavanju kao sredstvo za realizaciju drugih ciljeva kompanije (na primer, kada postoji čvrsta veza poreskog i finansijskog izveštavanja). U tom smislu, računovodstveni izbori rukovodstva koji mogu ugroziti savršeno relevantnu i verodostojnu prezentaciju finansijske pozicije i performansi grupe u finansijskim izveštajima ne moraju po pravilu biti motivisani zloupotrebama. Štaviše, fina podešavanja obelodanjenih rezultata pomoću smišljene politike kreiranja i razlaganja latentnih rezervi, u cilju stabilizacije kratkoročnih oscilacija u performansama, mogu predstavljati podesno sredstvo za prenošenje dragocenih privatnih signala investitorima na tržištu. Svakako, informacioni rizici narušenog kvaliteta biće posebno opasni u slučajevima prevarnog finansijskog izveštavanja, kada rukovodstvo, bilo samostalno ili u dogovoru sa većinskim vlasnikom, svesno lažira finansijski položaj i performanse grupe kako bi ostvarilo sopstvene ekonomske interese, a na štetu drugih stekholdera.

Izvori informacionih rizika finansijskog izveštavanja o grupama. Zahvaljujući derivativnom karakteru konsolidovanih finansijskih izveštaja, manevarski prostor za ciljano oblikovanje prezentovanih informacija o grupi biće značajno širi nego u slučaju pojedinačnog preduzeća. Otuda

je finansijsko izveštavanje o performansama grupe povezano sa brojnim izvorima informacionih rizika. Poseban problem predstavlja okolnost da detekcija ovih rizika može predstavljati izazov posebne vrste, imajući u vidu srazmere koje grupe mogu poprimiti, kao i potencijalnu kompleksnost njihovih unutrašnjih struktura i internih odnosa članica. Stoga regulativa finansijskog izveštavanja uobičajeno predviđa obaveznu reviziju konsolidovanih finansijskih izveštaja. Međutim, ne treba zaboraviti da su i revizori, kao nezavisna stručna lica, takođe podložni subjektivizmu i oportunističkom ponašanju, te da uvek postoji izvestan stepen informacionog rizika koji se ne može u potpunosti otkloniti (o čemu najbolje svedoči primer nekada renomirane kompanije Enron i njene revizorske kuće Artur Andersen).

Informacioni rizici finansijskog izveštavanja o grupama mogu se prepoznati u svim fazama izrade konsolidovanih izveštaja: od pripreme pojedinačnih izveštajnih informacija matice i zavisnih društava (u izvesnoj meri i pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata), njihovog formalnog i materijalnog usklađivanja u postupku konsolidacije, definisanja obuhvata kruga za konsolidaciju, eliminacije finansijskih efekata internih transakcija, do neposrednog oblikovanja prezentovanih informacija na konsolidovanom nivou. Propusti da se bilo koja od pomenutih aktivnosti realizuje na način koji je isključivo usmeren ka obezbeđenju relevantnih i verodostojno prezentovanih informacija o grupi direktno umanjuju kvalitet konsolidovanih informacija, bez obzira na to da li su nastali usled slučajne greške, pogrešne interpretacije ili loše namere. Činjenica da izveštavanje o grupi počiva na izveštajnim informacijama njenih članica, na odgovarajući način usklađenim kako bi se grupa predstavila u formi jedinstvenog entiteta, čini vođenje bilansne politike u grupi veoma kompleksnim pitanjem.

Odsustvo formalne obaveze vođenja potpuno uniformnih računovodstvenih politika za potrebe izveštavanja na pojedinačnom nivou članica i globalnom nivou grupe kao celine praktično omogućava rukovodstvu matice da vodi različite strategije finansijskog izveštavanja širom grupe. U tom smislu, parcijalne bilansne politike (ali i smišljene manipulacije izveštajnim informacijama) mogu biti prilagođene različitim izveštajnim ciljevima. Imajući u vidu izvesne razlike u uobičajenim namenama konsolidovanih, u odnosu na pojedinačne izveštajne informacije, moglo bi se očekivati da strategija izveštavanja na konsolidovanom nivou bude motivisana komunikacijom rukovodstva matice i njenih postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala, kao i da parcijalnim strategijama izveštavanja na nivou članica budu fokusirani i neki drugi ciljevi (na primer, u vezi sa raspodelom i oporezivanjem dobiti). Ipak, drugačija rešenja su takođe moguća.

Kada su računovodstvene politike subsidijara prilagođene njihovim lokalnim izveštajnim ciljevima, rukovodstvo mora imati u vidu efekte koje će usklađivanje pojedinačnih informacija prema politikama grupe imati na konsolidovane finansijske izveštaje tj. realizaciju odabrane strategije izveštavanja na konsolidovanom nivou. Osim toga, ne treba zaboraviti i da će finansijske posledice unutargrupnih transakcija, koje mogu biti smišljeno strukturirane upravo sa ciljem oblikovanja finansijske pozicije i performansi članica grupe, na konsolidovanom nivou biti poništene odgovarajućim eliminacijama, a time i njihovi “dirigovani” efekti (osim ukoliko rukovodstvo ne koristi ove aktivnosti u cilju prevarnog finansijskog izveštavanja). Stoga je izvesno da uspešno vođenje bilansne politike u grupi podrazumeva pažljivo angažovanje rukovodstva matice na aktivnostima planiranja i kontinuiranog praćenja finansijske pozicije i performansi, kako na pojedinačnom, tako i na konsolidovanom nivou. Istovremeno, važno je primetiti i to da će, za oportunistički nastrojeno rukovodstvo, organizacija korporativnog entiteta u formi grupe preduzeća predstavljati posebno atraktivan poligon za prikriiveni kreativizam i prevarno izveštavanje.

Poznato je da upravljanje poslovnim i finansijskim politikama članica grupe predstavlja osnovnu manifestaciju matica/subsidijar odnosa. Izvesno je da dizajniranje unutargrupnih transakcija i događaja, pažljivo smišljeno zarad realizacije ciljeva grupe kao celine, ostavlja odgovarajuće posledice na finansijsku poziciju, performanse i tokove gotovine predstavljene finansijskim

izveštajima članica, uključujući i samu maticu. Uostalom, upravo se “iskrivljena” iskazna moć ovih izveštaja može prepoznati kao osnovni motiv konsolidacije. Ipak, čak i onda kada su svi “dirigovani” efekti pažljivo eliminisani u postupku konsolidovanja, ostavljajući “čistu” sliku grupe kao celine, rizik njenog odsupanja od ekonomske realnosti i dalje postoji.

Naime, manevarski prostor regulative finansijskog izveštavanja omogućava rukovodstvu da odgovarajućom interpretacijom i primenom računovodstvenih pravila fino podešava prezentovanu finansijsku poziciju i performanse u finansijskim izveštajima, premetanjem rezultata između pojedinih obračunskih perioda. Pri tom, treba imati u vidu da mogu postojati sasvim legitimna objašnjenja za različite solucije (Malinić, 2011). U tom smislu, odmeravanjem stavki nekretnina, postrojenja i opreme, određivanjem njihovog veka trajanja i izborom metoda otpisa, odabirom osnovice za vrednovanje zaliha, opredeljenjem sadržine cene koštanja i metoda za obračun vrednosti disponiranih zaliha, uticanjem na tajming i iznose otpisa sumnjivih i spornih potraživanja, formiranjem, ukidanjem i procenom visine rezervisanja, kapitalizacijom rashoda ili njihovim iskazivanjem kao rashoda perioda, klasifikacijom lizinga, razgraničenjem stvarnih od potencijalnih obaveza, poslovnih od neposlovnih prihoda, dugoročnih od kratkoročnih obaveza i sličnim aktivnostima, moguće je ciljano prilagođavati finansijsko-izveštajne informacije u pravcu pružanja željene slike, a sve pod okriljem formalno dopustivog računovodstvenog ponašanja.

Kada su važeća pravila regulatornog okvira u finansijskom izveštavanju primenjena sa namerom ciljanog oblikovanja izveštajnih informacija (čak i u dozvoljenim okvirima), dolazi do stvaranja latentnih rezervi i skrivenih gubitaka u finansijskim izveštajima. Iako će u oba slučaja prezentovana finansijska pozicija i performanse odstupati od ekonomske realnosti, produkujući informacione rizike za korisnike finansijskih izveštaja, tradicionalno se smatra da prisustvo latentnih rezervi ne mora nužno biti u koliziji sa kvalitetom finansijsko-izveštajnih informacija. Štaviše, kao što primećuju Stevanović i Malinić (2009, str. 80), nizak kvalitet finansijskog izveštavanja uobičajeno se “vezuje za računovodstvene trikove koji dominantno idu u pravcu prikazivanja precenjenog dobitka i povoljnijeg finansijskog položaja u odnosu na ekonomsku realnost”, dok “viši kvalitet imaju izveštaji koji su zasnovani na opreznom odmeravanju rezultata, razumnom potcenjivanju imovine, realnom iskazivanju obaveza i potpunom obelodanjivanju svih relevantnih događaja”.

U tom smislu, kao ostvareni ali neiskazani deo dobitka, razumne i računovodstvenim pravilima dozvoljene latentne rezerve mogu biti u funkciji stabilizacije kratkoročnih oscilacija u performansama, vođenja stabilne politike dividendi (sa odgovarajućim uticajem na tržišnu vrednost kompanije), sprečavanja podele fiktivnih rezultata, finansiranja profitabilnih investicionih projekata, povećavajući sigurnost kompanije i doprinoseći stvaranju vrednosti za vlasnike. Ipak, problemi mogu lako nastati u slučaju njihovog nekontrolisanog formiranja i razlaganja. Analizirajući obelodanjivanja o alokaciji kupovne cene u 456 poslovnih kombinacija, na uzorku od 1.420 listiranih matice u Evropi, za period 2004-2010. godina, Brahler i Schmidt (2014) nalaze brojne i značajne latentne rezerve u konsolidovanim izveštajima (sastavljenim u skladu sa MSFI), detektujući da se najveći iznosi skrivenih rezervi pojavljuju na pozicijama nekretnina, postrojenja i opreme, kao i da u pojedinim slučajevima njihove vrednosti dostižu čak 383% vrednosti ukupne imovine analiziranih kompanija.

Specifična organizaciona struktura grupe omogućava rukovodstvu da strategiju ciljanog upravljanja obelodanjenim performansama neposredno realizuje kroz mehanizme finansijskog izveštavanja matice ili njenih zavisnih društava. Imajući u vidu tehnike konsolidacije, svako računovodstvenim tehnikama isposlovano povećanje “pojedinačnih” rezultata (iz kojih su prethodno isključeni efekti realizovanih internih transakcija), pod ostalim nepromenjenim okolnostima neposredno će se odraziti i na povećanje rezultata grupe (naravno, važi i obrnuto). Kada se aktivnosti u grupi dominantno realizuju kroz poslovanje zavisnih društava, tako da je učešće matice relativno malo u ukupnim vrednostima konsolidovanih stavki, manevarski prostor može se iskoristiti upravo na

nivou subsidijara. Štaviše, kada je reč o multinacionalnim grupama, opredeljenje za subsidijare kao "poligon" upravljanja performansama grupe može biti posebno atraktivno, imajući u vidu očekivano slabiji nadzor revizora, regulatora i investitora matičnog društva nad finansijskim izveštavanjem subsidijara koji su locirani u drugim jurisdikcijama, pogotovo ukoliko nisu listirani na berzi. Osim toga, reputacione i pravne posledice kojima se rukovodstvo matice izlaže u slučaju otkrivanja propusta i prevara u finansijskom izveštavanju u takvim okolnostima očekivano će biti blaže nego u situaciji kada se malverzacije detektuju upravo na nivou same matične kompanije.

Beuselinck et al. (2019) istražuju ovo pitanje na uzorku velikog broja zavisnih društava iz 89 država i pokazuju da multinacionalne grupe, sa subsidijarima u jurisdikcijama izvan sedišta matične kompanije, primenjuju smišljene strategije upravljanja rezultatima tih subsidijara, u cilju podešavanja finansijske pozicije i performansi grupe u konsolidovanim izveštajima. U tom smislu, posebno su tagretirani subsidijari čija visoka integracija u grupi (usled većeg procenta vlasništva matice ili jače vertikalne integracije) olakšava uticaj na lokalno rukovodstvo, kao i zavisna društva locirana u jurisdikcijama čije institucionalno okruženje pogoduje manipulacijama u finansijskom izveštavanju.

Izvesno je da će se karakteristike institucionalnog okruženja, koje predstavljaju važnu determinantu kvaliteta lokalnih sistema finansijskog izveštavanja članica multinacionalnih grupa (kao što su stepen razvijenosti lokalnih tržišta kapitala, stepen zaštite investitora, vladavina prava i primena zakona u praksi) razlikovati, ostavljajući manju ili veću verovatnoću da ciljane "kreacije" u finansijskom izveštavanju ne budu detektovane i na odgovarajući način sankcionisane. Štaviše, čak i u slučaju grupa lokalnog karaktera, nadzor nad finansijskim izveštavanjem subsidijara može biti blaži nego u slučaju matične kompanije, naročito ukoliko je reč o kompanijama zatvorenog tipa, koje nisu listirane na berzi. Istraživanje koje su sproveli Beuselinck et al. (2019) pokazuje da multinacionalne grupe koriste razlike u institucionalnim karakteristikama jurisdikcija u kojima su locirani njihovi subsidijari kao arbitražne prilike. Naime, matične kompanije čija su sedišta registrovana u državama sa relativnom strogim nadzornim mehanizmima, koje su izložene visokim troškovima detekcije upravljanja performansama kroz finansijsko izveštavanje, prebacuju računovodstvena "podešavanja" na područje zavisnih društava u tolerantnijim institucionalnim okruženjima. Štaviše, kada dolazi do unapređenja kvaliteta lokalnih institucionalnih mehanizama matice, one promptno usklađuju svoje izveštajne strategije preseljavajući mehanizme upravljanja rezultatom na druge jurisdikcije (tj. subsidijare).

Istražujući da li institucionalne karakteristike subsidijara utiču na kvalitet finansijskog izveštavanja grupa koje su registrovane u Sjedinjenim Američkim Državama (i pod nadzorom njihove Komisije za hartije od vrednosti), na uzorku od 2.067 multinacionalnih grupa za period 1994-2009. godina, Dyreng et al. (2012) nalaze da se one grupe čije se poslovanje dominantno odvija kroz inostrane subsidijare locirane u jurisdikcijama sa slabijim pravnim sistemima više angažuju u upravljanju rezultatima, kao i da to čine upravo podešavajući finansijsko-izveštajne informacije tih subsidijara. U sličnom maniru, analizirajući uzorak velikog broja multinacionalnih grupa, registrovanih u 15 država sa najstrožim regulatornim zahtevima, Durnev et al. (2017) nalaze da je kvalitet finansijskog izveštavanja lošiji u slučaju grupa koje poseduju subsidijare u tzv. ofšor zonama, pokazujući da se, osim izbegavanja plaćanja poreza, kao važni motivi takvih aktivnosti pojavljuju i regulatorna arbitraža i uobičajena „tajnovitost“ ovih jurisdikcija, koja omogućava grupi da prikrije određene informacije o svom poslovanju i imovini.

U nastojanju da se prevaziđe uticaj latentnih rezervi i skrivenih gubitaka na kvalitet finansijskog izveštavanja, savremena računovodstvena regulativa sve više se okreće primeni fer vrednosti u odmeravanju stavki imovine i obaveza. Proponenti ovog koncepta prepoznaju informacione manjkavosti tradicionalne računovodstvene opreznosti, kao vodećeg principa u okviru računovodstva istorijskog troška, ističući da ona unosi pristrasnost u finansijsko izveštavanje i

izobličuje prezentovane stavke neto imovine i računovodstvenog rezultata. Istovremeno, smatra se da primena fer vrednosti obezbeđuje prezentaciju stvarnih (tržišnih) vrednosti (i promena u vrednostima) imovine, obaveza i kapitala, omogućavajući finansijskim izveštajima da pruže veran prikaz ekonomske realnosti izveštajnog entiteta, tj. prikažu njegovu stvarnu finansijsku poziciju na dan izveštavanja. Na ovaj način finansijsko izveštavanje poprima kvalitativne karakteristike koje su maksimalno usklađene sa informacionim potrebama investitora za aktuelnim, relevantnim i verodostojno prezentovanim informacijama za odlučivanje.

Ipak, uspešna primena računovodstva fer vrednosti nesumnjivo podrazumeva postojanje savršeno efikasnih i likvidnih tržišta, koja će pružati tačne signale o stvarnim vrednostima pojedinih stavki imovine i obaveza. Kako to često nije slučaj u praksi, imajući u vidu nedovoljnu likvidnost pojedinih tržišta, kao i činjenicu da za značajan broj izveštajnih stavki aktivna tržišta uopšte i ne postoje, utvrđivanje fer vrednosti imovine i obaveza (a time i kapitala) na neaktivnim i nelikvidnim tržištima zasnovano je na prosuđivanjima i procenama rukovodstva, čime se otvara pitanje mogućih zloupotreba i ciljanog uticaja na finansijsko izveštavanje. Kao što primećuje Malinić (2009a), ozbiljne teškoće odmeravanja fer vrednosti pomoću različitih tehnika procene kada tržište nije aktivno, bez obzira na to da li uočljivi tržišni inputi postoje (II nivo) ili ne (III nivo) otvaraju prostor za manipulacije (zbog kojih je računovodstvo istorijskog troška uostalom i bilo kritikovano kao neadekvatno). Ne treba zaboraviti ni to da menadžeri često mogu odustati od primene raspoloživih tehnika procene fer vrednosti (po pravilu veoma kompleksnih), u strahu od polaganja računa pred revizorima, regulatornim telima i sudovima.

Informacioni rizici povezani sa primenom koncepta fer vrednosti, posebno svojstveni finansijskom izveštavanju o performansama grupe, verovatno najviše dolaze do izražaja u neposrednoj primeni metode sticanja, odnosno inicijalnom i naknadnom odmeravanju gudvila stečenog u poslovnoj kombinaciji. Specifičnosti gudvila, kao nematerijalne imovine generisane plaćanjem premije na fer vrednost prepoznatljive stečene neto imovine subsidijara, koja se ne može prometovati pojedinačno, niti vrednovati zasebno od poslovne kombinacije u kojoj je nastala, neposredno su reflektovane u rezidualnom pristupu njegovom priznavanju i odmeravanju. Zahvaljujući kompleksnim zahtevima metode sticanja, čija primena počiva na neizbežnim i brojnim rasuđivanjima i procenama, često teškim za eksternu verifikaciju, diskrecioni prostor u računovodstvenom priznavanju i odmeravanju efekata poslovne kombinacije ni u kom slučaju nije zanemarljiv.

U tom smislu, informacioni rizici finansijskog izveštavanja o efektima sticanja kontrole u konsolidovanim finansijskim izveštajima mogu se prepoznati u sledećem:

- opredeljenje metode sticanja za koncept fer vrednosti (uz određene izuzetke, u skladu sa MSFI 3),
- prisustvo značajnog broja stavki koje je potrebno odmeriti u visini fer vrednosti na datum sticanja kontrole (prenesena naknada za sticanje kontrole, ranije stečena učešća u kapitalu stečenog entiteta koja pripadaju sticaocu, učešća bez prava kontrole u stečenom entitetu, prepoznatljiva stečena imovina i preuzete obaveze stečenog subsidijara),
- mogućnost da transakcija sticanja bude realizovana sa povezanim licem (čime prenesena naknada poprima karakter transferne cene),
- nepostojanje aktivnog tržišta za značajan broj stavki koje su predmet procene (što stvara potrebu za primenom kompleksnih tehnika procene fer vrednosti i često zahteva njihovo oslanjanje na neuočljive inpute procene),
- mogućnost zasebnog priznavanja stečene interno generisane nematerijalne imovine subsidijara (za očekivati je da visoka specifičnost takve imovine čini iskaze rukovodstva u vezi sa njenom fer vrednošću teško proverljivim, posebno zbog činjenice da takva imovina nije bila priznata u finansijskim izveštajima subsidijara),

- mogućnost rukovodstva matice da utiče na datum sticanja (a time i na fer vrednosti koje se odmeravaju na taj datum),
- mogućnost naknadnih korekcija vrednosti priznatih stavki u periodu prilagođavanja,
- potencijalna kompleksnost same transakcije sticanja (kao, na primer, u slučaju obrnutih sticanja ili kada postojanje ranijih odnosa između matice i novog subsidijara otežava precizno identifikovanje stavki koje su predmet poslovne kombinacije, omogućavajući manipulisanje pozicijama koje će biti uključene u obračun gudvila).

Izvesno je da stepen u kojem se finansijsko izveštavanje o efektima sticanja kontrole oslanja na procene i rasuđivanja rukovodstva matice ostavlja značajan prostor za greške i propuste. Osim toga, deluje da oportunistički nastrojeno rukovodstvo relativno lako može (zlo)upotrebiti postupak alokacije kupovne cene u poslovnoj kombinaciji da ciljano podešava vrednosti priznatih stavki prepoznatljive stečene imovine, obaveza, učešća bez prava kontrole i, u konačnom, gudvila (dobitka od povoljne kupovine). Pod ostalim nepromenjenim okolnostima, svako potcenjivanje stavki prepoznatljive stečene imovine imaće za posledicu to da srazmerno veći iznos prenesene naknade bude alociran na gudvil. Sličan efekat ima i odustajanje od zasebnog priznavanja prepoznatljive stečene nematerijalne imovine u postupku sticanja. Istraživanje Evropske savetodavne grupe za finansijsko izveštavanje (EFRAG, 2016a) pokazuje da se u periodu 2005-2014. godina ukupan iznos priznatog gudvila povećao sa 935 na 1,341 milijardi evra, sa rastom od 43%. Takođe, analiza Evropskog regulatora za hartije od vrednosti i tržišta (ESMA, 2014), koja je sprovedena na uzorku 66 realizovanih poslovnih kombinacija (56 emitenata) u 11 jurisdikcija Evropske unije tokom 2012. godine pokazala je da u 24% slučajeva nije priznata nikakva nematerijalna imovina zasebno od gudvila.

U tom smislu, moguće je da rukovodstvo ciljano potcenjuje fer vrednosti stečene imovine koja podleže amortizaciji, kako bi kroz umanjeње budućih troškova popravilo prezentovane performanse grupe u post-akvizicionom periodu (imajući u vidu da gudvil ne podleže amortizaciji). Shalev et al. (2013) pokazuju da će sklonosti ka takvom ponašanju rukovodstva biti naročito izražene kada su njihove kompenzacije uslovljene budućim rezultatima kompanije.

Diskreciona prava nekada mogu biti iskorišćena i za odustajanje od primene skupih i kompleksnih procesa alokacije kupovne cene u transakciji sticanja kontrole. O tome svedoči ranije pominjano istraživanje na uzorku 308 uspešno realizovanih poslovnih kombinacija u Australiji, tokom perioda 1998-2012. godina, koje je pokazalo da 42% analiziranih transakcija nije rezultovalo priznavanjem gudvila (Bugeja i Loyeung, 2015). U sličnom maniru, na uzorku listiranih kompanija iz Srbije, za period 2013-2016. godina, Spasić (2018) pokazuje da 67,44% analiziranih grupa ne priznaje gudvil u svojim konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Naknadno odmeravanje stečenog gudvila u izveštajnim periodima nakon akvizicije takođe je povezano sa značajnim informacionim rizicima i neizvesnostima. U nastojanju da se ograniče diskreciona prava rukovodstva u proceni korisnog veka upotrebe, savremena regulativa eksternog finansijskog izveštavanja ukida amortizaciju gudvila, opredeljujući se za periodično preispitivanje umanjenja njegove knjigovodstvene vrednosti. Ipak, postoji bojazan da je složenost vrednovanja gudvila u postupku sprovođenja testa na obezvređenje samo dodatno povećala informacione rizike i proširila manevarski prostor za moguće zloupotrebe.

Naime, odmeravanje sadašnje vrednosti stečenog gudvila u post-akvizicionim periodima uobičajeno počiva na očekivanim budućim potezima rukovodstva, uključujući kreiranje i izvršavanje strategija, kako na nivou grupe, tako i na pojedinačnom nivou njenih članica. Takva očekivanja po pravilu su eksterno neuočljiva i relativno teška za verifikaciju. Štaviše, propusti u ostvarivanju planiranih performansi usled kojih procenjena fer vrednost gudvila nije i potvrđena ex-post, vrlo lako mogu biti pripisani neočekivanim faktorima makroekonomskog okruženja, van kontrole rukovodstva

matičnog društva, pružajući pogodno opravdanje pred revizorima i regulatornim telima za odustajanje od obezvređenja gudvila (Ramanna i Watts, 2012).

Imajući u vidu prethodna razmatranja, činjenicu da informacije o umanjenju vrednosti gudvila mogu poslužiti eksternim korisnicima kao sredstvo nadzora rukovodstva (ocenu uspešnosti njihovih akvizicionih odluka), kao i podsticaje koji potiču od težnji za izbegavanjem kršenja ugovornih kovenanti, ostvarivanjem kompenzacionih planova, pozicioniranjem i vrednovanjem kompanije na tržištu, opravdano se može očekivati da rizik ciljanog upravljanja tajmingom i iznosom priznatih gubitaka od umanjenja vrednosti gudvila u konsolidovanim finansijskim izveštajima poprima značajnije srazmere. Nalazi brojnih empirijskih istraživanja potvrđuju informacione posledice materijalizacije rizika ove vrste, dokazujući strategije izbegavanja obezvređenja gudvila u praksi finansijskog izveštavanja o performansama grupe (Hayn i Hughes, 2006, Jarva, 2009, Ramanna i Watts, 2012, Filip et al., 2015, Li i Sloan, 2017, Glaum et al., 2018).

Ramanna i Watts (2012) analiziraju uzorak kompanija za koje postoje tržišni indikatori o umanjenju vrednosti gudvila i nalaze da u 69% analiziranih slučajeva gubitak od obezvređenja nije bio priznat u konsolidovanim finansijskim izveštajima. Hayn i Hughes (2006) i Jarva (2009) dokazuju da su gubici od obezvređenja gudvila uglavnom neblagovremeni i da kasne nekoliko godina za stvarnim pogoršanjem ekonomskih performansi. Do istih nalaza dolaze i Li i Sloan (2017), zaključujući da rukovodstvo zloupotrebljava svoja diskreciona prava u finansijskom izveštavanju kako bi odložilo trenutak kada će priznati obezvređenje gudvila, ali i da investitori na tržištu to ne prepoznaju, usled čega dolazi do privremenog preceñivanja tržišne vrednosti kompanije.

Iako nalazi empirijskih istraživanja jasno svedoče o tome da su manipulativne izveštajne strategije rukovodstva, materijalizovane kroz svesno odlaganje momenta priznavanja gubitaka od umanjenja vrednosti gudvila relativno česta praksa, postoje ograničeni dokazi o tome kako su takvi potezi prošli nadzor njihovih revizora. Filip et al. (2015) istražuju ovo pitanje na uzorku američkih grupa za period 2003-2011. godina i nalaze dokaze da se menadžment kompanija koje su propustile da priznaju stvarne gubitke od obezvređenja gudvila upušta u realne manipulativne aktivnosti, ciljano upravljajući tekućim tokovima gotovine kako bi opravdao svoje preterano optimistične biznis planove i projekcije, kao i rezultujuću odluku da ne obezvređi gudvil.

Naime, procene sadašnje vrednosti gudvila u postupku testiranja na obezvređenje uobičajeno počivaju na diskontovanim gotovinskim tokovima, projektovanim od strane rukovodstva kompanije. Kada su projekcije rukovodstva neosnovano optimistične, veštačko uvećanje tekućih gotovinskih tokova (kao polazne osnove za vršenje projekcija), može povećati njihov kredibilitet u očima revizora. Takav efekat može se postići minimiziranjem tekućih izdataka za istraživačko-razvojne aktivnosti, marketing, opšte i administrativne poslove, odustajanjem od investicionih ulaganja, prolongiranjem plaćanja obaveza, intenziviranjem naplate potraživanja i slično. Svakako, takvi potezi izlaze iz domena „računovodstvenih podešavanja“ i predstavljaju grubo kršenje regulatornih zahteva i dobre poslovne prakse. Filip et al. (2015) upravo pokazuju da kompanije kod kojih je postojala sumnja da odlažu obezvređenje gudvila imaju neuobičajeno visoke tekuće tokove gotovine kao posledicu ovih manipulativnih aktivnosti, ali i da su njihovi efekti na buduće performanse kompanije po pravilu negativni.

Osim toga, Filip et al. (2015) potvrđuju da su gubici od obezvređenja gudvila veliki i da nisu česti. U proseku, oko 65% kompanija koje priznaju obezvređenje priznaju jedan gubitak od obezvređenja u periodu od 3 godine nakon datuma sticanja i otpisuju 55% vrednosti gudvila sa početka perioda i to u jednoj iteraciji (9% vrednosti ukupne imovine na kraju prethodnog perioda). Ovi nalazi sugerišu da je priznavanje obezvređenja gudvila odlagano do momenta kada je postalo neizbežno, ali i da je povezano sa tzv. „big bath“ računovodstvenom strategijom. Naime, postoje indicije da će rukovodstvo imati tendenciju da kumulira značajnije iznose gubitaka od obezvređenja kako bi ih

jednokratno priznalo u onim izveštajnim periodima u kojima su rezultati inače neočekivano loši (bez pomenutih gubitaka) (Siggelkow i Zulch, 2013). Time se omogućava veštačko popravljjanje prezentovanih performansi kompanije u budućim periodima, uz signal investitorima da su poteškoće prevaziđene i da se može očekivati napredak.

Izvesno je da organizacija korporacije u formi grupe preduzeća stvara plodno tle za primenu manipulativnih strategija finansijskog izveštavanja, budući da „dirigovani“ računovodstveni (i ostali manipulativni) efekti mogu promaći nadzoru revizora, regulatornih tela i investicione javnosti, naročito kod multinacionalnih grupa, izrazitije geografske razuđenosti. U tom smislu, osim prezentovanim gudvilom u konsolidovanim finansijskim izveštajima, rukovodstvo matice može manipulirati i načinom preuzimanja i usklađivanja inicijalnih podataka članica grupe, eliminacijom efekata njihovih međusobnih transakcija i prezentacijom dodatnih informacija u napomenama uz konsolidovane finansijske izveštaje. Posebno atraktivnim pokazalo se i strukturiranje vlasničkih transakcija u okviru grupe, sračunato na veštačko podešavanje njenih granica, kako bi se određeni subjekti izostavili iz konsolidacije ili kako bi se u potpunosti negirao njihov status povezanih lica, pridruženih entiteta ili zajedničkih poduhvata. Beck et al. (2017) dokazuju da matična društva ciljano podešavaju svoja učešća u drugim entitetima koje efektivno kontrolišu, kako bi kroz strukturiranje učešća u kapitalu ispod „psihološke“ granice od 50% opravdala njihovo izostavljanje iz kruga za konsolidaciju, kao i da je leveridž značajna determinanta takvih aktivnosti, odnosno motiv da se dugovi entiteta u koji je investirano izostave iz konsolidovanih finansijskih izveštaja. Takođe, ne treba zaboraviti ni vertikalnu diversifikaciju grupe, odnosno mogućnost da se kroz osnivanje višestrukih subsidijara indirektno kontrolisanih od strane matice zapravo sakrije njen kontrolni uticaj, naročito kada se takvi subsidijari osnivaju u jurisdikcijama koje karakteriše nedovoljno transparentno izveštavanje o poslovnim subjektima (kao što su, na primer, poreski rajevi).

Posledice umanjenog kvaliteta finansijskog izveštavanja o grupama. Kao osnovni mehanizam umanjenja informacione asimetrije između rukovodstva kompanije i širokog kruga različitih interesenata, izvesno je da finansijsko izveštavanje mora biti zasnovano na načelima savesnosti i poštenja. U suprotnom, svakim udaljavanjem od verodostojne prezentacije relevantnih ekonomskih fenomena, finansijski izveštaji gube svoj osnovni smisao (propuštajući da obezbede korisne informacije za odlučivanje) i mogu postati svojevrsna alatka za realizaciju ličnih ciljeva užeg kruga dobro informisanih pojedinaca, na štetu drugih interesnih grupa. Dobro poznati međunarodni finansijski skandali po pravilu su bili praćeni ciljanim manipulacijama u finansijskim izveštajima (kao, na primer, u slučaju kompanija Enron, Parmalat, WorldCom²⁵), dokazujući da posledice takvih aktivnosti mogu biti devastirajuće po izveštajni entitet, njegove investitore i poverioce, finansijska tržišta i ekonomiju u celini.

Stoga je o štetnim efektima narušenog kvaliteta finansijskog izveštavanja o grupama oportuno suditi upravo kroz prizmu uticajnog dometa u njima prezentovanih informacija, odnosno ekonomskih odluka i aktivnosti koje će, makar i indirektno, biti uslovljene signalima finansijskih izveštaja grupe. Iako će srazmere mogućih posledica varirati prema stepenu distorzije finansijsko-izveštajnih informacija od ekonomske realnosti, donoseći kratkoročne koristi njihovim idejnim tvorcima, izvesno je da su u dugom roku posledice lošeg kvaliteta izveštavanja uvek negativne. Štaviše, najveće štete uobičajeno snose lica koja nisu bila neposredni akteri finansijskih prevara (Stevanović i Malinić, 2009, str. 83). Osim toga, zahvaljujući širokoj lepezi praktičnih upotreba finansijsko-izveštajnih informacija grupe, propusti u njihovom kvalitetu produkovaće i značajan broj indirektnih negativnih efekata, sa teško merljivim finansijskim posledicama, čineći ovo pitanje posebno delikatnim. Štete ove vrste uključuju gubitak poverenja ulagača na tržištu kapitala, umanjenje njegove efikasnosti i narušavanje stabilnosti finansijskog sistema.

²⁵ Videti više u: Malinić, 2009b.

Međunarodna profesionalna regulativa finansijskog izveštavanja fokusira postojeće i potencijalne investitore, zajmodavce i ostale poverioce matičnog društva kao primarne korisnike konsolidovanih izveštaja, prilagođavajući prezentovane informacije o grupi njihovim percepiranim informacionim potrebama. Opređenije Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja za snabdevače kapitala kao primarne korisnike finansijskih izveštaja opšte namene upravo je motivisano srazmerama informacionih rizika koji okružuju njihove investicione aktivnosti. Mereno veličinom izgubljenog ulaganja i očekivanih prinosa, kao i rezultujućim efektima na finansijska tržišta i ekonomiju, izvesno je da su štetne posledice narušenog kvaliteta finansijskog izveštavanja koje trpe investitori, a potom i kreditori, najveće (Stevanović i Malinić, 2009, str. 83).

Naime, iskrivljujući sliku o uspešnosti grupe i ekonomskoj snazi njene matice, kao i pratećim rizicima ulagača, propusti u eksternom finansijskom izveštavanju dodatno zaoštavaju problem informacione asimetrije. Ukoliko nisu blagovremeno prepoznati od strane korisnika, pogrešni informacioni signali finansijskih izveštaja grupe gotovo izvesno vode pogrešnim odlukama o alokaciji resursa, onemogućavajući investitore i poverioce da ispravno prepoznaju šanse i rizike na finansijskom tržištu, odnosno dobre i loše investicione prilike, ali i da adekvatno ocene uspešnost rukovodstva kompanije u stvaranju vrednosti za vlasnike. Finansijske posledice rizika negativne selekcije manifestovaće se u oportunitetnim troškovima boljih investicionih alternativa koje su ulagači imali na raspolaganju, ali su ih odbacili, propuštajući da ih detektuju kao takve. Osim inicijalnog ulaganja koje može biti nepovratno izgubljeno (bilo delimično ili u celosti) u slučaju likvidacije matičnog društva čije je rukovodstvo manipulisalo obelodanjenim informacijama, štete investitora i poverilaca matice mogu se prepoznati i u drugim, manje očiglednim, gubicima: izgubljenim prinosima u obliku neisplaćenih očekivanih dividendi i kamata, kao i kapitalnim gubicima u slučaju pada tržišne vrednosti akcija matične kompanije.

Ipak, ne treba zaboraviti da, osim neposrednih snabdevača kapitala matice, investitori i poverioci subsidijara takođe trpe rizike ove vrste. Naime, izvesno je da će inherentno slabija iskazna moć finansijskih izveštaja zavisnih društava, uslovljena samom prirodom matica/subsidijar odnosa, učiniti konsolidovane finansijske izveštaje neizbežnim izvorom informacija i za snabdevače kapitala ostalih članica grupe, makar za potrebe stvaranja šire slike o očekivanim budućim izgledima subsidijara od interesa i njegove pozicije u grupi. Kao “manjinski” ulagači sa stanovišta grupe, investitori i poverioci subsidijara posebno su izloženi rizicima prevarnog finansijskog izveštavanja i eksproprijacije, budući da se manipulisanje javno obelodanjenim informacijama o grupi često sprovodi u koordiniranoj akciji rukovodstva i većinskog vlasnika, naročito ukoliko je reč o matičnom društvu sa izrazito koncentrisanom vlasničkom strukturom.

Međutim, štetne posledice izigranog poverenja i promašenih investicija, uslovljenih lošim kvalitetom finansijsko-izveštajnih informacija grupe, nadilaze sferu investicionih portfolia i resursa njenih neposrednih snabdevača kapitala, pogađajući ne samo korporativne stejkholdere, već i društvo u celini. Pre svega, negativne posledice trpe sami izveštajni entiteti. U slučaju velikih finansijskih skandala, kompanije koje su manipulisale izveštajnim podacima najčešće su odlazile u stečaj nakon otkrivanja prevara u njihovim izveštajima, suočavajući se smenama rukovodstva, visokim kaznama i posebno pogubnim gubitkom reputacije. Ne treba zaboraviti i prateći rast troškova pribavljanja kapitala, kao i drastičan pad u tržišnoj kapitalizaciji. U slučaju kompanije Enron, koja je manipulisala obuhvatom kruga za konsolidaciju, nakon otkrivanja prevare došlo je do smanjenja u tržišnoj kapitalizaciji od čak 98%, uz gubitke u tržišnoj vrednosti kompanije od 20 milijardi dolara²⁶. Jasno je da u takvim okolnostima štete trpe svi stejkholderi, uključujući i poslovne partnere, zaposlene, sindikate, državne organe i regulatorna tela, finansijske konsultante i analitičare, rejting agencije, medije, kao i računovodstvenu profesiju.

²⁶ Videti više u Stevanović i Malinić, 2009.

Zahvaljujući direktnoj vezi eksternog finansijskog izveštavanja i tržišta kapitala, informacijski rizici i finansijski potresi pojedinačnog izveštajnog entiteta vrlo lako se prelivaju na tržište u celini, potencijalno kompromitujući ekonomske tokove u datoj jurisdikciji, a i globalno, naročito kada je reč o grupama preduzeća. Imajući u vidu ekonomsku snagu i internacionalnu zastupljenost grupa, kao i neraskidive međusobne odnose njihovih članica, štetne posledice propusta u finansijskom izveštavanju o performansama grupe mogu biti vrlo dramatične i dalekosežne. Kako je, prema podacima za 2019. godinu, 10 najvećih svetskih korporacija (grupa) prema visini ostvarenog prihoda zapošljavalo preko 6,4 miliona ljudi, kontrolišući imovinu u vrednosti od 4.102.098 miliona dolara i ostvarujući profite od 218.814 miliona dolara²⁷, dramatičnost potencijalnih posledica prevara u njihovom finansijskom izveštavanju ne treba posebno isticati. Stvarajući sveopštu atmosferu nepoverenja i nesigurnosti, finansijski slomovi uzrokovani manipulativnim finansijskim izveštavanjem lako mogu ugroziti i najrazvijenija tržišta kapitala, produkujući finansijske krize i poremećaje, uz prateće smanjenje investicionih aktivnosti, zaposlenosti i zarada, poreskih prihoda, društvenog proizvoda i sveopšte usporavanje privrednog rasta. U tom smislu, kao što primećuju Stevanović i Malinić (2009, str. 88), kvalitetni finansijski izveštaji vitalni su interes ne samo investitora i računovođa, već takođe i regulatornih tela i državnih institucija. Kao takvi, oni su posebno važni u jurisdikcijama sa tržištima kapitala u razvoju, budući da bez kvalitetnih informacija o ekonomskim entitetima nema transparentnosti i poverenja, a time ni investicija, niti razvoja privrede.

3. MOGUĆNOSTI SPREČAVANJA UZROKA KREATIVNE RAČUNOVODSTVENE PRAKSE U SISTEMU EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA O GRUPAMA

Pitanje kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija doživelo je svojevrsnu renesansu početkom XXI veka, sa velikim finansijskim skandalima koji su uzdrmali ne samo investiciju, već i širu javnost, jasno ukazujući na stepen kreativizma i prevara u finansijskim izveštajima tada renomiranih grupa preduzeća, ali i na devastirajuće posledice takve izveštajne prakse po izveštajni entitet, njegove vlasnike, kreditore i ostale stejkholdere, pa i ekonomiju u celini. Ipak, ne treba zaboraviti da je problem verodostojnosti eksternog izveštavanja duboko ukorenjen u samoj prirodi korporativnih entiteta, imajući u vidu superiorni informacijski položaj rukovodstva kompanije i njegov status angažovanog agenta, odgovornog za realizaciju ciljeva i stvaranje vrednosti za vlasnike. Stoga je izvesno da je kreativna računovodstvena praksa oduvek predstavljala primamljivu prečicu ka „ispunjenju ciljeva“, omogućavajući rukovodstvu da oblikuje prikaz finansijske pozicije i performansi izveštajnog entiteta u manjoj ili većoj meri, kako bi se javnosti poslala njihova željena slika, prikrilo stvarno stanje i (najčešće) zaštitili neposredni interesi rukovodstva.

Uostalom, i sama ideja o konsolidaciji finansijskih informacija matičnog društva i njegovih subsidijara upravo je nastala kao dovitljiva kreacija rukovodstva, sa namerom da se potencijalnim kreditorima prezentuje uverljivija slika ekonomske snage matice, kako bi se motivisali na nova ulaganja. Ipak, za razliku od konsolidovanih finansijskih izveštaja, kao nesumnjivo inovativnog i korisnog koncepta, istina je da kreativnost u finansijskom izveštavanju po pravilu ima izrazito negativnu konotaciju. Imajući u vidu širok spektar praktičnih upotreba finansijsko-izveštajnih informacija, motivi manipulacija mogu biti brojni, od ostvarivanja ličnih koristi menadžmenta i realizacije kompenzacionih paketa i bonus planova, preko uticaja na kretanje cene akcija na berzi, snižavanja troškova pribavljenih izvora finansiranja, upravljanja iznosima i tajmingom poreskih davanja, izbegavanja kršenja ugovornih kovenanti, ciljanog minimiziranja rezultata kako bi se izbegli pritisci vlasnika za raspodelom dividendi ili ciljanog uvećavanja rezultata kada postoje

²⁷ Prema podacima Fortune Global 500 liste za 2019. godinu; raspoloživo na <https://fortune.com/global500/>; preuzeto 15.07.2020. godine.

problemi u realizaciji postavljenih strategija, do prikrivanja monopolskog položaja na tržištu i slično. Imajući u vidu često uverenje da se finansijsko-izveštajne prevare „isplate, prilično ih je lako realizovati i nije verovatno da ćete u njima biti i uhvaćeni“ (Schilit, H., 2002, prema Malinić, 2008b, str. 189), ne iznenađuje konstatacija da će korisnici finansijsko-izveštajnih informacija verovatnije biti „šokirani (njihovom) verodostojnošću, nego zgroženi prevarama“ (Kane, 2004, str. 163).

Iako ciljane distorzije finansijsko-izveštajnih informacija od ekonomske realnosti mogu dovesti do prikrivanja i prolongiranja loših performansi izveštajnog entiteta, zaoštavajući njihove prateće negativne posledice, malo je verovatno da se propusti u finansijskom izveštavanju mogu proglasiti glavnim krivcem finansijskih slomova. Treba imati u vidu da je kriza kredibiliteta računovodstva i finansijskog izveštavanja bila čvrsto povezana sa pucanjem špekulativnih balona početkom XXI veka. Kao što primećuje Sundem (2003), dok je ekonomija bila u usponu, kvalitet finansijskog izveštavanja nije dovođen u pitanje. Zapravo, krahovi velikih finansijsko-izveštajnih manipulatora nastali su kao kombinovani efekat njihovih propusta na više frontova: u realizaciji postavljenih strategija, efektivnoj primeni mehanizama korporativne kontrole i eksternom finansijskom izveštavanju. Gotovo je izvesno da verovatnoća upotrebe računovodstvenog kreativizma rapidno raste sa približavanjem trenutka manifestacije neuspeha rukovodstva u dostizanju postavljenih targeta, postajući time sastavni deo njegove „krizne“ strategije. Kao odgovorno lice za kvalitet prezentovanih informacija o grupi, nad kojima ujedno ostvaruje i potpuni monopol, rukovodstvo matičnog društva evidentno predstavlja „najslabiju kariku“ u lancu eksternog finansijskog izveštavanja o grupama, čije ponašanje mora biti predmet pažljivog nadzora, kako od strane samih vlasnika, tako i opšte investicione javnosti.

Poznato je da su podsticaji za maksimiziranjem ličnog bogatstva, moralni propusti i slabi sistemi nadzora i kontrole nad aktivnostima top menadžmenta često isticali kao ključni faktori u velikim računovodstvenim skandalima. Ipak, kao što primećuju Grant i Visconti (2006), izvesno je da je zakonodavcima, regulatorima, pa i medijima daleko pogodnije da za finansijske krahe okrive nemoralne pojedince, nego sistematske institucionalne propuste. Iako se odgovornost rukovodstva ne može osporiti, ne treba zaboraviti i druge učesnike u lancu eksternog finansijskog izveštavanja, počevši od kreatora međunarodnih računovodstvenih standarda, lokalnih vlada i regulatornih tela, međunarodnih i nacionalnih profesionalnih organizacija, do samih računovođa i revizora, ali i finansijskih analitičara, pravnih i investicionih konsultanata i krajnjih korisnika izveštajnih informacija.

Imajući u vidu kompleksnost procesa finansijskog izveštavanja o performansama grupe, značajan broj i potencijalnu geografsku udaljenost involviranih lica u tom procesu, razlike u institucionalnim okvirima jurisdikcija u kojima su locirane članice grupe, kao i srazmere potencijalnih negativnih posledica njihovih orkestriranih finansijsko-izveštajnih prevara, više je nego očigledno da svi učesnici moraju preuzeti svoj deo odgovornosti u delu nadzora i prevencije kreativne računovodstvene prakse. Reč je o veoma kompleksnom i višedimenzionalnom problemu čije je uspešno prevazilaženje gotovo nemoguće bez sinronizovanih aktivnosti u svim segmentima finansijsko-izveštajnog lanca. U tom smislu, naponi na uspostavljanju i efikasnoj implementaciji globalnog standarda kvalitetne izveštajne prakse čine se krucijalnim, budući da bi parcijalna unapređenja, bilo da se odnose na pojedine segmente izveštajnog procesa ili pojedine jurisdikcije, sasvim izvesno ostavila prostor za arbitražne prilike i zloupotrebe.

U nastavku ćemo se ukratko osvrnuti na neke od najznačajnijih mehanizama prevencije kreativne računovodstvene prakse i razmotriti njihove domete u sistemu eksternog finansijskog izveštavanja o grupama.

Unapređenje efikasnosti mehanizama korporativnog upravljanja. Informaciona asimetrija i potencijalno divergentni interesi rukovodstva i vlasnika kompanije čine efikasno funkcionisanje mehanizama korporativnog upravljanja ključnim faktorom prevencije oportunističkog ponašanja menadžmenta, kako u upravljanju kompanijom, tako i u izveštavanju o finansijskim efektima preduzetih upravljačkih aktivnosti. Iako je agencijski problem dobro poznato pitanje još od prvobitne pojave korporativnih entiteta, finansijska kriza s' početka XXI veka iznela je na videlo slabosti tadašnjih rešenja i ukazala na potrebu za njihovim promptnim unapređenjem. Naime, postalo je očigledno da propusti u mehanizmima nadzora mogu značajno umanjiti efikasnost kompenzacionih paketa zasnovanih na performansama, omogućavajući rukovodstvu da diskreciona prava u finansijskom izveštavanju (zlo)upotrebi u prikrivenom, ciljanom upravljanju performansama kompanije, sa isključivom namerom uvećanja sopstvenog bogatstva, a na štetu vlasnika i ostalih stejkholdera. Imajući u vidu i čestu pasivnost odbora direktora, uslovljenu njihovom nedovoljnom ekspertizom, nedostatkom etike i morala ili pak njihovom zavisnošću od izvršnih rukovodilaca, nesposobnost vlasnika da blagovremeno detektuju manipulacije rukovodstva u finansijskom izveštavanju nije posebno iznenađujuća.

U načelu, osnovnim postulatima pozitivističke računovodstvene teorije u rešavanju agencijskog problema ne može se mnogo šta prigovoriti. Koncept nagrađivanja angažovanih rukovodilaca na osnovu opažljivih i merljivih ishoda njihovih upravljačkih aktivnosti (koji su, uz to, i pod njihovom kontrolom), podržan javno dostupnim, relevantnim, verodostojno prezentovanim i nezavisno revidiranim informacijama za verifikaciju takvih ishoda, evidentno ima potencijal da minimizira ukupne agencijske troškove. Ipak, u uslovima rastuće kompleksnosti poslovnih operacija savremenih kompanija i grupa, naročito intenziviranih procesima globalizacije i tehnološkog progresa, praćenje performansi angažovanog rukovodstva kroz finansijsko izveštavanje nesumnjivo postaje izazov posebne vrste, prerastajući nadzorne kapacitete pojedinačnih interesenata.

U nastojanju da se posledice finansijsko-izveštajnih prevara što efikasnije saniraju i predupredi mogućnost njihovog ponavljanja u budućnosti, naročito kada je reč o kompanijama od javnog interesa, regulatori širom sveta odgovorili su pooštavanjem propisa kojima se uređuje korporativno upravljanje, sa posebnim fokusom na jačanje odgovornosti, unapređenje kompetencija i nezavisnosti predstavnika vlasnika u upravljačkim telima i pojačanje internog nadzora upravo u sferi eksternog finansijskog izveštavanja. Karakterističan primer u tom smislu predstavlja američki Sarbanes-Okslijev zakon iz 2002. godine. Njime se, između ostalog, kao preventivne mere manipulativnog izveštavanja uvode individualna odgovornost izvršnog i finansijskog direktora za verodostojnost finansijskih izveštaja njihovih kompanija, uspostavljaju se jasna ovlašćenja i insistira na nezavisnosti komisije za reviziju, zabranjuju se pozajmice izvršnim rukovodiocima, uvodi odgovornost menadžmenta za uspostavljanje i primenu mehanizama interne kontrole, kao i dodatni zahtevi za podnošenjem izveštaja o korporativnom upravljanju i obelodanjivanjem transakcija sa akcijama realizovanim od strane rukovodećih lica, donose se odredbe za zaštitu prava uzbunjivača, propisuje obaveza menadžmenta da vrati primljene kompenzacije ukoliko se ispostavi da su one zasnovane na prevarnom finansijskom izveštavanju i predviđaju drakonske kazne za kršenje regulatornih propisa i prevarno finansijsko izveštavanje.

Nema sumnje da bord direktora mora štititi interese vlasnika i efikasno nadzirati izvršno rukovodstvo, između ostalog i kroz aktivnosti regularnog finansijskog izveštavanja. Ipak, profesionalna osposobljenost članova borda i njihova (ne)zavisnost od menadžmenta mogu značajno limitirati domete njihove kontrolne moći, naročito imajući u vidu da je odabir članova često prepušten diskreciji samog menadžmenta (uz formalnu saglasnostu vlasnika). U uslovima rapidnog porasta kompleksnosti finansijskih transakcija i regulatornih zahteva za finansijskim izveštavanjem, efikasan nadzor nad izveštajnom praksom menadžmenta postaje praktično nemoguć bez visokih računovodstvenih i finansijsko-izveštajnih kompetencija (koje, najčešće, i nisu svojstvene primarnim profesijama članova borda), ali i bez efikasnih internih kontrola. Skandali

izazvani prevarama u finansijskom izveštavanju nedvosmisleno su to potvrdili, ukazujući na potrebu za uspostavljanjem visoko stručne i nezavisne komisije za reviziju koja će se interno starati o očuvanju kredibiliteta procesa finansijskog izveštavanja, u interesu celokupne investicione javnosti. U tom smislu, komisija za reviziju (kao zasebna komisija borda direktora) nadgleda proces finansijskog izveštavanja u kompaniji i ocenjuje sadržinu finansijskih izveštaja, stara se o odabiru i primeni računovodstvenih politika, prati i revidira efikasnost sprovođenja internih kontrola, kao i rad interne revizije, sprovodi postupak izbora eksternog revizora i održava komunikaciju sa njim. Kompetencije članova komisije za reviziju i njihova suštinska nezavisnost od izvršnih rukovodilaca ključne su pretpostavke njihove efikasnosti u prevenciji kreativne računovodstvene prakse i prevarnog izveštavanja.

Uspostavljanje i efikasna implementacija internih kontrola u finansijskom izveštavanju imaju poseban značaj u organizacionoj strukturi grupe, s obzirom na okolnost da se agencijski problem i prateći rizik izveštajnih manipulacija pojavljuje kako na relaciji vlasnici/rukovodstvo matičnog društva, tako i na relaciji rukovodstvo matice/lokalni menadžment subsidijara. Kada je delatnost matice čisto upravljačka, tako da se poslovanje grupe dominantno odvija kroz zavisna društva, kao i kada postoji značajna geografska diversifikacija članica grupe, efikasan nadzor nad rukovodstvom subsidijara naročito mora podrazumevati kontinuirano praćenje njihovih aktivnosti od strane matičnog rukovodstva, kroz periodično interno izveštavanje o finansijskim efektima lokalnih transakcija. U cilju efikasne prevencije kreativne računovodstvene prakse lokalnih menadžera, funkcija interne revizije u grupi čini se posebno značajnom. U tom smislu, interni revizori moraju biti potpuno nezavisni od lokalnog rukovodstva i za svoj rad odgovarati menadžmentu matice. Takođe, ne treba zaboraviti ni moć korporativne kulture, čija izgradnja u pravcu negovanja zajedničkih vrednosti i težnji ka realizaciji ciljeva grupe kao celine može imati destimulišuće dejstvo na oportunističko ponašanje na lokalnom nivou.

Unapređenje procesa finansijskog izveštavanja i efikasnosti njegovog eksternog nadzora.

Harmonizacija računovodstvene regulative na međunarodnom nivou predstavlja dobro poznati mehanizam unapređenja kvaliteta finansijskog izveštavanja i prevencije kreativizma i prevara. Osim povećanja broja jurisdikcija sa obaveznom primenom Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja, od posebnog značaja je i njihovo dalje usklađivanje sa zahtevima američkih Opšte prihvaćenih računovodstvenih principa, kao i direktivama Evropske Unije. Ipak, ne treba zaboraviti da računovodstvena pravila čine samo jedan aspekt celokupne infrastrukture sistema finansijskog izveštavanja, te da puko uvođenje međunarodnih standarda uobičajeno nije dovoljno da osigura njihovu pažljivu primenu u praksi izveštajnih entiteta. Posebno su problematične okolnosti u kojima lokalna računovodstvena pravila nisu blagovremeno prilagođena i stavljena u funkciju obezbeđenja kvaliteta i efikasne primene međunarodne regulative.

Očigledno je da unapređenje procesa finansijskog izveštavanja mora obuhvatiti i prateće mehanizme u okviru ekonomske, pravne i političke infrastrukture u jednoj jurisdikciji, kojima će se rukovodstvo efikasno podstaći na kvalitetno i transparentno izveštavanje u javnom interesu. Ball (2001) primećuje da posebno motivaciono dejstvo u tom smislu ima rizik od tužbi za propuste i ciljane prevare u finansijskom izveštavanju. Stoga pomenuti autor kao primarni faktor unapređenja kvaliteta izveštavanja i prevencije prevara ističe upravo liberalizaciju propisa kojima se regulišu parnice za prevarno izveštavanje i mogućnost pokretanja tužbi oštećenih lica (pre svega investitora) protiv rukovodstva i revizora kompanije.

Postizanje globalnog standarda kvalitetne izveštajne prakse posebno je značajno za finansijsko izveštavanje internacionalnih grupa, budući da razlike u lokalnim regulatornim zahtevima i jačini institucionalnih mehanizama njihovih članica mogu biti vešto iskorišćene kao arbitražne prilike za izveštajne (a i ostale) manipulacije. Ipak, imajući u vidu srazmerno manji značaj kvaliteta izveštajnih informacija u jurisdikcijama sa nerazvijenim tržištem kapitala, kao i prateće troškove

njegovog unapređenja (na nivou regulatora, ali i pojedinačnih izveštajnih entiteta), izvesno je da apsolutna harmonizacija na svetskom nivou i potpuno eliminisanje šansi za kreativizam i računovodstvene prevare predstavljaju teško dostižni ideal.

Kontinuirano unapređenje i međusobno usklađivanje zahteva samih međunarodnih računovodstvenih standarda takođe mogu poslužiti kao efikazan mehanizam prevencije kreativizma i prevara. Iako je u istorijskom smislu „zatezanje obruča“ regulative i sužavanje prava izbora u finansijskom izveštavanju predstavljalo uobičajeni odgovor regulatora širom sveta na finansijske krize i prevare, ne treba zaboraviti da kompleksnost i raznovrsnost ekonomskih aktivnosti privrednih subjekata čini fleksibilnost računovodstvenih pravila i manevarski prostor u izveštajnoj regulativi neizbežnim. Štaviše, postoje dokazi da zaoštavanje računovodstvenih propisa, sračunato na minimiziranje manipulacija obelodanjenim izveštajnim informacijama, može imati i potpuno neočekivane (negativne) efekte.

Naime, Ewert i Wagenhofer (2005) pokazuju da će u uslovima pooštavanja zahteva računovodstvenih standarda rukovodstvo svoje „računovodstvene trikove“ supstituisati manipulacijama u sferi realnih aktivnosti kompanije. Usled navedenog, stroži računovodstveni standardi paradoksalno mogu rezultovati intenziviranjem ciljanih manipulacija obelodanjenim rezultatima u finansijskim izveštajima. Pomenuti autori pokazuju da će povećanje vrednosne relevantnosti računovodstvenih rezultata i jačanje njihove veze sa kretanjem cene akcija kompanije, kao posledica izmenjene regulative, uvećati marginalne koristi od upravljanja rezultatom. U takvim okolnostima, rukovodstvo kompanije postaje dodatno motivisano da obelodanjene rezultate ciljano oblikuje, ali sada kroz povećanje manipulacija realnim aktivnostima izveštajnog entiteta, uticanjem na tajming i vrstu njegovih realizovanih transakcija, čime se pozitivni kvalitativni efekti strože regulative u potpunosti poništavaju.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, nema sumnje da izmene računovodstvenih i izveštajnih zahteva moraju biti pažljivo i dugoročno planirane i implementirane. Osim toga, intervencije kreatora računovodstvenih standarda moraju biti isključivo motivisane unapređenjem kvaliteta izveštajnih informacija u interesu investitora, a ne pronalaženjem optimalnih rešenja koja će pomiriti konfliktne interese najmoćnijih globalnih igrača. U tom smislu, njihova politička nezavisnost čini se krucijalnom. Ishitrene reakcije i učestale promene međunarodnih standarda pod pritiscima pojedinih interesnih grupa ne mogu se smatrati poželjnim sa stanovišta opšteg unapređenja izveštajnog kvaliteta. Pažnja je podjednako neophodna i na nivou lokalne regulative, kojom se vrlo lako mogu poništiti sve kvalitativne prednosti implementacije međunarodnih standarda, ukoliko postoji njihovo neadekvatno razumevanje ili, još gore, poseban politički interes za njihovim derogiranjem u datoj jurisdikciji.

U težnji za unapređenjem računovodstvenih smernica međunarodnih standarda i potrebi da se maksimalno redukuje dopustivi manevarski prostor u izveštavanju, deluje da je računovodstvena profesija vremenom „pala u sopstvenu zamku“ (Malinić, 2010, str. 21). Naime, u nastojanju da se razviju što preciznija pravila za sve moguće situacije, računovodstveni standardi postali su previše kompleksni, obimni i teško razumljivi i za same računovođe, dodatno povećavajući verovatnoću njihove pogrešne implementacije, ali i mogućnost zloupotreba. Veliki finansijski skandali međunarodnih korporacija koji su obeležili početak XXI veka ukazali su ne samo na srazmere izveštajnih prevara, već i na značajne probleme u primeni tadašnje računovodstvene regulative. Posebno izazovnim pokazalo se izveštavanje na konsolidovanoj osnovi, a naročito pitanja kao što su definisanje matica/subsidijar odnosa, računovodstveno evidentiranje entiteta za specijalne namene, procena fer vrednosti izveštajnih stavki u uslovima kada ne postoje aktivna tržišta, kao i odmeravanje finansijskih instrumenata.

Kao odgovor na finansijsku i sveopštu krizu kredibiliteta računovodstva i finansijskog izveštavanja, Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) pristupio je kompletnoj reviziji standarda kojima se uređuje izveštavanje o performansama grupa preduzeća, ponudivši potpuno nov pristup u proceni postojanja kontrole, zajedničke kontrole i značajnog uticaja, ali i primetno proširujući zahteve za obelodanjivanjima. Iako je intencija Odbora bila da kroz oslonac na principe i pružanje detaljnih smernica za rasuđivanje u specifičnim situacijama olakša ispravno prepoznavanje zavisnih društava, pridruženih entiteta i zajedničkih poduhvata, te time predupredi računovodstvene manipulacije u izveštavanju o performansama grupe, izvesno je da izrazita kompleksnost novih računovodstvenih standarda²⁸ može otežati njihovu praktičnu primenu, a značajan obim rasuđivanja i procena u njihovoj implementaciji biti predmet kreativnih zloupotreba. Ništa manje zahtevnim čine se i računovodstvene smernice za obuhvatanje finansijskih efekata poslovnih kombinacija, kao i priznavanje i naknadno odmeravanje gudvila. Iako je reč o regulativi kojom se uređuju transakcije i događaji zavidnog stepena kompleksnosti, nema sumnje da su dalji naponi regulatornih organa neophodni u cilju pojednostavljenja instrukcija za njihovo računovodstveno evidentiranje.

Osim toga, ne treba zaboraviti i kumulativno dejstvo inoviranih standarda na povećanje zahtevanih obelodanjivanja u napomenama uz finansijske izveštaje. Iako se može očekivati da korisnici finansijsko-izveštajnih informacija visoko vrednuju sva obelodanjivanja o entitetu od interesa, princip „više je bolje“ kada je reč o napomenama može lako biti zloupotrebljen u cilju prikrivanja stvarnog finansijskog položaja i performansi, ali i sprovedenih manipulacija. U tom smislu, neophodno je veće insistiranje finansijsko-izveštajne regulative i revizora na ličnom rasuđivanju rukovodstva u pogledu primene principa materijalnosti. Unapređenje prezentacije i efikasne organizacije informacija u napomenama, sa fokusom na obelodanjivanja svojstvena izveštajnom entitetu umesto računovodstvene frazeologizme, može pomoći korisnicima da lakše identifikuju kreativnu računovodstvenu praksu i njene posledice na prezentovane izveštajne informacije.

Svakako, unapređenje kompetencija i veština računovodstvene profesije neizostavno mora pratiti izmene u poslovnom ambijentu i njima prilagođene računovodstvene inovacije. Olako proglašena jednim od glavnih krivaca velikih finansijskih prevara i računovodstvenih skandala, profesija je doživela veliki gubitak kredibiliteta početkom XXI veka i to ne u potpunosti svojom krivicom. Izvesno je da savremeni uslovi poslovanja pred računovođe postavljaju iznova nove i sve zahtevnije izazove, imajući u vidu rastuću kompleksnost ekonomskih aktivnosti, složenost međunarodnih standarda, njihove relativno česte inovacije i sve obimnije zahteve za obelodanjivanjima. Istovremeno, ne treba zaboraviti ni činjenicu da je dugogodišnja recesija stvorila ozbiljne pritiske u pravcu minimiziranja troškova finansijskog izveštavanja i revizije, što je nesumnjivo ostavilo svoj odraz na dostignuti stepen izveštajnog kvaliteta, ali i status računovođa kao ljudskog resursa koji sve više tretira kao trošak koji se mora smanjiti, a sve manje kao vredna investicija koja stvara vrednost za vlasnike. U tom smislu, promovisanje visoke kompetentnosti, integriteta i objektivnosti računovodstvene profesije, njihovo profesionalno licenciranje i kontinuirana edukacija čine se posebno značajnim. Kao što primećuje Sundem (2003), prevencija kreativne računovodstvene prakse počinje još na fakultetu, obrazovanjem računovođa koje forsira razvijanje sposobnosti kritičkog mišljenja, fokus na osnovne računovodstvene postulate i razumevanje ekonomskih posledica finansijskog izveštavanja, umesto puke memorizacije teksta računovodstvenih standarda (koji će ionako, vrlo verovatno, biti izmenjeni u budućnosti).

Unapređenje kvaliteta revizije i efikasnosti javnog nadzora nad revizorskom profesijom takođe se može prepoznati kao jedan od faktora prevencije računovodstvenih prevara i podizanja kvaliteta eksternih finansijskih izveštaja. Poznato je da je revizija inicijalno uvedena kao jedan od mehanizama minimiziranja ukupnih agencijskih troškova, sa idejom da se menadžerskim tvrdnjama u finansijskim izveštajima osigura neophodan kredibilitet u očima vlasnika kompanije, ali i ostalih

²⁸ MSFI 10, 11 i 12 su objavljeni 2011. godine, kao odgovor na finansijsku krizu iz 2008. godine.

zainteresovanih stejkholdera. Kada je reč o korporativnim grupama, treba imati u vidu da revizor, zajedno sa računovođama koji su neposredno učestvovali u pripremi finansijskih izveštaja i rukovodstvom koji je odgovorno za njihovu prezentaciju, poseduje izraženu javnu odgovornost, čije očuvanje podrazumeva visok stepen netolerancije prema finansijskim prevarama i licima koja su u njima učestvovala. Ipak, finansijski skandali uzrokovani izveštajnim manipulacijama koje revizori nisu otkrili (ili, barem, nisu javno obelodanili), ukazali su na probleme svojstvene revizorskoj profesiji i potrebu za njihovim efikasnim prevladavanjem, u svetlu osiguranja potrebnog kvaliteta i kredibiliteta eksternog finansijskog izveštavanja.

Unapređenje kvaliteta eksterne revizije pre svega iziskuje napore na rešavanju konflikta interesa koji je inherentan revizorskoj profesiji. Iako je revizor primarno odgovoran vlasnicima kompanije, koji u konačnom i snose troškove njegovog angažovanja, te dužan da svojim delovanjem štiti javni interes, pokazalo se da njegovi uobičajeno prisni odnosi sa rukovodstvom (čije tvrdnje i obelodanjene performanse revidira), ne samo da mogu imati negativan uticaj na kvalitet revizije (i revidiranih izveštajnih informacija), već mogu podstaći revizora da saučestvuje sa rukovodstvom u realizaciji orkestrirane strategije prevarnog izveštavanja, na štetu javnog interesa. U tom smislu, post-krizni talas regulatornih izmena doneo je striktno ograničavanje izbornog perioda revizora u javnim društvima, zabranu pružanja nerevizorskih usluga klijentima revizije, prenos nadležnosti za izbor eksternog revizora i komunikaciju sa njim sa izvršnog rukovodstva na nezavisnu komisiju za reviziju, unapređenje komunikacije internih i eksternih revizora, stroge kazne za učestvovanje u prevarama, ali i povećanu kontrolu nad radom revizorske profesije kroz formiranje nezavisnih javnih nadzornih tela, sa visokim kompetencijama i finansijskim mogućnostima za sprovođenje istraga i oštro sankcionisanje neprofesionalnog i neetičkog ponašanja.

Osim navedenog, prostor za unapređenje kvaliteta revizije može se prepoznati i u kontinuiranom unapređenju standarda revizije i minimiziranju diskrecionog prostora za rasuđivanja i procene, ali i usaglašavanju revizorskih standarda na internacionalnom nivou, kao i institucionalnih mehanizama koji treba da osiguraju njihovu pažljivu primenu u revizorskoj praksi. Ujednačavanje kvaliteta vršenja revizije naročito je važno za prevenciju kreativne računovodstvene prakse u izveštavanju o grupama, imajući u vidu uobičajeno oslanjanje glavnog revizora grupe na informacije lokalnih revizora subsidijara. Iako pojedini subsidijari ne moraju biti materijalno značajni sa stanovišta grupe kao celine, mogućnost prikrivanja finansijskih manipulacija u njihovim pojedinačnim izveštajima nesumnjivo ima potencijal da generiše informacione rizike sa značajnim negativnim posledicama.

Promovisanje i osnaživanje etičkog ponašanja svih učesnika u lancu eksternog finansijskog izveštavanja. Imajući u vidu neizbežnu fleksibilnost računovodstvene regulative, informacionu asimetriju i potencijalno suprotstavljene interese lica angažovanih na stranama ponude i tražnje za finansijsko-izveštajnim informacijama, nije realno očekivati da aktivnosti na unapređenju efikasnosti mehanizama korporativnog upravljanja, kvaliteta izveštajnog procesa i njegovih internih i eksternih revizija u potpunosti iskorene računovodstvene prevare i izveštajne manipulacije. U tom smislu, budući da nije moguće definisati precizne norme za sve moguće situacije i događaje izveštajnih entiteta, poštovanje visokih etičkih zahteva svih učesnika u lancu finansijskog izveštavanja čini se krucijalnim.

Veliki finansijski skandali nedvosmisleno su ukazali na etičke i moralne nedostatke odgovornih lica za finansijsko izveštavanje. Osim svesnog kršenja zakonskih normi i računovodstvene regulative zarad realizacije ličnih interesa, posebno opasnim čine se izveštajne prevare koje su strateški osmišljene, vešto obrazložene i „opravdane“ tako da u formalnom smislu ostanu u okvirima „dozvoljenog“ ponašanja, iako u osnovi predstavljaju grubo narušavanje računovodstvenih principa i duha zakona. U tom smislu, kao „unutrašnji“ čuvar javnog interesa, etika je naročito važna u okolnostima u kojima se računovođa (ali i njegovi nalogodavci i konsultanti) suočava sa pravima

izbora i potrebom oslanjanja na sopstvena rasuđivanja i procene, budući da u takvim situacijama često nije moguće povući jasnu liniju razgraničenja između „dobrih“ i „loših“ odluka.

Kao „skup široko prihvaćenih moralnih normi i vrednosti koje profesionalnim računovođama služe kao putokaz u procesu obezbeđenja potrebnog kvaliteta finansijskog izveštavanja“ (Malinić, 2011, str. 248), etički kodeks nameće pravila ponašanja koja su stroža od zakonskih normi, usmeravajući manevarski prostor u finansijskom izveštavanju u jasnom pravcu očuvanja javnog interesa. Iako je javna odgovornost računovođa nedvosmislena, ne treba izgubiti iz vida i ostale učesnike u lancu finansijskog izveštavanja, koji svojim aktivnostima mogu opredeliti njegov kvalitet. U tom smislu, etički izazovi koji pogoduju kreativnom izveštavanju mogu se prepoznati i na ostalim nivoima:

- kreatori računovodstvenih standarda mogu popustiti pred političkim pritiscima pojedinih interesnih grupa, stavljajući javni interes i informacione potrebe investitora u drugi plan;
- zakonodavac može propustiti da precizno reguliše određena pitanja, formira javna nadzorna tela ili omogući njihov efikasan rad, svojim odredbama derogira zahteve međunarodne regulative i sl.;
- većinski vlasnici mogu sarađivati sa rukovodstvom i revizorima u cilju realizacije sopstvenih interesa na štetu manjinskih investitora (na primer, manipulišući transakcijama sa povezanim licima ili zloupotrebljavajući nove emisije akcija);
- rukovodstvo kompanije, koje tradicionalno predstavlja „najslabiju kariku“ izveštajnog lanca, može zloupotребiti sopstvenu poziciju u cilju realizacije kompenzacionih naknada ili prikrivanja posledica lošeg rukovođenja kompanijom;
- revizori mogu podleći iskušenjima prijateljskih odnosa sa rukovodstvom kompanije i poprimiti više savetodavnu nego nadzornu ulogu, svesno učestvujući u prevarama radi zaštite sopstvenih interesa i očuvanja klijenata;
- pravni i finansijski konsultanti svojim savetima mogu pomoći rukovodstvu u kreativnom tumačenju važećih normi i računovodstvenih standarda;
- akademski edukatori mogu propustiti da blagovremeno usklađuju studijske programe i kurseve kontinuirane edukacije profesionalnih računovođa sa savremenim izazovima poslovne i računovodstvene prakse, ali i da ove teme uključe u kurikulume ostalih obrazovanih programa iz sfere poslovne ekonomije i menadžmenta.

Efikasna prevencija kreativizma i izveštajnih prevara zahteva da etičko ponašanje bude doboko utkano kao „stanje svesti“ svih pomenutih lica. Međunarodna federacija računovođa (IFAC) ustanovila je Etički kodeks za profesionalne računovođe, koji predstavlja obavezujući minimum etičkih zahteva za zemlje članice i njihove izveštajne entitete. Ipak, izvesno je da se i svi ostali učesnici u izveštajnom procesu podjednako moraju pridržavati etičkih pravila. Osim toga, posebno pitanje predstavlja i uspostavljanje mehanizama koji će zaista i osigurati efikasnu primenu etičkog kodeksa u praksi. Iako se predviđanje oštrih finansijskih i zatvorskih kazni za neetičku poslovnu i računovodstvenu praksu čini najpodesnijim preventivnim sredstvom, izvesno je da su takve aktivnosti često teško dokazive pred nadležnim organima, kao i da pokretanje individualnih parnica može predstavljati ozbiljno finansijsko opterećenje za oštećene strane. Stoga preventivne aktivnosti moraju biti usmerene pre svega na jačanje edukacije i izgradnju svesti računovođa i ostalih involviranih strana o značaju računovodstvenih informacija i posledicama manipulativnih aktivnosti, šire promovisanje finansijskog izveštavanja i van računovodstvenih krugova, kao i negovanje korporativne kulture u kojoj cilj ne opravdava sredstva i u kojoj se prevara ne isplati.

Promovisanje neophodnosti procene kvaliteta izveštajnih informacija. Izvesno je da napori regulatora i institucija javnog nadzora na unapređenju kvaliteta procesa eksternog finansijskog izveštavanja ne mogu u potpunosti otkloniti sve informacione rizike i iskoreniti kreativnu računovodstvenu praksu. U tom smislu, korisnici finansijsko-izveštajnih informacija moraju samostalno procenjivati njihov kvalitet pre donošenja bilo kakvih odluka investicionog karaktera,

čak i u okolnostima kada je mišljenje revizora pozitivno. Veliki finansijski krahovi naizgled uspešnih svetskih korporacija nedvosmisleno su to i potvrdili, alarmirajući na nesposobnost investicione javnosti da blagovremeno detektuje informacione rizike u finansijskim izveštajima i prilagodi svoje investicione odluke.

Nema sumnje da bi odluke o ulaganju resursa i oceni performansi angažovanog rukovodstva, koje čine primarni fokus eksternog finansijskog izveštavanja, morale da počivaju na sveobuhvatnim i pažljivim finansijskim analizama i odabiru najisplativije raspoložive investicione alternative u datim okolnostima (mada takvo postupanje ne mora biti i pravilo, naročito kod malih investitora koji svoje investicione strategije mogu zasnovati na praćenju poteza velikih igrača ili ličnim „osećajima“). Ipak, nekritičko preuzimanje prezentovanih informacija o finansijskoj poziciji, performansama i tokovima gotovine izveštajnih entiteta kao verne slike njihove ekonomske realnosti čini se pomalo naivnim pristupom, barem iz ugla savremene poslovne prakse u „post-Enron“ eri. Kako bi uspešno detektovali sve izvore informacionih rizika, finansijski analitičari moraju imati veoma širok spektar znanja i kompetencija, koji daleko prevazilaze čisto računovodstvenu sferu, uključujući i dobro poznavanje opštih ekonomskih prilika, specifičnosti pojedinih grana, sektora privrede i individualnih izveštajnih entiteta, ali i visoke analitičke sposobnosti i kapacitet detekcije sumnjivih računovodstvenih praksi i manipulativnih poteza rukovodstva.

Poznato je da kvalitet nacionalnog sistema finansijskog izveštavanja ne može ujedno biti i garant kvaliteta pojedinačnih izveštajnih informacija, naročito kada je reč o grupama čije članice mogu pripadati različitim jurisdikcijama. Ipak, započinjanje analize kvaliteta finansijskog izveštavanja na sistemskom nivou može doneti korisna opšta saznanja o srazmerama informacionih rizika u datoj jurisdikciji, upućujući analitičare na manje ili više rigoroznu dalju analizu na pojedinačnom nivou. U tom smislu, neophodno je razmotriti kvalitet regulatornog okvira finansijskog izveštavanja, kvalitet primene važeće računovodstvene regulative i jačinu pratećih institucionalnih mehanizama, nivo profesionalne edukacije računovođa, revizora i korporativnih rukovodilaca, kao i karakteristike opšte etičke klime i kulture izveštavanja. Analize ovog tipa trebalo bi da obuhvate sve jurisdikcije u kojima grupa posluje.

Specifične karakteristike različitih izveštajnih entiteta i poslovnih operacija čiji će efekti biti prezentovani finansijskim izveštajima, kao i značajna prava izbora u finansijskom izveštavanju onemogućavaju formulisanje standardizovanih indikatora kvaliteta izveštajnih informacija na pojedinačnom nivou. U tom smislu, analize moraju biti prilagođene specifičnostima svakog izveštajnog entiteta ponaosob, što ih čini dodatno kompleksnim i zahtevnim. Posebna pažnja mora biti usmerena na karakteristične poslovne situacije za koje se smatra da naročito pogoduju računovodstvenom kreativizmu, kao što su problemi u ispunjavanju ugovorenih obaveza prema kreditorima, transakcije sa povezanim licima, vezivanje kompenzacija izvršnog rukovodstva za ostvarene performanse, emisije novih akcija, restrukturiranja kompanije i slično.

Analiza kvaliteta obelodanjenih informacija izveštajnih entiteta naročito mora obuhvatiti procenu kredibiliteta kompanijskog revizora, kako na nivou matice, tako i njenih subsidijara, analizu korišćenih računovodstvenih politika, učestalosti i opravdanosti njihovih izmena, kao i ocenu kvaliteta pratećih obelodanjivanja u napomenama uz finansijske izveštaje. Osim toga, korisno je imati u vidu i karakteristične manifestacije računovodstvenog kreativizma, kao što su uvećani broj tzv. „last-minute“ transakcija, značajnije kapitalizacije rashoda, neubičajeni trend rasta potraživanja, kao i dobitka, intenziviranje otpisa imovine na kraju izveštajnog perioda, značajnija i trajnija odstupanja između dobitka i neto gotovine iz poslovanja, ali i česte promene revizora, izmene računovodstvenih politika bez ubedljivih razloga za takvo postupanje, propuštanje konsolidacije entiteta za koje postoje očigledni dokazi kontrolisanog statusa, realizacija značajnih bonusa i opcija na akcije rukovodstva kompanije i slično. Ipak, treba imati u vidu da agregatna

priroda finansijskih izveštaja grupe može značajno otežati identifikaciju kreativne računovodstvene prakse, imajući u vidu efekte konsolidacije pojedinačnih informacija njenih članica. Stoga se posebno korisnim čini javno obelodanjivanje separata finansijskih izveštaja matice, ali i njenih subsidijara.

U konačnom, ne treba zaboraviti da upravo investitori i poverioci, kao primarni korisnici računovodstvenih informacija, predstavljaju osnovnu pokretačku silu koja oblikuje tražnju za eksternim finansijskim izveštavanjem, a time i kvalitet ponude izveštajnih informacija. Stoga se njihovo aktivno učešće u kontinuiranoj proceni kvaliteta i permanentnom podizanju informacionih zahteva prema izveštajnim entitetima i njihovim revizorima čini ključnim faktorom prevencije računovodstvenih prevara, uz prateće mehanizme sankcionisanja.

4. SPECIFIČNA SVOJSTVA INFORMACIJA O REZULTATU U FUNKCIJI MERENJA KVALITETA FINANSIJSKO-IZVEŠTAJNIH INFORMACIJA O PERFORMANSAMA GRUPE

Kontinuirana težnja investicione javnosti za unapređenjem korisnosti finansijskog izveštavanja, podržana neizbežnim informacionim rizicima na sistemskom i lokalnom nivou, čini razvijanje pouzdanih, efikasnih i praktičnih merila kvaliteta obelodanjenih informacija primarnim interesom svih učesnika u lancu eksternog finansijskog izveštavanja. Ipak, precizna kvantifikacija odstupanja prezentovane slike finansijske pozicije, performansi, tokova gotovine, promena na kapitalu i sa njima povezanih rizika, od ekonomske realnosti izveštajnog entiteta u datom momentu, pretpostavlja da je ta realnost poznata analitičaru, odnosno da on poseduje pouzdane alatke kojima je može spoznati. To, po pravilu, nije slučaj. Osim toga, ne treba zaboraviti da je kvalitet izveštajnih informacija multidimenzionalan koncept, inherentno subjektivnog karaktera, uslovljen specifičnostima procesa ekonomskog odlučivanja različitih korisnika. U tom smislu, izvesno je da preciznih, apsolutno pouzdanih i univerzalno primenjivih indikatora kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija nema, te da je neophodan poseban oprez investicione javnosti u njihovoj interpretaciji i korišćenju.

Među različitim pristupima istraživanju i merenju kvaliteta finansijskih izveštaja posebno značajno mesto zauzimaju studije zasnovane na ispitivanju specifičnih svojstava (atributa) računovodstvenog rezultata. Kao neto ishod preduzetih aktivnosti tokom izveštajnog perioda, periodični rezultat smatra se „najsazetijim, najsveobuhvatnijim i verovatno najvrednijim pojedinačnim indikatorom“ performansi kompanije i uspešnosti njenog rukovodstva u upravljanju resursima koji su mu povereni (Malinić, 2007, str. 24). Samim tim, on predstavlja i glavno polazište za projekciju budućih ostvarenja kompanije i ocenu njene izloženosti dugoročnim finansijskim rizicima, čineći podlogu za procenu budućih prinosa investitora i poverilaca. Istovremeno, računovodstveni rezultat pojavljuje se i kao poreska osnovica, okvir politike dividendi, sumarni indikator vrednosti kompanije, mera sposobnosti rukovodstva da stvori vrednost za vlasnike, kriterijum interne i eksterne alokacije kapitala. Ipak, njegove uloge time se ne iscrpljuju.

Izvesno je da neprocenjivi značaj periodičnog rezultata za eksterne korisnike dodatno naglašava informacione interese za istraživanjem njegovog kvaliteta. Štaviše, i pored jasnih dokaza o razlikama u individualnim informacionim potrebama postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala, kao primarnih korisnika eksternih finansijskih izveštaja, univerzalni značaj računovodstvenog rezultata nedvosmisleno je potvrđen u praksi (EFRAG, 2013). Kao ključan informacioni input investicionog odlučivanja, periodični rezultat nadmašuje bilo koju drugu sumarnu meru performansi kompanije kao što su, na primer, EBITDA, tokovi gotovine, objave dividendi i sl. (Francis et al.,

2004). Ball i Brown (1968) pokazuju da je od svih obelodanjenih informacija o kompaniji tokom izveštajnog perioda, više od polovine sadržano u njenom periodičnom rezultatu. Štaviše, u ponovljenom istraživanju 50 godina nakon originalne studije, prvobitni nalazi pomenutih autora ostaju nepromenjeni (Ball i Brown, 2019).

Iako „produkt“ prihoda i rashoda u bilansu uspeha, računovodstveni rezultat neraskidivo je povezan sa informacijama iz ostalih finansijskih izveštaja, pre svega bilansa stanja. Upravo zahvaljujući tome, percipirani kvalitet rezultata može predstavljati merodavan indikator sveukupnog kvaliteta izveštajnih informacija. Uostalom, ne treba zaboraviti da će svaka (zlo)upotreba diskrecionih prava u odmeravanju stavki imovine, obaveza, prihoda i rashoda, izvršena sa ciljem namenskog uobličavanja prezentovane slike ekonomske realnosti kompanije, u konačnom upravo biti reflektovana u njenom rezultatu perioda.

Ipak, subjektivni karakter koncepta kvaliteta ne može se zaobići ni na nivou pojedinačnih izveštajnih informacija. U tom smislu, poželjne karakteristike računovodstvenog rezultata koje će ga činiti kvalitetnim u očima krajnjih korisnika takođe će biti uslovljene specifičnostima njihovih individualnih modela odlučivanja. U odsustvu jedinstvene mere koja bi bila univerzalno superiorna za sve vrste odluka (Dechow et al., 2010) razvijen je niz različitih indikatora kvaliteta računovodstvenog rezultata, sa ciljem kvantitativnog ispitivanja njegovih svojstava u zadatom kontekstu ekonomskog odlučivanja. U tom smislu, merljivi atributi rezultata ne predstavljaju supstitabilne indikatore njegovog kvaliteta. Naprotiv, u pitanju su koncepti koji reflektuju različite pristupe odmeravanju kvaliteta, inherentne različitim percepcijama osnovnih funkcija računovodstvenog rezultata, odnosno modelima odlučivanja krajnjih korisnika izveštajnih informacija.

Indikatori kvaliteta računovodstvenog rezultata uobičajeno se, u zavisnosti od vrste korišćenih informacionih inputa, klasifikuju na računovodstvene i tržišne attribute. Tržišnim atributima smatraju se vrednosna relevantnost, pravovremenost i konzervativizam rezultata, dok su perzistentnost, prediktabilnost, uravnoteženost rezultata i kvalitet obračunskih veličina označeni kao njegovi računovodstveni atributi. Pomenutu klasifikaciju Francis et al. (2004) objašnjavaju konceptualnim razlikama u percipiranim funkcijama računovodstvenog rezultata.

Naime, tržišni indikatori kvaliteta počivaju na uverenju da osnovnu funkciju računovodstvenog rezultata čini relevantna i verodostojna prezentacija stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije. Drugim rečima, računovodstveni rezultat biće kvalitetan u onoj meri u kojoj verodostojno reflektuje ekonomski rezultat. U duhu poznate Hiksove definicije, ekonomski rezultat pokazuje maksimalni iznos koji kompanija može podeliti tokom izveštajnog perioda (isplatiti u vidu dividendi), a da pri tome ne ugrozi vrednost kapitala sa početka perioda. Zapravo, reč je o promeni u stvarnoj vrednosti neto imovine kompanije tokom izveštajnog perioda, ne uzimajući u obzir eventualne realizovane transakcije sa vlasnicima (Schipper i Vincent, 2003).

Ipak, nesavršenosti računovodstvenog sistema, dodatno naglašene potencijalno problematičnim izveštajnim podsticajima rukovodstva, dovode do toga da ekonomski rezultat nije moguće odmeriti sa zadovoljavajućim stepenom pouzdanosti. Stoga se, za potrebe kvantitativnih analiza, ekonomski rezultat aproksimira pomoću tržišnih informacija, dok se o kvalitetu računovodstvenog rezultata sudi prema njegovom odnosu sa kretanjem cena, odnosno prinosa akcija kompanije. U tom smislu, jasno je da su tržišni atributi kvaliteta pretežno svojstveni javnim društvima, čijim se akcijama aktivno trguje na berzi. Ipak, u literaturi su razvijeni i posebni modeli kojima se tradicionalno tržišni indikatori kvaliteta – pre svega pravovremenost i konzervativizam rezultata, kvantifikuju pomoću čisto računovodstvenih podataka.

Istovremeno, računovodstveni atributi kvaliteta prepoznaju efikasnu alokaciju tokova gotovine na pripadajuće obračunske periode kao osnovnu funkciju periodičnog rezultata, koja se realizuje pomoću njegovih obračunskih (akrualnih) elemenata. Stoga pomenuta kategorija indikatora o kvalitetu rezultata sudi samo na osnovu računovodstvenih informacija, koje uključuju vrednosti periodičnog rezultata i njegovih sastavnih komponenti (gotovinskog i obračunskog karaktera). Zapravo, kao što primećuju Francis et al. (2004), računovodstveni atributi rezultata mogu se tretirati kao pokazatelji neizvesnosti koje okružuju buduće rezultate tj. očekivane isplate dividendi investitorima, dok će tržišni atributi ukazati na percepciju ovih neizvesnosti od strane samih investitora.

Polazeći od poznate veze između kvaliteta finansijskog izveštavanja, percipiranih informacionih rizika i cene kapitala, Francis et al. (2004) istražuju uticaj pojedinačnih atributa računovodstvenog rezultata na troškove kapitala izveštajnog entiteta i dokazuju njihov nedvosmisleni značaj za investitore. Naime, kompanije čiji su rezultati imali najbolje vrednosti pojedinačnih atributa (tj. čiji su rezultati bili najvišeg kvaliteta u kontekstu datog pojedinačnog indikatora), ujedno su ostvarivale i najniže troškove kapitala. Atributi koji su predmet analize u pomenutoj studiji obuhvataju vrednosnu relevantnost, pravovremenost i konzervativizam, perzistentnost, prediktabilnost, uravnoteženost rezultata i kvalitet njegovih obračunskih komponenti.

U nastavku ćemo ukratko prezentovati osnovne ideje koncepata vrednosne relevantnosti, i perzistentnosti i pravovremenosti računovodstvenog rezultata, kao i odmeravanja njegove podložnosti različitim tehnikama diskrecionog upravljanja, koji će biti predmet empirijske analize u petom delu disertacije.

4.1. Vrednosna relevantnost rezultata

Koncept vrednosne relevantnosti portretira kvalitet računovodstvenog rezultata u svetlu informacionih potreba i ponašanja investitora na tržištu kapitala. Smatra se da tržište kapitala predstavlja pogodno okruženje za odmeravanje kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija, budući da se investicione odluke i potezi investitora (kao njihovih primarnih korisnika) direktno reflektuju u cenama akcija izveštajnih entiteta (u manje ili više efikasnoj meri). Ukoliko su računovodstveni rezultati percipirani kao korisni i vredni od strane investitora (kvalitetni, tj. vrednosno relevantni), za očekivati je da će oni oblikovati njihove investicione poteze, a time i cene, odnosno prinose akcija kompanije. Stoga se postojanje dokumentovane, merljive veze između periodičnih rezultata i tržišnih indikatora (cena ili prinosa akcija) tumači kao dokaz njihove efektivne upotrebe kao informacionih inputa u odlučivanju na tržištu kapitala, odnosno njihove korisnosti za investitore.

U tom smislu, pojedini autori interpretiraju vrednosnu relevantnost kao direktnu meru korisnosti za odlučivanje, ističući da ona istovremeno oslikava i relevantnost i pouzdanost izveštajnih informacija (npr. Francis i Schipper, 1999, Lev i Zarowin, 1999). Reč je o važnim kvalitativnim karakteristikama koje su utkane i u konceptualne postavke međunarodne profesionalne računovodstvene regulative. Ipak, ne treba zaboraviti da pojedinačni kvalitativni atributi rezultata nemaju kapacitet sveobuhvatnog odmeravanja njegove upotrebne vrednosti. U tom smislu, rezultati koji su visoko relevantni za pojedine investitore ne moraju nužno biti prepoznati kao korisni i kvalitetni od strane ostalih korisnika finansijsko-izveštajnih informacija.

Još od polovine 60ih godina XX veka akademski istraživači pokušavaju da izmere reakcije tržišta kapitala na računovodstvene rezultate (ali i niz drugih računovodstvenih informacija) i da na osnovu toga sude o njihovom kvalitetu. Treba imati u vidu da se ova istraživanja pojavljuju u periodu ozbiljnih kritika i sumnji akademske javnosti u upotrebljivost računovodstvenih rezultata za investiciono odlučivanje (Beaver, 1968). Smatra se da su nalazi do kojih dolazi Fama (1965), u

čijem istraživanju se kretanje cena akcija prvi put portretiraju kao funkcija raspoloživih informacija o kompaniji, utkali put analizama vrednosne relevantnosti (mada se, prema Barth et al., 2001, sam termin vrednosna relevantnost pojavljuje tek 1993. godine u studiji Amir et al.). O revolucionarnosti ove teme u datom periodu svedoči i činjenica da je pionirski rad Ball-a i Brown-a iz 1968. godine, koji ispituje informacioni efekat računovodstvenih rezultata na ponašanje investitora na tržištu kapitala, predstavljao jedan od najutjecajnijih istraživačkih radova iz oblasti računovodstva u drugoj polovini XX veka.

U zavisnosti od istraživačke perspektive, studije vrednosne relevantnosti danas se uobičajeno klasifikuju na studije događaja (perspektiva signaliziranja) i studije povezanosti (perspektiva odmeravanja). Studije događaja nastoje da sagledaju reakciju tržišta kapitala na objave određenih računovodstvenih informacija, kao što su godišnji rezultati, ali i najave raspodele dividendi, podela (splitova) akcija i slično, kroz njihov efekat na cene ili promet akcija kompanije. U tom smislu, ove studije analiziraju reakcije tržišta kapitala u relativno kratkim vremenskim periodima koji okružuju trenutak objave godišnjih rezultata (ili drugih informacija o kompaniji), nastojeći da sagledaju stepen „novosti“ o zarađivačkoj sposobnosti kompanije koji se kroz obelodanjene rezultate prenose investitorima. Kao što primećuje Kothari (2001), ukoliko se nivo ili varijabilitet cena akcija kompanije promeni u kratkom periodu nakon objave računovodstvenog rezultata, može se zaključiti da su tržištu prenete nove informacije u vezi sa iznosima, tajmingom i neizvesnostima očekivanih budućih tokova gotovine kompanije, koje su imale za posledicu revidiranje ranijih očekivanja tržišnih učesnika. U tom smislu, ovaj pravac istraživanja vrednosne relevantnosti rezultata počiva na pretpostavci o efikasnom funkcionisanju tržišta kapitala u procesuiranju javno dostupnih informacija o izveštajnim entitetima.

Ball i Brown (1968) dokazuju da, iako sadrže informacije koje investitori smatraju vrednosno relevantnim, godišnji računovodstveni rezultati nisu pravovremeni izvor (novih) informacija za tržište kapitala, budući da konkurentski izvori prenesu oko 85% informacija sadržanih u godišnjim zaradama pre njihove zvanične objave od strane kompanije. Imajući u vidu računovodstvene principe priznavanja prihoda, kao i fokus tržišta kapitala na očekivane buduće rezultate i tokove gotovine, zaključak da cene akcija predvode računovodstvene rezultate u pogledu brzine inkorporiranja novih informacija o zarađivačkoj sposobnosti izveštajnih entiteta nije posebno iznenađujuć. Ipak, Beaver (1968) ističe da konkurentski izvori informacija ne poništavaju u celosti značaj informacionog sadržaja računovodstvenih rezultata za tržište kapitala, identifikujući značajne reakcije cena i obima trgovanja na objave godišnjih zarada.

Studije povezanosti, pak, analiziraju veze između računovodstvenih rezultata i tržišnih indikatora vrednosti kompanije (cena ili prinosa akcija), u dužim vremenskim periodima, sudeći na ovaj način o korisnim svojstvima rezultata za odluke investitora, odnosno njihovom kvalitetu. Važno je napomenuti da, sa stanovišta perspektive odmeravanja, pitanje efikasnosti tržišta kapitala, odnosno sposobnosti cena akcija kompanije da reflektuju njenu fundamentalnu vrednost, nije od presudnog značaja. Naime, kao što primećuju Barth et al. (2001), cene akcija na tržištu reflektuju svesna uverenja tržišnih učesnika o vrednosti kompanije. U tom smislu, istraživačka perspektiva odmeravanja teži da kvantifikuje da li su, i u kojoj meri, informacije sadržane u godišnjem rezultatu kompanije korišćene od strane investitora u donošenju odluka o alokaciji kapitala, ne baveći se pri tom pitanjem da li te informacije verodostojno reflektuju fundamentalnu vrednost izveštajnog entiteta, odnosno njegove stvarne ekonomske performanse. Pomenuti zaključci od posebnog su značaja za realizaciju istraživanja vrednosne relevantnosti rezultata na tržištima kapitala u razvoju.

Kao što primećuju Francis i Schipper (1999), ukoliko se vrednosna relevantnost računovodstvenih rezultata odmerava prema njihovoj sposobnosti da inkorporiraju informacije koje utiču na ponašanje investitora i cene akcija na tržištu (perspektiva odmeravanja), nije neophodno zahtevati da finansijski izveštaji budu i najraniji izvor tih informacija. Štaviše, vrednosna relevantnost

rezultata u tom kontekstu ne mora poticati iz same sadržine godišnjih finansijskih izveštaja, već takođe i iz njihove poznate uloge disciplinujućeg mehanizma za druge, pravovremenije izvore informacija za tržište kapitala (kao što su periodični izveštaji, objave rukovodstva, izveštaji finansijskih analitičara i slično).

Odmeravanje vrednosne relevantnosti kao tržišnog atributa kvaliteta periodičnog rezultata uobičajeno se vrši kroz ispitivanje njegove veze sa kretanjem prinosa akcija kompanije na tržištu (kao reprezentom ekonomskog rezultata kompanije). Naime, Easton i Harris (1991) dokazuju da su osim nivoa godišnjeg rezultata, vrednosno relevantne i promene u godišnjem periodičnom rezultatu (obe varijable skalirane su cenom akcije na početku izveštajnog perioda). Na osnovu njihovih nalaza, ocena vrednosne relevantnosti rezultata iz perspektive odmeravanja uobičajeno se sprovodi pomoću sledećeg modela regresije prinosa (Easton i Harris, 1991, Harris et al., 1994, Francis i Schipper, 1999, Francis et al., 2004, Hellstrom, 2005, Goncharov et al., 2009):

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{jt} + \beta_2 X_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

gde su:

- R_{jt} – ukupan prinos akcija kompanije j za period koji se završava određeni broj meseci nakon završetka godine t , kako bi se osiguralo da su informacije iz godišnjih finansijskih izveštaja objavljene i dostupne tržištu;
- $R_{jt} = (P_1 - P_0 + D_1) / P_0$ (promena cene akcija kompanije u posmatranom periodu, uvećana za isplaćene dividende i skalirana cenom akcije na početku perioda);
- X_{jt} – godišnja zarada po akciji za godinu t , skalirana cenom akcije na početku perioda;
- ΔX_{jt} – promena godišnje zarade po akciji u godini t u odnosu na godinu $t-1$, skalirana cenom akcije na početku perioda.

Budući da je ideja prezentovanog modela da se vrednosna relevantnost rezultata oceni kroz sposobnost informacija sadržanih u godišnjem rezultatu i promeni rezultata u odnosu na prethodni period da objasne varijacije u prinosima akcija, veća objašnjavajuća moć modela implicira i viši kvalitet rezultata u tom smislu (Francis et al., 2004). Cilj studije može se sumirati u težnji za ispitivanjem da li računovodstveni rezultati sadrže informacioni set koji je inkorporiran u cenama (prinosu) akcija u relevantnom periodu, odnosno efektivno korišćen od strane investitora u donošenju odluka o kupoprodaji (bilo da su neposredan izvor tih informacija sami godišnji izveštaji ili drugi dostupni izvori). Važno je napomenuti da istraživačka perspektiva odmeravanja nije fokusirana na izvođenje zaključaka o kauzalnim vezama između informacija o rezultatu kompanije i cena njenih akcija na tržištu (Kothari, 2001), kao ni vršenje predikcija u tom pogledu.

4.2. Perzistentnost rezultata

Koncept perzistentnosti nastoji da istraži korisna svojstva računovodstvenog rezultata kao informacionog inputa u mehanizmima odlučivanja primarnih korisnika finansijsko-izveštajnih informacija. Poznato je da investicione odluke počivaju na procenama iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih neto primanja gotovine subjekata od interesa. Kao osnovni inputi takvih procena, računovodstveni rezultati u načelu će se smatrati manje korisnim ukoliko „nisu dobar indikator budućih ostvarenja, odnosno ako dovode u zabludu prilikom projektovanja budućih dobitaka preduzeća“ (Malinić, 2014, str. 12-13). Kao što primećuje Stevanović (2009), periodični rezultat koji je kvalitetan ostavlja šanse za zadovoljavajuće dobitke u budućnosti, a ne pretnje po njihovo ostvarenje. Omogućavajući održanje (ponavljanje) tekućih inovacija u rezultatu i u narednim izveštajnim periodima, perzistentnost kao kvalitativno svojstvo direktno umanjuje neizvesnosti u pogledu očekivanih budućih ostvarenja kompanije, a time i informacione rizike njenih postojećih i potencijalnih investitora (Schipper i Vincent, 2003, Francis et al., 2004).

Očekivano jači predikcioni potencijal održivih rezultata čini perzistentnost posebno poželjnim kvalitativnim svojstvom u svetlu investicionih odluka na tržištu kapitala. Postoje dokazi da profesionalni investitori visoko vrednuju održive rezultate, imajući u vidu njihovu veću upotrebnu vrednost kao inputa u fundamentalnim modelima procene kapitala (EFRAG, 2014a). Budući da će jednokratne, tranzitorne komponente, nastale po osnovu sporadičnih transakcija ili neobičajenih događaja, po pravilu biti isključene iz neto rezultata u postupku valuacije, viši kvalitet pripisuje se onim rezultatima u kojima je učešće takvih komponenti manje. S tim u vezi, ne treba zaboraviti da će poslovni rezultat, zbog svoje povezanosti sa jezgrom poslovanja kompanije, uobičajeno biti manje opterećen tranzitornim stavkama od neto rezultata, ostvarujući očekivano viši stepen održivosti (Malinić, 2014).

Odmeravanje perzistentnosti rezultata uobičajeno počiva na ocenjenim vrednostima koeficijenta nagiba iz regresije tekućih računovodstvenih rezultata, na rezultate prethodne godine (Lev, 1983, Sloan 1996, Francis et al, 2004, Goncharov et al., 2009, Dechow et al., 2010):

$$X_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

gde su X_{jt} i X_{jt-1} obelodanjeni računovodstveni rezultati tekuće i prethodne godine (neto ili poslovni), koji se za potrebe analize najčešće skaliraju prosečnom vrednošću imovine (ukupne ili poslovne). Više vrednosti ocenjenog koeficijenta α_1 ukazuju na viši stepen perzistentnosti analiziranih rezultata, dok objašnjavajuća moć ocenjenog modela signalizira stepen njihove predvidljivosti, pokazujući u kojoj meri varijacije rezultata prethodnog perioda objašnjavaju varijacije u rezultatu tekućeg perioda (Goncharov et al., 2009).

Osim klasičnog modela za ocenu perzistentnosti rezultata (2), pojedina istraživanja idu korak dalje, nastojeći da ispituju razlike u održivosti njegovih sastavnih komponenti – gotovinskih i obračunskih delova, ali i različitih obračunskih elemenata ponaosob (Dechow et al., 2010). Sloan (1996) dokazuje višu perzistentnost gotovinske u odnosu na obračunsku komponentu periodičnog rezultata, pokazujući da će kvalitet rezultata u svetlu održivosti biti viši kada u njegovoj strukturi dominiraju realizovani neto tokovi gotovine. Ipak, važno je istaći da se pomenuti nalazi ne mogu tumačiti u svetlu potpunog odsustva korisnosti obračunske komponente rezultata. Naprotiv, postoje dokazi da su tekući rezultati više vrednosno relevantni i manje volatilni u odnosu na tekuće tokove gotovine, kao i da predstavljaju bolji prediktor očekivanih budućih gotovinskih tokova (Dechow et al., 2010). U tom smislu, prevodeći tekuće tokove gotovine u tekuće računovodstvene rezultate, obračunska (akualna) komponenta jeste po prirodi tranzitornog karaktera, ali nesumnjivo doprinosi unapređenju korisnosti izveštajnih informacija za krajnje korisnike.

Postoje dokazi da perzistentnost unapređuje vrednosnu relevantnost rezultata, stvarajući jaču vezu sa kretanjem tržišnih cena akcija kompanije (Lipe, 1990, Schipper i Vincent 2003, Dechow et al., 2010), kao i da se investitori fokusiraju na obelodanjene zarade kao agregatni pokazatelj performansi, ignorišući razlike u perzistentnosti njihovih obračunskih i gotovinskih komponenti (Sloan, 1996). Ipak, treba imati u vidu da će održivost rezultata biti uslovljena kako održivošću fundamentalnih performansi izveštajnog entiteta, tako i njegovim primenjenim računovodstvenim politikama. U tom smislu, neperzistentnost može biti posledica neutralne primene računovodstvenih standarda u izrazito volatilnom poslovnom okruženju i granama delatnosti, dok visoka perzistentnost može biti postignuta smišljenom primenom računovodstvenih prava izbora kojima se ciljano uravnotežuju obelodanjeni rezultati.

Otuda se koncept perzistentnosti ne može koristiti kao univerzalni indikator kvaliteta rezultata, odnosno njegove sposobnosti da verodostojno prezentuje ekonomsku realnost izveštajnog entiteta (Schipper i Vincent, 2003), naročito imajući u vidu da ne postoje čvrsti empirijski dokazi o načinu na koji perzistentnost stvarnih performansi kompanije utiče na perzistentnost njenih obelodanjenih

rezultata (Dechow et al., 2010). Dodatni problem za istraživače može se prepoznati u činjenici da uspešnost tekućeg računovodstvenog rezultata u predviđanju dobitnih ostvarenja narednog izveštajnog perioda ne mora nužno biti ekvivalent njegovoj predviđačkoj sposobnosti kada je reč o budućim tokovima gotovine u referentnom (dugoročnom) periodu procene.

U konačnom, važno je napomenuti da perzistentni rezultati neće biti univerzalno preferirani među svim kategorijama snabdevača kapitala. Štaviše, postoji prirodni trejd-of između perzistentnosti i uslovnog konzervativizma rezultata. Naime, kao posledica uslovnog konzervativizma perzistentnost rezultata biće niža u periodima loših, u odnosu na periode dobrih vesti (Basu, 1997). Promptno računovodstveno priznavanje ekonomskih gubitaka manifestuje se kroz prisustvo relativno visokih, jednokratnih, tranzitornih komponenti u tekućem računovodstvenom rezultatu, koje umanjuju njegovu perzistentnost. Istovremeno, odlaganje priznavanja računovodstvenih dobitaka na buduće periode u kojima dolazi do stvarne realizacije sa njima povezanih gotovinskih tokova, kreira komponente rezultata koji perzistiraju tokom više izveštajnih perioda. S obzirom na to da je promptno priznavanje ekonomskih gubitaka u računovodstvenom rezultatu svojstvo od posebnog značaja za zajmodavce i poverioce, može se očekivati da oni, za razliku od investitora, nemaju izraženih preferencija prema visokoj perzistentnosti.

4.3. Pravovremenost rezultata

Osiguranje kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija u svetlu verodostojne prezentacije ekonomske realnosti izveštajnog entiteta, između ostalog počiva i na sposobnosti računovodstvenog sistema da pravovremeno (promptno) prizna i obelodani sve nastale promene u ekonomskim performansama kompanije. Treba imati u vidu da će, kao mera stvarnih dobitnih ostvarenja u izveštajnom periodu, ekonomski rezultat obuhvatiti kako realizovane tokove gotovine, tako i sve revizije sadašnjih vrednosti očekivanih budućih neto primanja gotovine, prouzrokovane trenutnim saznanjima i ukupno raspoloživim informacijama o aktivnostima, performansama i budućim izgledima kompanije (Ball i Shivakumar, 2005). U tom smislu, ekonomski gubici se pojavljuju kao umanjenja sadašnjih vrednosti očekivanih budućih neto priliva gotovine od upotrebe raspoloživih resursa izveštajnog entiteta, bilo da je reč o pojedinačnim stavkama njegove imovine ili drugim jedinicama koje generišu gotovinu, kao što su, na primer, zavisna društva (Ball et al., 2001). U obrnutom slučaju, dolazi do nastanka ekonomskih dobitaka.

Pravovremeno priznavanje stvarnih promena u ekonomskom rezultatu stoga implicira da, osim realizovanih gotovinskih tokova, i sve revizije prvobitnih očekivanja sadašnjih vrednosti neto primanja gotovine takođe budu promptno računovodstveno verifikovane, odgovarajućim korekcijama finansijsko-izveštajnih stavki bilansa stanja i periodičnog rezultata u bilansu uspeha. U suprotnom, alternativni računovodstveni postupak podrazumevao bi odloženo priznavanje finansijskih efekata nastalih promena u očekivanjima, u budućim periodima njihove gotovinske materijalizacije. Drugim rečima, rukovodstvo kompanije može odabrati da nove informacije o promenama njenih očekivanih performansi prizna promptno, u momentu kada mu one postanu poznate, ili se pak može opredeliti da računovodstvenu verifikaciju novonastalih okolnosti odloži na buduće periode, odnosno momente kada revidirana (umanjena ili uvećana) neto primanja gotovine budu stvarno i realizovana.

Istovremeno, ne treba zaboraviti da izražena informaciona asimetrija i potencijalno suprotstavljeni interesi rukovodstva i eksternih stejkholdera kreiraju tražnju za takvom merom računovodstvenog rezultata koja će biti podložna eksternoj verifikaciji, odnosno proverljiva nezavisno od rukovodstva kompanije (Ball et al., 2000). Zahvaljujući tome, set informacionih inputa na kojima počiva eksterno finansijsko izveštavanje tradicionalno je uži od ukupno raspoloživih informacija o kompaniji koje oblikuju tekuća tržišna očekivanja.

Naime, za razliku od ekonomskog rezultata, koji će reflektovati kako „čvrste“ informacije o realizovanim ostvarenjima izveštajnog entiteta, tako i obelodanjene procene i prognoze njegovog rukovodstva, računovodstveni rezultat tradicionalno je fokusiran samo na onaj informacioni podset koji može biti eksterno verifikovan sa zadovoljavajućim stepenom pouzdanosti (odnosno potvrđen od strane revizora). Pomenute razlike u obuhvatu informacionih inputa računovodstvenog sistema i tržišta kapitala imaće za posledicu poznato sistematsko kašnjenje periodičnog rezultata u priznavanju stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije (cene predvide zarade). Fokusirajući se na podset proverljivih informacija o aktivnostima kompanije i njenog rukovodstva, računovodstveni rezultat pojavljuje se kao pokretni proseki ostvarenih ekonomskih rezultata, sa tendencijom ka potpunom izjednačavanju na nivou ukupnog životnog veka kompanije (Ball et al., 2000).

Kako će performanse rukovodstva u upravljanju resursima kompanije takođe biti predmet evaluacije na osnovu finansijsko-izveštajnih informacija, njihovi podsticaji ka priznavanju stvarnih promena u ekonomskim performansama ispoljavaće izvestan stepen asimetrije. Naime, prirodno je očekivati da rukovodstvo pokazuje sklonost ka promptnom obelodanjivanju dobrih i odlaganju priznavanja loših vesti (po mogućstvu na izveštajne periode nakon isteka njihovog mandata). U tom smislu, smatra se da je kredibilitet menadžerskih objava loših vesti veći u odnosu na objave dobrih vesti, usled čega su računovođe spremnije da pravovremenije priznaju ekonomske gubitke u odnosu na ekonomske dobitke (Ball et al., 2000). Osim toga, težnja za usklađivanjem preferencija rukovodstva sa interesima eksternih korisnika kreira tražnju za takvom merom računovodstvenog rezultata koja će pomenutu asimetriju efikasno anulirati, primoravajući rukovodstvo na brže priznavanje nastalih ekonomskih gubitaka i njihovo pravovremeno obelodanjivanje u momentu nastanka.

U svetlu prethodnih razmatranja, tradicionalno stroži verifikacioni kriterijumi za računovodstveno priznavanje dobrih vesti (nerealizovanih dobitaka) u odnosu na loše vesti (nerealizovane gubitke) mogu se prepoznati kao odgovor računovođa na zahteve tražnje eksternih korisnika izveštajnih informacija. Empirijska istraživanja dokazuju sklonost korisnika ka takvoj meri periodičnog rezultata koja će brže reflektovati ekonomske gubitke u odnosu na ekonomske dobitke (Basu, 1997, Givoly i Hayn, 2000, Ball et al., 2000, Ball et al., 2001, Kothari, 2001, Ball et al., 2003, Ball i Shivakumar, 2005, Ball et al., 2008, Francis et al., 2004, Goncharov et al., 2009, EFRAG, 2014a). Pomenuta asimetrija u pravovremenosti računovodstvenog priznavanja, uslovljena karakterom vesti koje su prouzrokovale reviziju tržišnih očekivanja, u literaturi se označava kao uslovni konzervativizam rezultata i smatra se njegovim poželjnim kvalitativnim svojstvom (Ball i Shivakumar, 2005, Beaver i Ryan, 2005, Ball et al., 2006, Dechow et al., 2010).

Nasuprot tome, tradicionalna računovodstvena opreznost, oličena u tendenciji ka ciljanom (ex-ante) izveštavanju nižih vrednosti neto imovine (kroz strateško potcenjivanje imovine i precenjivanje obaveza), poznata je i kao bezuslovni konzervativizam, čiji efekat na kvalitet finansijsko-izveštajnih informacija predstavlja „kontroverzno“ pitanje (Dechow et al., 2010). Naime, fokusiranje savremene izveštajne regulative na prezentaciju korisnih informacija za investiciono odlučivanje snabdevača kapitala rezultiralo je favorizovanjem neutralnosti obelodanjenih informacija, dozvoljavajući opreznost samo u svetlu obazrivog ponašanja računovođa u uslovima neizvesnosti, ali ne i u odmeravanju vrednosti neto imovine izveštajnog entiteta. Ball et al. (2006) ističu da se bezuslovni konzervativizam može pripisati težnji rukovodstva da minimizira izvesne poreske ili političke troškove ili realizuje lične lukrativne ciljeve.

Postoje dokazi da uslovni konzervativizam unapređuje efikasnost korporativnog upravljanja i eksternog zaduživanja (Ball et al., 2000, EFRAG, 2014a). Naime, smatra se da računovodstveni sistem koji favorizuje promptno priznavanje ekonomskih gubitaka disciplinuje rukovodstvo kompanije, odvrćajući ga od poteza koji ne doprinose stvaranju vrednosti za vlasnike. Kada se

ekonomski gubici priznaju promptno, u momentu (negativne) revizije očekivanja, menadžeri su više motivisani da brže zaustave promašene investicije i strategije i preduprede dalje gubitke po tom osnovu. U takvim okolnostima, ekonomski gubici pojavljuju se kao jednokratne, tranzitorne komponente računovodstvenog rezultata, bez uticaja na buduće performanse. Takođe, uslovni konzervativizam destimuliše rukovodstvo da prihvata investicione projekte sa unapred poznatom negativnom neto sadašnjom vrednošću (tzv. trofejne investicije i akvizicije), čiji bi se gubici u suprotnom manifestovali tek nakon isteka mandata odgovornih rukovodilaca.

Osim unapređenja efikasnosti korporativnog upravljanja, koristi od uslovnog konzervativizma mogu se prepoznati i na području eksternog zaduživanja. Iako brže priznavanje ekonomskih gubitaka u odnosu na dobitke u načelu neće biti od uticaja na definisanje uslova u momentu zaključenja ugovora, odgovarajući benefiti mogu se očekivati u periodu realizacije ugovornih obaveza (Ball et al., 2003). Naime, ugovori o zajmu često sadrže zaštitne klauzule, dajući pravo kreditorima da zaustave određene aktivnosti rukovodstva dužnika koje bi mogle da ugroze naplativnost njihovih potraživanja, kao što su dodatno zaduživanje, nove investicije, raspodela dividendi i slično. Budući da su zaštitne klauzule uobičajeno zasnovane na finansijsko-izveštajnim varijablama (kao što su racia zaduženosti, pokriva kamate i sl.), smatra se da će uslovno konzervativni rezultati naročito biti korisni kreditorima, omogućavajući brže aktiviranje zaštitnih ugovornih odredbi i preuzimanje prava odlučivanja u „teškim“ periodima. Naime, pravovremeno priznavanje ekonomskih gubitaka implicira i pravovremene revizije knjigovodstvenih vrednosti imovine i obaveza izveštajnog entiteta, a time i brže alarmiranje njegovih kreditora (Ball et al., 2006).

S obzirom na okolnost da pozitivne revizije tržišnih očekivanja u pogledu performansi izveštajnog entiteta (svojstvene periodima “dobrih vesti”) ne ugrožavaju interese eksternih stejkholdera, za očekivati je da oni neće imati posebnih sklonosti prema promptnom priznavanju ekonomskih dobitaka u finansijskim izveštajima (Ball i Shivakumar, 2005). U tom smislu, kada je reč o pravovremenosti rezultata kao poželjnom atributu kvaliteta finansijskog izveštavanja, primaran fokus analize po pravilu je usmeren na periode loših vesti i sposobnost računovodstvenog sistema da promptno prizna ekonomske gubitke u momentu njihovog nastanka.

Kako ekonomski gubici predstavljaju umanjenja sadašnjih vrednosti očekivanih budućih neto primanja gotovine, koja u momentu revizije očekivanja još uvek nisu gotovinski realizovana, njihovo promptno računovodstveno priznavanje podrazumeva korišćenje obračunskih (akrualnih) komponenti (Ball i Shivakumar, 2005, Ball et al., 2006). Stoga uslovni konzervativizam, kao atribut kvaliteta računovodstvenog rezultata, ima svoju cenu i predstavlja „varijablu ekonomskog izbora“ (Ball et al., 2006). Naime, izvesno je da računovodstvena verifikacija revidiranih (i nerealizovanih) tržišnih očekivanja počiva na aktivnostima koje mogu generisati značajne troškove, kao što je, na primer, godišnji test obezvređenja gudvila ili drugih imovinskih komponenti. Nasuprot tome, odloženo priznavanje revidiranih tržišnih očekivanja, u momentima stvarne (buduće) realizacije rezultujućih tokova gotovine, predstavlja jeftiniju izveštajnu opciju (Ball et al., 2006). U tom smislu, smatra se da unapređenje pravovremenosti računovodstvenog priznavanja ekonomskih gubitaka počiva na opipljivim koristima izveštajnog entiteta, koje će kompenzovati povećane troškove izveštavanja.

Sumirajući nalaze reprezentativnih istraživanja, Dechow et al. (2010) zaključuju da je primarna determinanta uslovnog konzervativizma zapravo tražnja postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala na eksternom tržištu. U tom smislu, pravovremeno priznavanje ekonomskih gubitaka ima endogenu komponentu koja oblikuje izveštajne podsticaje rukovodstva, nezavisno od karakteristika računovodstvenog sistema i institucionalnog okruženja izveštajnog entiteta. Naime, postoje dokazi da je pravovremenost priznavanja ekonomskih gubitaka značajno viša kod javnih u odnosu na privatne kompanije (Ball i Shivakumar, 2005), u jurisdikacijama sa većim značajem tržišta duga u

odnosu na tržište kapitala (Ball et al., 2008), kao i u državama anglosaksonskog prava sa izraženijom tražnjom za pravovremenim rezultatima, u odnosu na države kontinentnog prava (Ball et al., 2000), ali samo u okolnostima u kojima postoje stvarni tržišni podsticaji za uslovnim konzervativizmom (Ball et al., 2003).

Odmeravanje pravovremenosti i uslovnog konzervativizma rezultata uobičajeno se vrši kroz ocenu modela „obrnute regresije“ rezultata i prinosa akcija (u odnosu na model vrednosne relevantnosti (1)), koji je razvio Basu (1997). Nastojeći da istakne računovodstveni rezultat kao varijablu čija se svojstva istražuju, Basu (1997) ga smešta na levu stranu regresionog modela, kao zavisnu promenljivu, ocenjujući njegovu (asimetričnu) pravovremenost na osnovu veze sa kretanjem prinosa akcija, kao indikatora stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije (ekonomskog rezultata). Na ovaj način, Basu pomera fokus analize sa prosečnog ulagača i njegovih investicionih odluka, na izveštajni entitet i njegovu odluku o računovodstvenom priznavanju promena u ekonomskim performansama tokom vremena (Basu, 2009).

U danas već čuvenoj „piecewise“ linearnoj regresiji, Basu (1997) uvodi veštačku promenljivu koja omogućava distinkciju između ekonomskih gubitaka (perioda loših vesti) i ekonomskih dobitaka (perioda dobrih vesti), a time i odmeravanje uslovnog konzervativizma, tj. identifikovanje razlika u pravovremenosti rezultata između ovih perioda:

$$X_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RD_{jt} + \beta_2 R_{jt} + \beta_3 RD_{jt} R_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3)$$

gde su:

- X_{jt} – godišnja zarada po akciji za godinu t , skalirana cenom akcije na početku perioda.
- R_{jt} – ukupan prinos akcije kompanije j za godinu t (u modelu se koristi kao indikator stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije, tj. ekonomskog rezultata).
- RD_{jt} – veštačka promenljiva koja omogućava razgraničenje između perioda loših i dobrih vesti, odnosno negativnih i pozitivnih ekonomskih rezultata (ako je $R_{jt} < 0$ (ekonomski gubitak), tada je $RD_{jt} = 1$; ako je $R_{jt} > 0$ (ekonomskih dobitak), tada je $RD_{jt} = 0$).

Ako su rezultati uslovno konzervativni, ekonomski gubici će biti brže priznati u računovodstvenom rezultatu, u odnosu na ekonomske dobitke, kreirajući jaču vezu rezultata i cena (prinosa) akcija u periodima loših, u odnosu na periode dobrih vesti (Givoly i Hayn, 2000). Naime, ekonomski gubici biće računovodstveno priznati u istom periodu u kojem su uticali na prinose akcija, dok kod ekonomskih dobitaka to neće biti slučaj – njihov uticaj na računovodstveni rezultat će kasniti, kreirajući slabiju vezu rezultata i prinosa akcija u periodu dobrih vesti. U tom smislu, razlika u jačini veze koja postoji između prinosa akcija i računovodstvenog rezultata u periodima loših i periodima dobrih vesti može poslužiti kao mera uslovnog konzervativizma (Basu 1997, Pope i Walker 1999, Ball et al. 2000, Holthausen i Watts, 2000, Givoly i Hayn, 2000). Osim toga, treba imati u vidu da jača veza rezultata i prinosa akcija u periodima loših vesti predstavlja signal da uslovni konzervativizam obezbeđuje informacije koje su vrednosno relevantne (Ruch i Taylor, 2015).

Ocenjeni koeficijent β_2 u modelu „obrnute regresije“ (3) ukazuje na osetljivost računovodstvenog rezultata na ekonomske dobitke, dok β_3 pokazuje inkrementalnu osetljivost računovodstvenog rezultata na ekonomske gubitke. U tom smislu, uslovni konzervativizam rezultata (brže priznavanje ekonomskih gubitaka u odnosu na ekonomske dobitke) će se manifestovati kroz pozitivne vrednosti ocenjenog koeficijenta β_3 , tako da racio konzervativizma, predstavljen odnosom pravovremenosti u priznavanju ekonomskih gubitaka i pravovremenosti u priznavanju ekonomskih dobitaka ($(\beta_2 + \beta_3)/\beta_2$) uzima vrednosti veće od jedinice. U konačnom, objašnjavajuća moć ocenjenog modela (3) ukazuje na ukupnu pravovremenost računovodstvenog rezultata u obuhvatanju svih promena u stvarnim performansama kompanije (ekonomskih gubitaka i dobitaka).

Kao što primećuju Ball et al. (2013), Basu (1997) model „obrnute regresije“ za relativno kratko vreme postao je jedan od osnovnih modela finansijsko-računovodstvene literature. Sam Basu (1997) nudi i alternativnu varijantu ovog modela, prilagođenu kompanijama koje nisu listirane na berzi, koja omogućava ocenjivanje uslovnog konzervativizma i pravovremenosti rezultata samo na osnovu računovodstvenih podataka (bez prinosa akcija):

$$\Delta X_{jt} = \beta_0 + \beta_1 D_{jt-1} + \beta_2 \Delta X_{jt-1} + \beta_3 D_{jt-1} \Delta X_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (4)$$

gde su:

- ΔX_{jt} i ΔX_{jt-1} – promene u godišnjoj zaradi po akciji, skalirane cenom akcije na početku perioda i
- D_{jt-1} - veštačka promenljiva koja omogućava razgraničenje između perioda loših i dobrih vesti, odnosno negativnih i pozitivnih ekonomskih rezultata (ako je $\Delta X_{jt-1} < 0$ (ekonomski gubitak), tada je $D_{jt-1}=1$ i obrnuto).

Pomenuti model (4) analizira pravovremenost i uslovni konzervativizam rezultata kroz ispitivanje perzistentnosti promena u računovodstvenom rezultatu. Naime, ukoliko računovodstveni rezultat pravovremeno reflektuje stvarne promene u ekonomskim performansama kompanije u momentu njihovog nastanka, očekuje se da će takav rezultat sadržati komponente tranzitornog karaktera. U suprotnom, ukoliko se priznavanje stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije odlaže do momenta realizacije sa njima povezanih tokova gotovine, računovodstveni rezultat će biti više perzistentnog karaktera. Kao što primećuju Ball et al. (2003), ukoliko je računovodstveni rezultat uslovno konzervativan, tj. brže priznaje negativne revizije tržišnih očekivanja u odnosu na pozitivne, on će ispoljavati veća tranzitorna umanjenja nego uvećanja. U tom smislu, ne-negativni koeficijenti nagiba u modelu 4 tumače se kao signal perzistentnosti promena u računovodstvenom rezultatu, dok negativne vrednosti ovih koeficijenata ukazuju na tranzitorni karakter tih promena. Stoga parametar β_2 ukazuje na perzistentnost (ili tranzitorni karakter) pozitivnih promena u rezultatu, dok β_3 ukazuje na inkrementalnu perzistentnost (ili tranzitorni karakter) negativnih promena u rezultatu. U slučaju uslovnog konzervativizma rezultata (asimetrije u priznavanju ekonomskih gubitaka i dobitaka), očekuje se da negativne promene budu više tranzitornog karaktera od pozitivnih tj. da koeficijent nagiba β_3 bude negativan.

Ball i Shivakumar (2005) nude svoju varijantu računovodstvenog modela perzistentnosti i uslovnog konzervativizma rezultata, analizirajući pomenuta svojstva na osnovu odnosa između obračunske i gotovinske komponente poslovnog rezultata.

Izvesno je da korišćenje prinosa akcija kao indikatora stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije (ekonomskog rezultata) može prouzrokovati sumnju u validnost Basu (1997) modela u uslovima nedovoljno razvijenih i nedovoljno efikasnih tržišta kapitala, sa slabijim standardima javnog obelodanjivanja i upitnom brzinom reakcije cena na nove informacije. Ipak, treba imati u vidu da je horizont analize koji obuhvata fiskalnu godinu relativno dugačak (naročito u odnosu na studije događaja) i očekivano dovoljan za tržišnu verifikaciju raspoloživih informacija (Ball et al., 2000). Osim toga, Ball et al. (2000) primećuju da slabiji zahtevi javnog obelodanjivanja ne moraju nužno ograničiti dostupnost informacija o izveštajnim entitetima na tržištima kapitala u razvoju. Naime, manje razvijenim tržištima po pravilu su svojstveni slabiji regulatorni zahtevi i mehanizmi nadzora. Takve okolnosti mogu motivisati korporativne insajdere da trguju na osnovu insajderskih informacija, omogućavajući tržištu da takve informacije prepozna i ugradi u cene akcija. Međutim, ostaje pitanje u kojoj meri takva cenovna pitanja reflektuju stvarna očekivanja investitora u pogledu očekivanih budućih performansi kompanije.

4.4. Otpornost rezultata na diskreciono upravljanje

Sposobnost računovodstvenog rezultata da verodostojno reflektuje stvarne ekonomske performanse kompanije biće uslovljena kako kvalitativnim kapacitetom lokalnog računovodstvenog sistema, tako i spremnošću rukovodstva da važeću regulativu efikasno (i pošteno) primeni u cilju pružanja korisnih informacija za investiciono odlučivanje. Ipak, izvesno je da izveštajni izbori rukovodstva mogu biti motivisani i drugim faktorima, često lične prirode (o čemu je više bilo reči u prethodnim tačkama ovog poglavlja). Težnja ka realizaciji drugih ciljeva (koji, na primer, mogu uključiti ostvarenje ugovorenih bonusa, izbegavanje kršenja zaštitnih odredbi ugovora o dugu, poreske uštede ili odlaganja plaćanja poreza, uticaj na cenu akcija, uticaj na raspodelu dividendi i sl.) uobičajeno će se manifestovati u svesnom, unapred smišljenom uobličavanju prezentovane finansijske pozicije i performansi izveštajnog entiteta, najčešće usmerenom ka uravnoteženju obelodanjenih rezultata u vremenu (tzv. „*income smoothing*“) ili njihovom približavanju postavljenim targetima (tzv. „*target beating*“).

Kao napor da se umanje fluktuacije u stvarnim ekonomskim performansama kompanije, kako bi se eksternoj javnosti prezentovala željena slika uravnoteženog toka profitnih ostvarenja, ciljano izravnjanje obelodanjenih rezultata praćeno je izvesnom dozom kontroverzi. Iako prepoznato kao „legitiman poslovni cilj“ (Beidleman, 1973, str. 653) i „uobičajena korporativna praksa mnogih zemalja širom sveta“ (Dechow et al., 2010, str. 351), preovlađujuće je uverenje da veštačko uravnotežavanje serije dobitaka ima negativne kvalitativne posledice, odnosno da umanjuje informacioni i prognostički kapacitet periodičnog rezultata u investicionom odlučivanju i iskrivljuje sliku o uspešnosti angažovanog rukovodstva. Takav stav naročito je podržan nezaobilaznim problemima informacione asimetrije, odnosno nemogućnošću eksternih korisnika da prepoznaju stvarne ekonomske performanse kompanije, ali i stvarne motive koji su oblikovali izveštajne izbore njenog rukovodstva.

Kao što primećuje Malinić (2007), primarni motiv rukovodstva za iskazivanjem relativno stabilnog dobitka u odnosu na visinu angažovanog kapitala treba tražiti u njegovom opredeljenju za vođenje politike stabilnih dividendi. Naime, postoji uverenje da investitori preferiraju uravnoteženo rastuće, u odnosu na varijabilne zarade, očekujući da će one obezbediti viši nivo dividendi. Osim toga, smatra se da „česte i nepredvidive fluktuacije ostavljaju rđav utisak o stabilnosti i sigurnosti preduzeća, ali i o sposobnosti menadžmenta da stvara stabilnu zaradu“ (Malinić, 2007, str. 106). U tom smislu, ublažavanjem ciklične prirode dobitka, očekuje se da politika uravnoteženja rezultata doprinese umanjenju percepiranog tržišnog rizika, olakša predviđanje budućih ostvarenja kompanije i utiče na rast njene tržišne vrednosti. Takođe, moguće je očekivati i izvesne poreske uštede, u vidu izbegavanja efekata progresivnog oporezivanja ili odlaganja plaćanja poreza na buduće periode (Malinić, 2007).

Imajući u vidu prethodna razmatranja, pozitivni aspekti politike diskrecionog uravnoteženja rezultata mogu se prepoznati u proaktivnom pristupu rukovodstva eksternom finansijskom izveštavanju, odnosno naporima da se apstrahovanjem tranzitornih fluktuacija u performansama kompanije obezbedi reprezentativnija mera njenih profitnih ostvarenja. Zarowin (2002) pokazuje da menadžeri američkih kompanija ciljano izravnjavaju obelodanjene zarade kako bi zainteresovanim investitorima na tržištu kapitala preneli svoje vredne, privatne (eksterno neuočljive) informacije o kompaniji i njenim performansama, unapređujući time korisnost (i kvalitet) finansijskog izveštavanja.

Ipak, treba imati u vidu da se pomenuti nalazi odnose na Sjedinjene Američke Države, jurisdikciju koju odlikuje zavidno visok stepen zaštite interesa investitora. Burgstahler et al. (2006) prepoznaju da će, u odsustvu snažnih pritisaka tržišta kapitala za obelodanjivanjem relevantnih i verodostojno prezentovanih informacija, izveštajni izbori rukovodstva verovatnije biti motivisani drugim

faktorima, rezultujući u lošijem kvalitetu finansijskih izveštaja. Analizirajući uzorak kompanija iz 13 evropskih država, pomenuti autori nalaze značajne razlike u informacionom sadržaju zarada između javnih i privatnih kompanija, pripisujući ih upravo efektima diskrecionog upravljanja rezultatom. Iako zarade privatnih kompanija ispoljavaju značajno viši stepen podložnosti tehnikama diskrecionog upravljanja, pokazuje se da snažni pravni sistemi imaju disciplinujuće dejstvo na takvu izveštajnu praksu.

Leuz et al. (2003) dokazuju da su veštački uravnoteženi rezultati manje informativni, kao i da je sklonost ka intervencijama takve vrste manja kod kompanija sa razuđenijom vlasničkom strukturom, koje posluju na razvijenim tržištima kapitala, odnosno jurisdikcijama sa visokim stepenom zaštite prava investitora i jakim institucionalnim mehanizmima. U tom smislu, pomenuti autori pokazuju da su negativni efekti takvih izveštajnih praksi izraženiji na tržištima izvan SAD, pre svega u jurisdikcijama kontinentalnog prava i azijskim državama. Pomenuti nalazi potvrđeni su i u istraživanju Ball et al. (2000), koji pokazuju da kontinentalno-pravni sistemi, u odnosu na anglosaksonske, dodeljuju rukovodstvu značajno viši stepen diskrecionih prava u upravljanju obelodanjenim performansama.

Principi verodostojne prezentacije, na kojima počiva eksterno finansijsko izveštavanje, nalažu da volatilnost računovodstvenog rezultata verno odražava volatilnost stvarnih ekonomskih performansi izveštajnog entiteta. Ciljano uravnoteženje tranzitornih šokova i stabilizacija toka obelodanjenih zarada u kratkom roku mogu doprineti unapređenju njihove perzistentnosti i prediktabilnosti, umanjujući neizvesnost u pogledu realizacije budućih ostvarenja kompanije (Dichev i Tang, 2009). Ipak, kada su računovodstveni izbori rukovodstva usmereni ka dugoročnom uravnotežavanju permanentnih trendova u tokovima gotovine, to će imati za posledicu manje pravovremenu i manje informativnu meru periodičnog rezultata (Ball et al., 2000, Dechow et al., 2010). Iako visoka volatilnost u načelu nije poželjna, treba imati u vidu da intervencije rukovodstva na ublažavanju njenih izveštajnih manifestacija ne smeju ugroziti sposobnost tekućih zarada da verodostojno signaliziraju iznose, dinamiku i neizvesnosti očekivanih budućih neto primanja gotovine izveštajnog entiteta (Francis et al., 2004).

U tom smislu, indikatori diskrecionog upravljanja računovodstvenim rezultatima razvijeni su u cilju odmeravanja stepena u kojem je rukovodstvo namenski uravnotežavalo fluktuacije u ostvarenim performansama kompanije ili veštački podešavalo obelodanjene zarade do nivoa unapred zadatih targeta. Iako se oportunističke aktivnosti menadžmenta mogu prepoznati i u sferi realnih aktivnosti izveštajnog entiteta, kao i čisto računovodstvenoj sferi, očekuje se da će tekući tokovi gotovine uglavnom biti pošteđeni „upravljačkih“ efekata. U tom smislu, indikatori kvaliteta rezultata po pravilu tretiraju gotovinske tokove kao benčmark za „objektivnu“ meru stvarnih performansi kompanije, koja nije „patila“ od menadžerskih intervencija (Leuz et al., 2003).

Poznato je da obračunske (akrualne) veličine imaju zadatak da uravnoteže tekuće tokove gotovine, u cilju osiguranja računovodstvenog rezultata kao superiornije mere kratkoročnih performansi kompanije, koja najvećim delom neće biti pod uticajem trenutka realizacije plaćanja i naplata (Dechow, 1994, Ball i Shivakumar, 2006). Ipak, značajna izveštajna sloboda rukovodstva u priznavanju i odmeravanju obračunskih veličina (omogućena pravima izbora, rasuđivanjima i procenama utkanim u važeću računovodstvenu regulativu) čini ove komponente rezultata uobičajenim poligonom za realizaciju ciljeva diskrecionog upravljanja. U tom smislu, posebno složeno pitanje predstavlja razgraničenje nivoa obračunskih veličina koje će se smatrati „normalnim“ (uobičajeno determinisanog faktorima kao što su specifičnosti osnovne delatnosti kompanije i dužina njenog poslovnog ciklusa), od „diskrecionih“ (ili neuobičajenih), koje bi predstavljale signal ciljanog upravljanja obelodanjenim rezultatima.

Leuz et al. (2003) ispituju sistematske razlike u stepenu upravljanja rezultatom na uzorku kompanija iz 31 jurisdikcije, razvijajući agregatni pokazatelj koji počiva na četiri indikatora. Polazeći od pretpostavke da insajderi veštački uravnotežuju obelodanjene rezultate podešavajući njihove obračunske komponente, prvi indikator portretiše odnos standardne devijacije poslovnih rezultata i standardne devijacije tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti. Iako se po prirodi može očekivati da je varijabilitet rezultata niži od varijabiliteta tokova gotovine (upravo zbog prisustva obračunskih komponenti čiji je i zadatak da obezbede uravnoteženje više volatilne mere gotovinskih tokova), treba imati u vidu i očekivanje da kompanije koje imaju volatilnije tokove gotovine prirodno imaju i veću volatilitet rezultata (Barth et al., 2008). U tom smislu, neuobičajeno niske vrednosti pomenutog indikatora mogu se tumačiti kao signal da su obračunske veličine ciljano korišćene u pravcu veštačkog umanjavanja volatiliteta u performansama (Schipper i Vincent, 2003).

Primena računovodstvenih pravila u cilju prikrivanja stvarnih ekonomskih šokova i njihovog uticaja na performanse izveštajnog entiteta (na primer, agresivnijim priznavanjem prihoda i odlaganjem tekućih troškova na buduće periode, ili obrnuto), imaće za posledicu negativnu korelaciju između promena u obračunskoj komponenti tekućeg rezultata i šokova u poslovnim tokovima gotovine (Burgstahler et al., 2006). Iako je negativna korelacija obračunske i gotovinske komponente rezultata prirodna posledica akrealnog računovodstva, smatra se da izraženi magnituda ukazuju na ciljano uravnoteženje obelodanjenih zarada, koje, u takvim okolnostima, neće reflektovati stvarne ekonomske performanse kompanije. U tom smislu, kao drugi indikator veštačkog uravnoteženja rezultata Leuz et al. (2003) koriste Spirmanov koeficijent korelacije između promena u (ukupnoj) obračunskoj komponenti rezultata i promena u tokovima gotovine iz poslovnih aktivnosti, zaključujući da se više vrednosti pomenutog koeficijenta mogu tumačiti kao signal upravljanja rezultatom.

Osim za uravnoteženje rezultata, rukovodstvo može koristiti obračunske komponente i u cilju oblikovanja željene slike ekonomskih performansi koja će biti predstavljena investicionoj javnosti. Takve aktivnosti mogu se, na primer, prepoznati u težnji da se obelodanjeni rezultati „poprave“ u cilju dostizanja zadatih targeta ili, pak, investitori motivišu na nova ulaganja u postupku pripreme emisije akcija. Imajući to u vidu, treći indikator diskrecionog upravljanja rezultatom obračunava se kao odnos apsolutne vrednosti ukupnih obračunskih veličina i apsolutne vrednosti tokova gotovine iz poslovnih aktivnosti. Veća magnituda obračunskih veličina tumači se kao signal višeg stepena ciljanog upravljanja računovodstvenim rezultatom.

Težnja za računovodstvenim „popravljanjem“ stvarnih performansi kompanije naročito će biti izražena u okolnostima u kojima su tekuća ostvarenja relativno blizu zone dobitka. DeGeorge et al. (1999) i Burgstahler i Dichev (1997) dokazuju da menadžeri američkih kompanija ciljano upravljaju računovodstvenim rezultatima kako bi izbegli obelodanjivanje „malih“ gubitaka. Naime, uočeno je da u raspodeli frekvencija obelodanjenih rezultata postoji tačka diskontinuiteta oko nulte vrednosti, tako da je broj opservacija rezultata neuobičajeno visok u prvom pozitivnom intervalu, odnosno nizak u prvom negativnom intervalu. Iako su motivi rukovodstva u izbegavanju gubitaka (nezavisno od njihove veličine) nesporni, treba imati u vidu da su vrednosni domeni računovodstvenih „popravki“ ipak ograničeni. Usled navedenog, predmet analize su samo „mali“ rezultati, koji pripadaju rasponu od (+/-) 1% vrednosti ukupne imovine izveštajnog entiteta na početku perioda (Burgstahler et al., 2006). Stoga se kao četvrti indikator upravljanja rezultatom obračunava racio malih profita prema malim gubicima (skaliranih ukupnom imovinom na početku perioda), pri čemu se više vrednosti racia tumače kao signal ciljanog prevođenja stvarnih performansi u zonu dobitka.

Dechow et al. (2010) prepoznaju nekoliko determinanti uravnoteženosti računovodstvenih rezultata, navodeći da je njihove pojedinačne efekte teško identifikovati i razlučiti. Reč je o prirodnom varijabilitetu fundamentalnog zarađivačkog procesa kompanije, sposobnosti njenog lokalnog

regulatornog okvira da verodostojno prezentuje ekonomsku realnost izveštajnih entiteta i stvarnim motivima koji su oblikovali neposredne računovodstvene izbore njihovih rukovodstava. U tom smislu, izloženi indikatori diskrecionog upravljanja rezultatom ne mogu se smatrati savršenim merama i potrebno ih je tumačiti sa izvesnom dozom opreza, naročito u slučaju nekonzistentnih signala. Ipak, postoje dokazi da agregatni indikator podložnosti rezultata ciljanom upravljanju (Leuz et al., 2003) obezbeđuje zaključke koji su konzistentni opštim percepcijama o informativnosti rezultata u analiziranim jurisdikcijama (Lang et al. 2003, Burgstahler et al., 2006).

V EMPIRIJSKA ANALIZA INFORMACIONE NADMOĆI KONSOLIDOVANIH FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA U SISTEMU EKSTERNOG FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA ZEMALJA BIVŠE JUGOSLAVIJE

1. KONTEKST ISTRAŽIVANJA

U ovom delu disertacije biće predstavljeni nalazi empirijskog ispitivanja informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja, u odnosu na pojedinačne finansijske izveštaje matičnog društva, u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja zemalja bivše Jugoslavije.

Počivajući na dva obavezna izveštajna seta – o matičnoj kompaniji i celini ekonomskog entiteta kojim ona upravlja, dualni sistem finansijskog izveštavanja o performansama grupa preduzeća ne predstavlja univerzalnu izveštajnu praksu na internacionalnom nivou. Iako Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja promovišu konsolidovane finansijske izveštaje kao superioran (i dovoljan), jedinstveni izvor finansijskih informacija o grupi (a ujedno i njenoj matici), barem kada je o investicionom odlučivanju reč, proklamovanje obavezne pripreme pojedinačnih izveštaja matičnog društva, u vidu dodatnog izveštajnog seta, predviđeno je kao opciona mogućnost za nacionalnog zakonodavca. Dok pojedinačni izveštaji matice imaju dugu istoriju i tradiciju (kao i značajne pravno-specifične uloge) u većini evropskih jurisdikcija (EFRAG, 2014), u Sjedinjenim Američkim Državama, na primer, to nije slučaj – izveštajna praksa matičnih kompanija počiva na konsolidovanim informacijama.

U tom smislu, empirijska istraživanja eventualnih razlika u informacionom kapacitetu konsolidovanih finansijskih izveštaja i pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva, njihovih individualnih kvalitativnih karakteristika i rezultujuće korisnosti za donošenje odluka o investiranju u maticu od interesa, relativno su malobrojna. Nedovoljno interesovanje akademskih krugova za pomenutu problematiku takođe se može pripisati i ograničenjima u raspoloživosti neophodnih podataka za analizu. Osim toga, ne treba zaboraviti da dodatne ekonomske uloge pojedinačnih izveštajnih informacija matice u dualnom sistemu mogu uticati na njihovo potpuno isključenje iz informacione baze zainteresovanih investitora i poverilaca, ostavljajući konsolidovane informacije kao praktično jedino uporište investicionih odluka u takvim okolnostima.

Naime, kao dopunski informacioni set u dualnom sistemu, pojedinačni finansijski izveštaji matične kompanije mogu imati sopstvene izveštajne ciljeve i njima prilagođene računovodstvene politike, pa čak i celokupnu izveštajnu regulativu (na primer, nacionalne računovodstvene standarde umesto Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja). U takvim okolnostima, opšti cilj pojedinačnih izveštaja matice ne mora nužno biti materijalizovan u pružanju korisnih finansijskih informacija za njene postojeće i potencijalne snabdevače kapitala. Naprotiv, ciljevi pojedinačnih izveštaja matice (i njima prilagođene izveštajne strategije rukovodstva) mogu izvirati iz drugih uloga, kao što su obračun oporezivog rezultata matične kompanije, isplata dividendi njenim vlasnicima, ocena usklađenosti poslovanja matice sa nacionalnim zakonima i regulatornim pravilima, ocena insolventnosti i utvrđivanje razloga za pokretanje stečajnog postupka, emisija novih instrumenata kapitala na finansijskom tržištu i slično.

Ipak, kada su Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja proklamovani kao uniformni izveštajni okvir u dualnom sistemu, kao što je to slučaj u Republici Srbiji i ostalim zemljama bivše Jugoslavije, pojedinačni izveštaji matičnog društva poprimaju uobičajeni karakter finansijskih

izveštaja opšte namene, deleći istovetne izveštajne ciljeve i zajednički krug primarnih korisnika sa konsolidovanim finansijskim izveštajima. U takvim okolnostima, može se diskutovati o posebnim koristima koje postojeći i potencijalni investitori, zaposlenici i ostali poverioci matičnog društva uživaju u dualnom sistemu (u odnosu na sistem koji počiva isključivo na konsolidovanim izveštajima).

Izvesno je da kvantitativno više raspoloživih informacija (o grupi kao celini i matici kao subjektu prava) ima potencijal da iznedri uspešnije investicione odluke zainteresovanih ulagača matičnih društava. Međutim, ne treba zaboraviti da će informaciona svojstva dualnog sistema u konačnom biti opredeljena ne toliko samim kvantitetom, koliko dostignutim stepenom kvaliteta ukupno raspoloživih finansijskih informacija o grupi i njenoj matici. Kao “zlatni standard izveštavanja”, Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja često su proklamovani kao siguran put ka maksimiziranju ukupne korisnosti konsolidovanih i pojedinačnih informacija u dualnom sistemu. Ipak, kvalitet regulative samo je jedna od brojnih determinanti kvalitativnih karakteristika finansijskih informacija izveštajnih entiteta (detaljno obrazloženih u prethodnim delovima ove disertacije). Među njima se posebno ističu ekonomski podsticaji tržišta kapitala, kao faktor sa dokazano preovlađujućim uticajem na oblikovanje izveštajnih strategija rukovodstva kompanije i ukupan kvalitet obelodanjenih finansijsko-izveštajnih informacija (Ball et al., 2001, 2003, Ball i Shivakumar, 2005).

Odsustvo formalne obaveze vođenja uniformnih računovodstvenih politika za grupu i matično društvo (kao zasebne izveštajne subjekte), u okolnostima u kojima pravno-specifične uloge pojedinačnih informacija o matičnoj kompaniji zauzimaju visoko mesto na lestvici izveštajnih prioriteta rukovodstva, može rezultovati značajnijim razlikama u kvalitativnim svojstvima konsolidovanih i pojedinačnih informacija, čak i onda kada računovodstveni manevri u pojedinačnim izveštajima matice ostaju u okvirima diskrecionog prostora dozvoljenog regulativom (poprimajući ozbiljnije srazmere u uslovima izraženijeg kreativizma). Ipak, kada rukovodstvo matice prepoznaje opipljive ekonomske koristi od unapređenja kvaliteta obelodanjenih informacija, u vidu olakšanog pristupa dodatnim izvorima finansiranja pod povoljnim uslovima, izveštajna strategija na konsolidovanom nivou ne mora trpeti (potencijalno) negativne kvalitativne efekte parcijalnih ciljeva pojedinačnih izveštaja (procedure konsolidovanja mogu delovati kao svojevrsan “štit” u tom smislu). Ukoliko, pak, izveštajni podsticaji tržišta kapitala izostaju, postoji opravdan rizik da mogući lošiji kvalitet pojedinačnih informacija matice (uslovljen fokusom na njihove pojedinačne ciljeve) bude jednostavno “preliven” na konsolidovani nivo. U takvim okolnostima, ukupna korisnost raspoloživih informacija u dualnom sistemu može biti umanjena upravo zbog same obaveze javnog obelodanjivanja pojedinačnih izveštaja matice. Cotter (2003) primećuje da sam čin proklamovanja finansijskih izveštaja matičnog društva kao dodatnog obaveznog izveštajnog seta može izazvati nepotrebne troškove za matično društvo, menjajući izveštajne strategije njegovog rukovodstva.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, izvesno je da se kvalitativna svojstva konsolidovanih finansijskih informacija i finansijskih informacija iz pojedinačnih izveštaja matične kompanije mogu razlikovati. Kada su oba izveštajna seta pripremljena u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja, njihovi ciljevi ogleđaće se u pružanju finansijskih informacija koje će postojećim i potencijalnim investitorima, zaposlenicima i ostalim poveriocima matice biti korisne prilikom donošenja odluka o ulaganju resursa u matično društvo. Uspešnost investicionih odluka pomenutih korisnika, između ostalog podrazumeva i njihova jasna prethodna saznanja u vezi sa specifičnim karakteristikama i upotrebljivošću informacija iz konsolidovanih i pojedinačnih finansijskih izveštaja. Iako međunarodna profesionalna regulativa finansijskog izveštavanja ističe konsolidovane finansijske izveštaje kao informaciono superiorne u tom smislu, izvesno je da dodatno raspoložive informacije o matici kao subjektu prava mogu imati inkrementalnu vrednost za primarne korisnike, pomažući im da jasnije sagledaju deo očekivanih neto priliva gotovine koji će

biti materijalizovan u okvirima matičnog društva i tako unaprede procene iznosa, dinamike i neizvesnosti realizacije njihovih sopstvenih prinosa na ulaganja u maticu od interesa. Ipak, efekti drugih faktora, na čelu sa stepenom razvijenosti nacionalnog tržišta kapitala, mogu poremetiti očekivane kvalitativne relacije u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja, produkujući dodatne informacione rizike, produbljujući inherentnu informacionu asimetriju, usporavajući procese alokacije kapitala i umanjujući njihovu efikasnost. U tom smislu, postoji jasna potreba za sagledavanjem dometa informacione podrške konsolidovanih izveštaja grupe i pojedinačnih izveštaja matice donošenju odluka zainteresovanih postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva u uslovima nedovoljno razvijenog tržišta kapitala, na kojem motivacioni efekti unapređenja transparentnosti i kvaliteta obelodanjenih finansijskih informacija mogu izostati.

U skladu sa relevantnim teorijskim i empirijskim istraživanjima, korisnost izveštajnih informacija za investitore i poverice analizirana je u svetlu specifičnih svojstava obelodanjenog računovodstvenog rezultata, kao najšire korišćenog pojedinačnog indikatora performansi u praksi savremenog poslovnog odlučivanja (Malinić, 2007). U nedostatku univerzalne mere kvaliteta, istraživanje je zasnovano na nizu kvalitativnih atributa rezultata, podložnih merenjima. Pomenuti atributi reflektuju različite pristupe odmeravanju kvaliteta, svojstvene različitim modelima odlučivanja koji stoje u osnovi investicionih odluka primarnih korisnika finansijskih informacija. U tom smislu, korišćeni indikatori kvaliteta ne mogu se smatrati međusobno supstitabilnim. Reč je o pokazateljima vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti, kao i otpornosti obelodanjenih rezultata na različite tehnike diskrecionog upravljanja. Pomenuta svojstva ispitivana su kako na nivou konsolidovanih rezultata grupe, tako i na nivou pojedinačnih rezultata matične kompanije, a potom su vršena odgovarajuća poređenja u cilju sagledavanja eventualnih razlika u njihovom kvalitetu, kao i u cilju ispitivanja inkrementalnog doprinosa pojedinačnih informacija ukupnoj korisnosti za primarne korisnike u dualnom sistemu.

Empirijska analiza izvršena je na uzorku javnih društava sa statusom matice, listiranih na tržištima kapitala Republike Srbije i ostalih zemalja bivše Jugoslavije. Analizom je obuhvaćen vremenski period nakon finansijske krize, koji obuhvata razdoblje od 2013. do 2017. godine. Status matičnog društva pojavljuje se kao neophodan preduslov realizacije istraživanja, budući da predstavlja osnovni kriterijum za identifikaciju obveznika sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Osim potrebe da se istraživanjem obuhvate i relevantni indikatori tržišne vrednosti kapitala matice, odabir javnih društava kao jedinica posmatranja takođe je bio motivisan postojanjem naglašenog javnog interesa za informacijama o njihovom poslovanju. Naime, poznate relacije između kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija, transparentnosti, informacionog rizika, cene kapitala i efikasnosti njegove alokacije upravo dolaze do izražaja na primeru kompanija koje su listirane na berzi. Imajući u vidu uobičajeni status investitora (i poverilaca) javnih društava, kao eksternih korisnika finansijskih informacija, finansijsko izveštavanje listiranih kompanija poprima karakter svojevrsnog mehanizma komunikacije između rukovodstva matičnog društva i njegovih postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala. Iako nisu najčešća forma organizovanja privrednih subjekta, treba imati u vidu da javne korporacije generišu najviše prihode na svetskom nivou²⁹. Zahvaljujući tome, više je nego očigledno da su pitanja kvaliteta i transparentnosti njihovog finansijskog izveštavanja od neprocenjivog značaja kako za investicionu, tako i za širu javnost.

Ipak, ne treba zaboraviti da će naponi rukovodstva na unapređenju kvaliteta obelodanjenih finansijsko-izveštajnih informacija u značajnoj meri biti ekonomski motivisani (Ball i Shivakumar, 2005). Treba imati u vidu da analizirana tržišta kapitala zemalja bivše Jugoslavije odlikuje vrlo nizak stepen razvijenosti. Relativno slaba ponuda kvalitetnih instrumenata na ovim tržištima, karakteristično mali obim aktivnosti i oklevanje emitenata da neophodne finansijske resurse prikupljaju kroz emisiju hartija od vrednosti, mogu imati za posledicu to da ekonomski podsticaji

²⁹ Prema podacima Fortune Global 500 liste za 2019. godinu; raspoloživo na <https://fortune.com/global500/>; preuzeto 15.07.2020. godine.

unapređenja transparentnosti finansijskog izveštavanja, u obliku mogućnosti pribavljanja kvalitetnih izvora finansiranja pod povoljnim uslovima, izostanu. Kada uloga finansijskih izveštaja kao mehanizma umanjenja informacione asimetrije slabi, može se očekivati da izveštajne strategije rukovodstva budu prilagođene drugim ciljevima (bilo da takve strategije ostaju u dozvoljenim okvirima manevarskog prostora računovodstvene regulative ili prelaze u sferu kreativnog finansijskog izveštavanja). Kao što primećuju Ball i Shivakumar (2005), lošiji kvalitet finansijskog izveštavanja u takvim okolnostima predstavlja ravnotežni ishod na tržištu finansijskih informacija i nije posebno iznenađujuć, niti alarmantan. U tom smislu, na manje razvijenim tržištima kapitala, uobičajene relacije između kvaliteta finansijskog izveštavanja i reakcija tržišta kapitala mogu poprimiti potpuno drugačiji karakter u odnosu na razvijene zemlje.

Istraživanjem su obuhvaćena javna matična društva čije su akcije uključene u odgovarajući berzanski indeks šireg obuhvata na berzama nekadašnjih jugoslovenskih republika: BELEXline (Beogradska berza), MONEX (Montenegroberza), MBI10 (Makedonska berza), SBITOP (Ljubljanska borza), CROBEXplus (Zagrebačka burza), BIRS (Banjalučka berza) i SASX30 (Sarajevska berza – burza). Fokus na berzanski indeks posledica je potrebe da se osigura izvesna redovnost u trgovanju akcijama analiziranih matice. Naime, imajući u vidu obime prometa, broj i učestalost transakcija koji su svojstveni tržištima kapitala u razvoju, likvidnost akcija javnih društava može biti dovedena u pitanje, a time i aktuelnost njihovih tržišnih cena i odgovarajućih indikatora tržišne vrednosti njihovog kapitala. U tom smislu, sužavanje istraživačkog interesovanja na javna matična društva čije akcije pripadaju relevantnom indeksu upravo je motivisano obezbeđenjem likvidnosti tih akcija.

Zahvaljujući nedovoljnom stepenu razvijenosti tržišta kapitala i slabom interesovanju domaćih korporacija za realizaciju inicijalnih javnih ponuda i listiranje njihovih matice na Beogradskoj berzi, broj matičnih društava u Republici Srbiji koja ispunjavaju predviđena istraživačka ograničenja je, sa stanovišta zahteva empirijske analize, zanemarljiv. U cilju osiguranja adekvatnosti uzorka, analiza je proširena na sva tržišta kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika. Kako su ove zemlje do poslednje decenije XX veka činile integralni deo jedinstvene države, njihovi društveni, kulturni, politički, pravni i ekonomski sistemi, uključujući i sisteme eksternog finansijskog izveštavanja ispoljavaju značajne sličnosti. Osim toga, one dele i zajednički regulatorni okvir finansijskog izveštavanja, predviđajući Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja za konsolidovane finansijske izveštaje, kao i za pojedinačne izveštaje matičnih društava. Stoga se može očekivati da pojedinačne determinante kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija imaju uniformno dejstvo na analiziranim tržištima, čineći odabrani uzorak kompanija homogenim. Eventualno proširenje istraživačkog fokusa u pravcu uključivanja matičnih kompanija iz drugih jurisdikcija imalo bi za posledicu narušavanje homogenosti uzorka, dovodeći u pitanje validnost empirijskih nalaza.

2. FORMULISANJE ISTRAŽIVAČKIH HIPOTEZA

Imajući u vidu predmet istraživanja, njegove ciljeve i kontekstne specifičnosti, polazna očekivanja u pogledu korisnih svojstava obelodanih informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matične kompanije, kao i ukupnog informacionog potencijala dualnog sistema finansijskog izveštavanja o performansama korporativnih grupa, mogu se sumirati u sledećim opštim istraživačkim hipotezama:

- *konsolidovani finansijski izveštaji pružaju korisnije informacije za donošenje odluka postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva, u odnosu na pojedinačne finansijske izveštaje matice u sistemu dualnog finansijskog izveštavanja o grupama i*

- *pojedinačni finansijski izveštaji matice unapređuju odlučivanje postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matičnog društva, kada se koriste zajedno sa konsolidovanim finansijskim izveštajima u sistemu dualnog finansijskog izveštavanja o grupama.*

Korisna svojstva obelodanjenih informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnog društva, za zainteresovane investitore i poverioce (matice), analizirana su u svetlu poznatih merljivih atributa kvaliteta računovodstvenog rezultata: vrednosne relevantnosti, perzistentnosti, pravovremenosti i otpornosti rezultata na tehnike diskrecionog upravljanja. Fokusiranjem na individualne kvalitativne attribute konsolidovanih i pojedinačnih rezultata, opšte istraživačke hipoteze konkretizovane su kroz šest posebnih hipoteza.

2.1. Hipoteze o vrednosnoj relevantnosti rezultata

Koncept vrednosne relevantnosti koristi se za odmeravanje korisnih svojstava računovodstvenog rezultata u svetlu informacionih potreba investitora na tržištu kapitala. Oslikavajući vezu između računovodstvenog rezultata i kretanja cena, odnosno prinosa akcija kompanije od interesa, vrednosna relevantnost rezultata može se tumačiti kao dokaz njihove efektivne upotrebe u donošenju odluka u vezi sa (dez)investiranjem, odnosno njihove korisnosti za investitore (Barth et al., 2001).

Poznato je da međunarodna profesionalna regulativa finansijskog izveštavanja prepoznaje konsolidovane finansijske izveštaje kao primarni izvor informacija za investitore. Očekuje se da će prezentacija finansijske pozicije, performansi i tokova gotovine celine ekonomskog entiteta koji se nalazi pod kontrolom matične uprave omogućiti investitorima da preciznije sagledaju buduću zarađivačku sposobnost i tokove gotovine matičnog društva, kao i njihov rezultujući uticaj na iznose, dinamiku i rizike u vezi sa ukupnim prinosom vlasnika. Sledstveno tome, smatra se da će informacije o grupi kao celini omogućiti investitorima da sa više izvesnosti procene očekivane prinose po osnovu ulaganja u maticu od interesa, kao i da odaberu najpovoljniju investicionu alternativu u datim tržišnim okolnostima.

Ipak, pojedinačni izveštaji matičnog društva mogu ukazati na eventualna ograničenja matice u raspolaganju ukupno ostvarenom neto gotovinom. Ne treba zaboraviti da su formalni okviri raspodele dividendi uobičajeno definisani pojedinačnim rezultatima matičnog društva (tekućeg i prethodnih perioda). Osim toga, pojedinačni izveštaji mogu dodatno rasvetliti eventualna ograničenja sposobnosti matice da isplaćuje dividende, koja mogu poticati iz pravnih pravila, regulatornih zahteva, dividendne politike, zaštitnih ugovornih odredbi i slično. U tom smislu, može se očekivati da dodatno raspoloživi pojedinačni izveštaji matičnog društva predstavljaju važan izvor dopunskih relevantnih informacija za investitore.

Imajući u vidu izložena razmatranja, formulisane su sledeće hipoteze:

Hipoteza 1: Informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima ispoljavaju veću vrednosnu relevantnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije;

Hipoteza 2: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju vrednosnu relevantnost informacija o rezultatima grupe iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

Istraživanje Evropske savetodavne grupe za finansijsko izveštavanje (EFRAG, 2014) obezbeđuje dokaze da su očekivanja kreatora međunarodnih računovodstvenih standarda u pogledu upotrebe

finansijskih informacija o grupi i njenoj matici zaista i potvrđena u praksi. Naime, nalazi pokazuju da su investitori na tržištu kapitala primarno fokusirani na informacije iz konsolidovanih finansijskih izveštaja; pojedinačni finansijski izveštaji matice koriste se sporadično, kao dopunski izvor informacija, i to nezavisno od toga da li su pripremljeni u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja ili nacionalnom računovodstvenom regulativom. Ipak, kada finansijski izveštaji matičnog društva, osim informativne, poseduju i druge, pravno-specifične funkcije, percipirani značaj informacija o matici (za investitore) raste.

Relativno malobrojne istraživačke studije kvaliteta ukupno raspoloživih finansijskih informacija u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, mahom su fokusirane upravo na aspekt vrednosne relevantnosti. Ispitujući korisna svojstva obelodanjenih računovodstvenih rezultata za investitore, na uzorku 255 nemačkih korporacija u periodu 1982-1991. godina, Harris et al. (1994) nalaze dokaze da konsolidacija unapređuje vrednosnu relevantnost rezultata, jačajući njegovu vezu sa kretanjem prinosa akcija matične kompanije.

Do sličnih zaključaka dolaze i Niskanen et al. (1998). Analizirajući pojedinačne i konsolidovane rezultate 35 matičnih kompanija u Finskoj, za period 1982-1989. godina, pomenuti autori dokazuju inkrementalnu vrednost konsolidovanih rezultata, kao značajne objašnjavajuće promenljive za kretanje prinosa akcija matičnog društva, ali ne i pojedinačnih rezultata matice. U tom smislu, Niskanen et al. (1998) prepoznaju konsolidovane finansijske izveštaje kao informaciono nadmoćni (i dovoljan) izveštajni set za investitore, zagovarajući tezu da bi obaveza pripreme pojedinačnih izveštaja matice morala biti motivisana drugim faktorima (a ne informacionim potrebama investitora).

Dokazi superiorne vrednosne relevantnosti finansijskih informacija o grupi postoje i u okolnostima u kojima konsolidovani finansijski izveštaji imaju status dopunskog izveštajnog seta, u odnosu na pojedinačne izveštaje matičnog društva. Na uzorku matičnih kompanija listiranih na Madridskoj berzi, za period 1991-1997. godina, Abad et al. (2000) dokazuju inkrementalnu vrednosnu relevantnost dodatno raspoloživih informacija o grupi kao celini, u odnosu na (obavezne) pojedinačne informacije matičnog društva. U tom smislu, autori zaključuju da, kao više vrednosno relevantni, konsolidovani finansijski izveštaji poseduju superiornija korisna svojstva za investitore.

Analizirajući korisna svojstva obelodanjenih rezultata u nemačkom dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, za period 1994-2004. godina, Goncharov et al. (2009) takođe dokazuju višu vrednosnu relevantnost konsolidovanih rezultata. Istovremeno, pomenuti autori ne nalaze dokaze o nadmoćnosti dualnog sistema, propuštajući da detektuju inkrementalnu vrednosnu relevantnost pojedinačnih rezultata matice. Drugim rečima, kao dodatno raspoloživ izvor informacija o matici, pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva u analiziranom izveštajnom okruženju ne povećavaju ukupnu korisnost za investitore. Ipak, treba imati u vidu da takvi nalazi mogu biti posledica razlika u regulatornim okvirima finansijskog izveštavanja. Naime, za razliku od konsolidovanih finansijskih izveštaja, pripremljenih u skladu sa Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja, za pojedinačne izveštaje analiziranih matice merodavni su nacionalni opšte prihvaćeni računovodstveni principi. Imajući u vidu blisku vezi poreskog i finansijskog računovodstva u Nemačkoj, Goncharov et al. (2009) dovode u pitanje ekonomsku opravdanost pripreme pojedinačnih izveštaja matice kao kompletnog izveštajnog seta, zagovarajući tezu da bi njihovi, primarno poreski orijentisani zadaci, mogli biti realizovani na ekonomičnije načine.

Do istovetnih nalaza u pogledu ukupne vrednosne relevantnosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja u Nemačkoj dolazi i Muller (2011). Analizirajući uzorak listiranih matice na Frankfurtskoj berzi, za period 2003-2008. godina, Muller (2011) dokazuje višu vrednosnu relevantnost konsolidovanih rezultata, ali i odsustvo inkrementalne korisnosti dodatno raspoloživih pojedinačnih rezultata matice u tom smislu. Ipak, u sličnom istraživanju koje je, pored Frankfurtske,

obuhvatilo i Londonsku i Parisku berzu, isti autor (Muller, 2011a) nalazi dokaze koji govore ne samo u prilog (više) vrednosne relevantnosti konsolidovanih rezultata, već i nadmoći dualnog sistema finansijskog izveštavanja. Pokazujući da pojedinačni rezultati matice povećavaju ukupnu vrednosnu relevantnost za investitore, kada se koriste zajedno sa konsolidovanim rezultatima, autor pripisuje dobijene nalaze primeni Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja u pripremi pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva.

Palea (2014) istražuje vrednosnu relevantnost pojedinačnih rezultata matice za investitore na tržištu kapitala, u kontekstu dualnog sistema finansijskog izveštavanja Italije. Fokusirajući se na prvu godinu primene Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja u izradi pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnih društava, autorka dokazuje da pojedinačni rezultati zaista jesu vrednosno relevantni za investitore, i to nezavisno od primenjenog okvira finansijskog izveštavanja o performansama matice. Ipak, suprotno očekivanjima, istraživanje pokazuje da prelazak na Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja nije doveo do unapređenja vrednosne relevantnosti pojedinačnih rezultata.

Sa primarnim fokusom na informacione potrebe investitora (i ostalih snabdevača kapitala), Međunarodni standardi finansijskog izveštavanja upravo su okrenuti ka osiguranju vrednosno relevantnih informacija. Ipak, i pored dokaza da primena međunarodnih standarda u izveštajnoj praksi poslovnih entiteta zaista unapređuje relevantnost njihovih rezultata (Barth et al., 2008, Tarca, 2012), treba imati u vidu da će kvalitet finansijsko-izveštajnih informacija u periodu nakon implementacije MSFI dominantno biti opredeljen karakteristikama pravnog i institucionalnog okruženja, koje će oblikovati ekonomske podsticaje rukovodstva (ili izostanak istih) za transparentnim i vrednosno relevantnim izveštavanjem (La Porta et al., 1998, Leuz et al., 2003, Burgstahler et al., 2006, Soderstrom i Sun, 2007). U okolnostima svojstvenim analiziranim bivšim jugoslovenskim republikama, koje karakterišu tržišta kapitala u nastajanju, pravni sistemi koji nedovoljno štite prava investitora, neefikasni mehanizmi nadzora, kontrole i sankcionisanja u oblasti eksternog finansijskog izveštavanja, kao i postojanje čvrstih veza poreskog i finansijskog računovodstva, vrednosna relevantnost računovodstvenih rezultata može biti ozbiljnije ugrožena. Imajući u vidu pravno-specifične uloge pojedinačnih finansijskih izveštaja u analiziranim jurisdikcijama (pre svega u kontekstu poreske i dividendne politike matičnog društva), može se očekivati da će pojedinačni rezultati više trpeti rizike ove vrste, iako ih, u osnovi, ni konsolidovani rezultati nisu u potpunosti oslobođeni.

Ipak, postoje izvesni dokazi koji govore u prilog unapređenja kvaliteta finansijskog izveštavanja u tranzicionim ekonomijama, nakon uvođenja međunarodnih standarda i prilagođavanja domaćeg institucionalnog okruženja izmenjenim uslovima poslovanja tržišne privrede. Analizirajući kvalitativna svojstva finansijskih rezultata čeških kompanija u periodu tranzicije od centralno-planske ka tržišno orijentisanoj ekonomiji (1994-2001. godina), Hellstrom (2005) identifikuje porast njihove vrednosne relevantnosti tokom analiziranog perioda, pripisujući ga dejstvu postepenih (pozitivnih) promena, kako u samom računovodstvenom okruženju, tako i čitavom društvu. Kada je reč o bivšim jugoslovenskim republikama, Pervan i Bartulović (2014) dokazuju vrednosnu relevantnost računovodstvenih informacija listiranih kompanija na Ljubljanskoj, Zagrebačkoj, Sarajevskoj, Banjalučkoj i Beogradskoj berzi, u analiziranom periodu od 2005-2010. godine. Fokusirajući se na finansijski sektor i delatnost osiguranja, Milošević-Avdalović (2018) potvrđuje vrednosnu relevantnost računovodstvenih rezultata listiranih kompanija na Beogradskoj berzi, tokom perioda od 2008-2014. godine. Nisu nam poznate istraživačke studije vrednosne relevantnosti dualnog sistema finansijskog izveštavanja o performansama grupa i njihovih matice, koje imaju u fokusu tržišta kapitala bivše Jugoslavije.

2.2. Hipoteze o perzistentnosti rezultata

Koncept perzistentnosti takođe je primarno fokusiran na odmeravanje korisnih svojstava računovodstvenog rezultata u svetlu informacionih potreba investitora na tržištu kapitala. Smatra se da investitori preferiraju više perzistentne rezultate, sa manjim učešćem jednokratnih, tranzitornih komponenti, imajući u vidu njihov očekivano viši predikcioni potencijal i veću upotrebnu vrednost kao inputa u fundamentalnim modelima vrednovanja (Dechow et al, 2010, EFRAG, 2014). Umanjujući neizvesnosti u pogledu budućih performansi izveštajnog entiteta, više perzistentni rezultati doprinose umanjenju informacionih rizika postojećih i potencijalnih snabdevača kapitala (Schipper i Vincent, 2003, Francis et al., 2004, Dichev i Tang, 2009). Kao posledica toga, svojstvo perzistentnosti unapređuje vrednosnu relevantnost rezultata za investitore (Lipe, 1990).

Empirijske analize perzistentnosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o performansama grupa su malobrojne. U jedinoj nama poznatoj studiji, Goncharov et al. (2009) istražuju razlike u perzistentnosti konsolidovanih rezultata i pojedinačnih rezultata matične kompanije, kao i eventualni doprinos pojedinačnih rezultata ukupnoj perzistentnosti u dualnom sistemu, na uzorku nemačkih matice, za period 1994-2004. godina. Odmeravajući perzistentnost poslovnog i neto rezultata, autori dokazuju očekivano višu predikcionu moć konsolidovanih rezultata (poslovni i neto), ali ne i prisustvo značajnijeg inkrementalnog doprinosa pojedinačnih rezultata u tom smislu.

Treba imati u vidu da pomenuti nalazi, između ostalog, mogu biti posledica razlika u primenjenom regulatornom okviru finansijskog izveštavanja analiziranih nemačkih kompanija (MSFI za konsolidovane, nacionalni opšte prihvaćeni računovodstveni principi za pojedinačne finansijske izveštaje matičnog društva), kao i bliske veze poreske i finansijsko-računovodstvene regulative u Nemačkoj (na pojedinačnom nivou matice). Naime, Atwood et al. (2010) pokazuju da kompanije koje posluju u jurisdikcijama sa višim stepenom saglasnosti poreskih i finansijsko-računovodstvenih pravila, ujedno imaju i manje perzistentne računovodstvene rezultate, sa slabijim predikcionim potencijalom i nižom vrednosnom relevantnošću za investitore.

Sloan (1996) dokumentuje razlike u perzistentnosti sastavnih komponenti računovodstvenog rezultata, zagovarajući tezu da će performanse kompanije u načelu biti manje održive što je veće učešće obračunske, u odnosu na gotovinsku komponentu rezultata (time se, pak, ne osporavaju korisna svojstva obračunskih komponenti, o čemu je više bilo reči u prethodnom delu disertacije). Pomenute nalaze autor pripisuje višem stepenu subjektivizma u odmeravanju obračunskih kategorija rezultata (u odnosu na njegove realizovane gotovinske komponente), što potvrđuju i Richardson et al. (2005). Dechow et al. (1995) pripisuju nižu perzistentnost obračunske komponente njenoj višoj podložnosti ciljanim tehnikama diskrecionog upravljanja obelodanjenim rezultatima.

Oslikavajući performanse grupe kao jedinstvene ekonomske celine, konsolidovani finansijski izveštaji prikazuju rezultat koji je ostvaren na eksternom tržištu, izvan granica kruga za konsolidaciju. U tom smislu, konsolidovani rezultati oslobođeni su svih finansijskih efekata međusobnih transakcija članica grupe. Istovremeno, pojedinačni rezultati matične kompanije mogu biti značajnije opterećeni politikom unutargrupnih odnosa. Takva politika ne mora nužno biti dugoročnog karaktera, niti mora biti strogo fokusirana na parcijalne interese matice kao izveštajnog entiteta.

Naime, kada se matično društvo, pored klasično upravljačkih aktivnosti, angažuje i u drugim delatnostima, može se očekivati da će njegovi komercijalni odnosi sa subsidijarima biti podređeni ekonomskim interesima grupe kao celine. U tom smislu, održivost poslovnih performansi matice kao zasebnog izveštajnog entiteta može biti periodično žrtvovana “višim” interesima grupe,

odnosno neposrednim potrebama da se ostvareni rezultati i tokovi gotovine usmere u okvire drugih članica. Takve aktivnosti očekivano mogu umanjiti perzistentnost pojedinačnih rezultata matičnog društva, ali ne i rezultata grupe kao celine.

Osim toga, ne treba zaboraviti da će perzistentnost (ukupnog) pojedinačnog rezultata matičnog društva takođe biti pod uticajem dividendne politike grupe, ali i finansijske pozicije i performansi zavisnih društava. Takvi efekti naročito dolaze do izražaja u okolnostima u kojima matično društvo predstavlja čist holding, koji svoje prihode primarno ostvaruje kroz realizovane upravljačke aktivnosti na nivou grupe, odnosno naplaćene dividende. U tom smislu, održivost (neto) rezultata matičnog društva biće determinisana kako održivošću performansi samih subsidijara, tako i drugim faktorima koji mogu motivisati rukovodstvo da privremeno odustane od raspodele dividendi u pojedinim subsidijarima.

Okolnost da pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja mogu služiti i drugim ciljevima, proisteklim iz zahteva kompanijskog i poreskog prava, takođe može imati negativan efekat na perzistentnost pojedinačnih rezultata (Goncharov et al., 2009). Može se očekivati da će efekti pravno-specifičnih uloga pojedinačnih izveštaja biti naročito izraženi u onim jurisdikcijama kojima je svojstvena čvrsta veza poreskih i finansijsko-računovodstvenih pravila, ali i širi diskrecioni prostor za ciljano upravljanje obelodanjenim performansama.

Graham et al. (2005) pokazuju da je sklonost menadžmenta ka veštačkom uravnotežavanju obelodanjenih rezultata upravo posledica uverenja da viša volatilnost rezultata umanjuje njegov predikcioni potencijal, povećava neizvesnost investitora i obara cenu akcija na tržištu. U tom smislu, perzistentnost rezultata može biti posledica smišljenih kreacija rukovodstva u finansijskim izveštajima, a ne stvarne održivosti ekonomskih performansi kompanije. Imajući u vidu da su konsolidovani finansijski izveštaji promovisani kao superiorni (i dovoljan) izvor informacija za investitore na tržištu kapitala, može se očekivati da će interes rukovodstva za finim (ali i značajnijim) popravljanjem perzistentnosti rezultata biti izražen i na konsolidovanom nivou.

Ipak, ne treba zaboraviti da ciljano uravnoteženje permanentnih promena u performansama ima za posledicu udaljavanje finansijsko-izveštajnih informacija od ekonomske realnosti, umanjeње kvaliteta i slabljenje predikcionog potencijala obelodanjenih rezultata (Dechow et al., 2010). U tom smislu, poseban informacioni rizik na konsolidovanom nivou predstavlja pitanje procene iznosa obezvređenja stečenog gudvila, odnosno trenutka priznavanja rezultujućeg gubitka u konsolidovanom rezultatu. Iako namensko odlaganje gubitaka na buduće izveštajne periode može učiniti konsolidovane rezultate naizgled održivim u prvim godinama nakon nove akvizicije, treba imati u vidu da takve izveštajne strategije uobičajeno karakteriše jednokratno i naglo priznavanje visokih iznosa gubitaka u nekom od budućih izveštajnih perioda, odnosno značajni (i neočekivani) tranzitorni šokovi u konsolidovanom rezultatu.

Postoje dokazi da je perzistentnost rezultata povezana i sa veličinom kompanije (Lev, 1983, Baginski et al., 1999). Naime, smatra se da će velike kompanije u načelu imati niže stope rasta u poređenju sa manjim kompanijama, a time i više stabilnosti tj. održivosti u performansama tokom vremena. U tom smislu, efekat veličine može biti jedna od determinanti više perzistentnosti konsolidovanih rezultata grupe, u odnosu na perzistentnost pojedinačnih rezultata matičnog društva.

Pružajući dodatne informacije o performansama matice kao izveštajnog entiteta, pojedinačni rezultati mogu pomoći investitorima da jasnije sagledaju buduće performanse grupe, unapređujući perzistentnost konsolidovanih rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama. I pored izvesnih ograničenja, koja se mogu pripisati pravno-specifičnim ulogama pojedinačnih finansijskih izveštaja u jurisdikcijama nekadašnjih jugoslovenskih republika, može se očekivati da

efektivna primena međunarodnih standarda u pripremi finansijskih izveštaja matice osigura inkrementalni doprinos pojedinačnih rezultata ukupnoj perzistentnosti u dualnom sistemu.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, formulisane su sledeće hipoteze o perzistentnosti obelodanjenih rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama:

Hipoteza 3: Informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima ispoljavaju veću perzistentnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije;

Hipoteza 4: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju perzistentnost informacija o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

2.3. Hipoteza o pravovremenosti rezultata

Koncept pravovremenosti rezultata oslikava potencijal finansijsko-izveštajnog sistema da promptno prikaže stvarne promene u ekonomskim performansama kompanije, reflektovane u aktuelnim očekivanjima investitora. Smatra se da su računovodstveni rezultati pravovremeni kada u potpunosti oslikavaju sve dostupne informacije na tržištu, koje su „ugrađene“ u cenu akcija kompanije (Raonic et al., 2004). Basu (1997) detektuje asimetriju u pravovremenosti rezultata američkih kompanija, pokazujući da oni ažurnije reflektuju loše (nego dobre) vesti, odnosno da brže priznaju ekonomske gubitke, u odnosu na ekonomske dobitke. Računovodstveni rezultati koji poseduju takva svojstva (tzv. uslovno konzervativni rezultati) smatraju se posebno korisnim informacionim inputima za investitore i poverioce, pre svega u svetlu rešavanja problema informacione asimetrije, kao i na polju unapređenja efikasnosti korporativnog upravljanja i zaduživanja (Watts, 2003, Ball i Shivakumar, 2005, Guay i Verrecchia, 2006, Ball et al., 2008, Šodan, 2012, Ruch i Taylor, 2015).

Postoje izvesni dokazi da primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja može osigurati pravovremeno priznavanje ekonomskih gubitaka (Barth et al., 2008). Ipak, istraživanja pokazuju da će uslovni konzervativizam računovodstvenih rezultata biti primarno determinisan izveštajnim podsticajima, odnosno dejstvom poreskih i regulatornih pritisaka u datoj jurisdikciji, kao i efikasnošću mehanizama nadzora i kontrole, koji će oblikovati računovodstvene izbore rukovodstva i preovlađujuće uloge eksternih finansijskih izveštaja u datom okruženju (Ball et al., 2000, 2001, 2003, Watts, 2003, Ball i Shivakumar, 2005).

Ball et al. (2000) identifikuju značajne razlike u uslovnom konzervativizmu računovodstvenih rezultata između jurisdikcija anglosaksonskog i kontinentalnog prava, pripisujući ih upravo razlikama u dejstvu političkih i regulatornih pritisaka na izveštajne strategije rukovodstva. Dok se eksterni finansijski izveštaji pojavljuju kao primarni mehanizam umanjenja informacione asimetrije u anglosaksonskim pravnim sistemima, komunikacija između rukovodstva i zainteresovanih snabdevača kapitala u sistemima kontinentalnog prava pretežno će se odvijati kroz neposredne kontakte. U takvim okolnostima dominantno insajderske komunikacije, podsticaji rukovodstva za promptnim priznavanjem ekonomskih gubitaka u finansijskim izveštajima očekivano izostaju.

Do istih zaključaka o dejstvu izveštajnih podsticaja na pravovremenost rezultata dolaze i Ball i Shivakumar (2005). Pomenuti autori pokazuju da privatne kompanije u Velikoj Britaniji, za razliku od listiranih, nisu pravovremene u priznavanju ekonomskih gubitaka u finansijskim izveštajima, bez obzira na činjenicu da primenjuju istovetan regulatorni okvir finansijskog izveštavanja. Slično tome, Ball et al. (2001, 2003) dokazuju da je nedostatak pravovremenog priznavanja ekonomskih gubitaka kineskih i istočno-azijskih kompanija u uslovima primene MSFI upravo posledica

relativno slabih izveštajnih podsticaja rukovodstva, kao i dejstva političkih i poreskih faktora svojstvenih analiziranim tržištima.

Empirijske analize pravovremenosti računovodstvenog rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o performansama grupa preduzeća nisu dovoljno zastupljene u literaturi. U jedinom nama poznatom istraživanju, Goncharov et al. (2009) poredi pravovremenost konsolidovanih rezultata sa pravovremenošću pojedinačnih rezultata matične kompanije, na uzorku nemačkih matice. Shodno inicijalnim očekivanjima, autori dokazuju viši stepen pravovremenosti konsolidovanih rezultata, kako u obuhvatanju dobrih, tako i loših vesti, prepoznajući ih kao korisnije informacione inpute za investitore i poverioce matice, u odnosu na pojedinačne rezultate matičnog društva. Istovremeno, autori zaključuju da je niži stepen uslovnog konzervativizma pojedinačnih rezultata matice posledica njihovih značajnih pravno-specifičnih uloga, a pre svega njihove čvrste veze sa porezom na dobit.

Kako će ekonomske performanse matičnog društva, između ostalog, biti determinisane i profitnim ostvarenjima njegovih kontrolisanih subsidijara, očekivanja investitora matice (kao i tržišne cene njenih akcija) biće oblikovana dostupnim informacijama o svim članicama grupe (matici i zavisnim društvima). Prikazujući finansijsku poziciju i performanse celine ekonomskog entiteta, konsolidovani finansijski izveštaji po svojoj prirodi imaju veći kapacitet da promptno obuhvate nastale promene u performansama svih članica, bilo da je reč o ekonomskim dobitcima ili gubicima. Obuhvatajući i očekivane sinergijske efekte kombinovanog poslovanja matice i subsidijara, konsolidovani rezultati biće posebno podobni za promptno priznavanje loših vesti, tj. ekonomskih gubitaka čitave grupe. Naime, obaveza godišnjeg preispitivanja vrednosti stečenog gudvila u konsolidovanim finansijskim izveštajima može predstavljati efikasan mehanizam za pravovremeno priznavanje svih negativnih revizija prvobitnih očekivanja rukovodstva u pogledu performansi stečenih subsidijara i grupe kao celine u post-akvizicionom periodu.

Istovremeno, pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva trpe izvesna računovodstvena ograničenja, koja mogu limitirati pravovremenost u njima obelodanjenih rezultata. Pre svega, reč je o uobičajenom kašnjenju u priznavanju prihoda od dividendi subsidijara (osim u slučaju primene metode udela), zahvaljujući kojem će tekuće promene u performansama zavisnih društava biti uključene u pojedinačni rezultat matice nekog od narednih izveštajnih perioda. Iako će primena metode udela u pojedinačnim izveštajima matične kompanije omogućiti brže usklađivanje vrednosti finansijskih plasmana i brže priznavanje nastalih promena u ekonomskim performansama kontrolisanih entiteta (a time i potencijalno veću pravovremenost pojedinačnih rezultata matice) u odnosu na metod nabavne vrednosti, treba imati u vidu da takve promene mogu biti opterećene posledicama unutargrupnih transakcija, koje mogu dovesti u pitanje njihovu „ekonomsku realnost“.

Osim navedenog, kada se finansijski plasmani matičnog društva odmeravaju po principu istorijskog troška, eventualna pozitivna usklađivanja njihove vrednosti (iznad prvobitne nabavne) neće biti dozvoljena, ograničavajući sposobnost pojedinačnih izveštaja da pravovremeno priznaju ekonomske dobitke zavisnih društava. Suprotno tome, pravovremenost priznavanja loših vesti subsidijara u pojedinačnim rezultatima matice neće biti narušena, imajući u vidu mogućnost priznavanja gubitaka od obezvređenja i alikvotnog umanjenja vrednosti finansijskih plasmana matice. U konačnom, ne treba zaboraviti da pravovremenost priznavanja ekonomskih gubitaka u pojedinačnim izveštajima matičnog društva može biti limitirana i njihovim pravno-specifičnim ulogama u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja (Goncharov et al., 2009), naročito u okolnostima njihove premoći nad klasičnom informacionom funkcijom eksternog finansijskog izveštavanja.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, formulisana je sledeća hipoteza o pravovremenosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama:

Hipoteza 5: Informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima ispoljavaju veću pravovremenost u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije.

2.4. Hipoteza o otpornosti rezultata na diskreciono upravljanje

Ciljano upravljanje rezultatom predstavlja unapred smišljenu, strateški orijentisanu, primenu diskrecionih prava u finansijskom izveštavanju, usmerenu ka oblikovanju željene slike finansijske pozicije i performansi kompanije, koja će biti prezentovana eksternim korisnicima njenih finansijskih izveštaja. Reč je o svojevrsnoj „igri obelodanjivanja“ rukovodstva kompanije i eksternih stejkholdera, u uslovima neizbežne informacione asimetrije (DeGeorge et al., 1999, str. 3).

Iako postoje izvesni dokazi da namensko uravnotežavanje rezultata može unaprediti njegovu informativnost za investitore (i poverioce), prenoseći im vredne, eksterno neuočljive (privatne) informacije rukovodstva u vezi sa budućim performansama i očekivanim tokovima gotovine (Subramanyam, 1996, Zarowin, 2002), u načelu se smatra da diskreciono oblikovanje rezultata narušava njegova korisna svojstva i umanjuje njegov kvalitet (Lang et al., 2003, Leuz et al., 2003, Barth et al., 2008, Goncharov et al., 2009, Dechow et al., 2010). Naime, kada su obelodanjeni rezultati ciljano podešavani od strane rukovodstva, bilo u pravcu uravnoteženja ili dostizanja izvesnih graničnih vrednosti (na primer, prelaska u zonu dobitka, premašivanja prošlogodišnjeg rezultata ili dostizanja ranije iznetih prognoza), njihova sposobnost verodostojne prezentacije stvarnih ekonomskih performansi kompanije opravdano se može dovesti u pitanje (čak i onda kada su „podešavanja“ vršena u okviru regulativom dozvoljenog diskrecionog prostora).

Analizirajući kvalitativna svojstva računovodstvenih rezultata na uzorku kompanija iz 21 države, Barth et al. (2008) pokazuju da primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja (u odnosu na nacionalne računovodstvene standarde) ograničava diskreciona prava rukovodstva i može imati za posledicu niži stepen upravljanja rezultatom. Ipak, ne treba zaboraviti prateće dejstvo drugih institucionalnih faktora, koji (potencijalno) pozitivne efekte primene međunarodnih standarda mogu dodatno pojačati ili, pak, u potpunosti anulirati.

Zapravo, postoje jasni dokazi da se podložnost rezultata tehnikama ciljanog podešavanja može pripisati dejstvu različitih institucionalnih faktora koji će oblikovati specifične izveštajne podsticaje rukovodstva, odnosno njihove računovodstvene strategije. Burgstahler et al. (2006) pokazuju da će institucionalni i tržišni pritisci za rezultatima koji verodostojno reflektuju ekonomske performanse biti dominantno opredeljeni karakteristikama nacionalnog pravnog sistema. U tom smislu, ciljano upravljanje obelodanjenim rezultatima biće manje izraženo u jurisdikcijama sa jakim pravnim sistemima, koje poseduju efikasne mehanizme primene, nadzora i sankcionisanja.

Istovremeno, Burgstahler et al. (2006) takođe pokazuju i to da javne i privatne kompanije različito reaguju na institucionalne faktore, kao što su stepen saglasnosti računovodstvenih i poreskih propisa, stepen zaštite prava eksternih investitora i stepen razvijenosti tržišta kapitala. Naime, pomenuti autori nalaze da se viši stepen usklađenosti regulative finansijskog i poreskog računovodstva može povezati sa izraženijom sklonošću rukovodstva ka upravljanju rezultatima, ali i da je taj efekat blaži u slučaju listiranih kompanija. I pored (visoko) harmonizovane računovodstvene regulative analiziranih evropskih država, rezultati privatnih kompanija pokazuju se više podložnim tehnikama diskrecionog upravljanja, u odnosu na rezultate javnih kompanija. Pri tome, pomenuta razlika naročito dolazi do izražaja u državama sa velikim i visoko razvijenim tržištima kapitala, dokazujući poseban značaj tržišnog faktora kao determinantne kvaliteta obelodanjenih rezultata.

Leuz et al., 2003 dokazuju da je sklonost ka veštačkom uravnoteženju rezultata u direktnoj vezi sa stepenom zaštite investitora. Naime, podsticaji rukovodstva za podešavanjem obelodanjenih rezultata u finansijskim izveštajima očekivano će biti umanjeni u uslovima strogih i efikasno primenjivanih pravnih pravila, usmerenih ka zaštiti informacionih interesa eksternih korisnika. Ispitujući uzorak velikog broja izveštajnih entiteta iz 31 države, za period 1990-1999. godina, Leuz et al. (2003) pokazuju da je stepen diskrecionog upravljanja rezultatom značajno niži u državama sa razvijenim tržištima kapitala, zagaranovanim pravima investitora i efikasnim mehanizmima primene zakona. Analizirajući razlike u upravljanju rezultatom na uzorku privatnih i javnih kompanija iz 8 evropskih država, Coppens i Peek (2005) dokazuju sklonosti privatnih kompanija ka izbegavanju obelodanjivanja malih gubitaka, kao i izraženije uravnoteženje obelodanjenih rezultata u odnosu na javne kompanije, pripisujući takve nalaze dejstvu poreskih podsticaja i mehanizama tržišta kapitala.

Postojanje pravno-specifičnih uloga eksternih finansijskih izveštaja u pojedinim jurisdikcijama može motivisati rukovodstvo da, osim pružanja korisnih informacija za odlučivanje eksternim adresatima, oblikovanjem informacija u finansijskim izveštajima stremi i ka realizaciji drugih specifičnih ciljeva. Kao što primećuju Burgstahler et al. (2006), kada finansijsko izveštavanje nema dominantu ulogu u komuniciranju rukovodstva i investicione javnosti, može se očekivati da izveštajne strategije budu više prilagođene poreskim ciljevima, potrebi oblikovanja dividendnih plaćanja, težnji za prikrićivanjem loših performansi, dostizanjem ciljanih profitnih targeta ili izbegavanjem kršenja ugovornih klauzula. Nobes (1998, 2006) pokazuje da će, u sistemima sa niskim stepenom zaštite investitora, eksternim finansijskim izveštavanjem upravo dominirati ciljevi poreske politike.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, opredeljenje zakonodavca za proklamovanje obavezne pripreme pojedinačnih izveštaja matičnog društva kao dodatnog izveštajnog seta u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, može biti upravo posledica njihovih dodatnih uloga u datom sistemu, tj. specifičnih ciljeva u vezi sa polaganjem računa pred poreskim organima, postojećim vlasnicima i regulatornim telima. Stoga se može očekivati da sklonosti rukovodstva ka realizaciji tehnika diskrecionog upravljanja i uravnotežavanja obelodanjenih rezultata budu izraženije na nivou pojedinačnih izveštaja matice, nego na konsolidovanom nivou. Ipak, ne treba zaboraviti da dominantno informaciona funkcija konsolidovanih finansijskih izveštaja može podstaći rukovodstvo da ciljano upravlja konsolidovanim rezultatima u težnji za „popravljanjem“ prezentovanih performansi i privlačenjem dodatnih izvora finansiranja na tržištu kapitala. U tom smislu, ne može se očekivati da konsolidovani rezultati budu u potpunosti oslobođeni efekata „finih podešavanja“, naročito u slučaju jurisdikcija sa manje razvijenim tržištima kapitala i relativno slabim nadzornim mehanizmima.

Empirijska istraživanja razlika u podložnosti rezultata tehnikama diskrecionog upravljanja u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja o grupama relativno su malobrojna. Korišćenjem niza pojedinačnih indikatora upravljanja rezultatom u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnog društva, na uzorku nemačkih grupa, za period 1994-2004. godina, Goncharov et al. (2009) pronalaze značajne razlike, dokazujući niži kvalitet pojedinačnih rezultata matice u tom smislu. Izraženiju sklonost rukovodstva ka upravljanju rezultatom u pojedinačnim izveštajima matične kompanije autori pripisuju poreski motivisanim izveštajnim strategijama, odnosno težnji za minimiziranjem sadašnje vrednosti poreza na dobit matičnog društva kao subjekta prava.

Shuto (2009) analizira razlike u ciljanom upravljanju obelodanjenim rezultatima u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja Japana, na uzorku listiranih matičnih kompanija, za period 1980-1999. godina. Fokusirajući se na analizu finansijskih efekata izveštajnih strategija rukovodstva koje su primarno usmerene ka izbegavanju obelodanjivanja smanjenih zarada, autor detektuje izraženije

diskreciono upravljanje na nivou pojedinačnih rezultata matične kompanije, u odnosu na konsolidovane rezultate. Takve nalaze Shuto (2009) pripisuje očekivano širem diskrecionom prostoru u finansijskom izveštavanju o performansama matice kao zasebnog izveštajnog entiteta, ali i važnim, pravno-specifičnim ulogama koje ovi izveštaji imaju u japanskom pravnom sistemu.

Naime, osim klasičnih računovodstvenih podešavanja obelodanjenih rezultata, rukovodstvo može upravljati prezentovanim performansama i putem ostvarivanja uticaja na realne aktivnosti kompanije, podešavanjem tajminga i uslova njenih realizovanih transakcija. Smatra se da je diskrecioni prostor za realizaciju takvih izveštajnih strategija širi na nivou pojedinačnih finansijskih izveštaja, upravo zbog mogućnosti ciljanog oblikovanja (i iniciranja) kontrolisanih transakcija sa subsidijarima, i sledstvenog „premeštanja“ rezultata kako između različitih izveštajnih perioda, tako i između zasebnih izveštajnih entiteta koji pripadaju istoj grupi. Kako će efekti unutargrupnih transakcija biti eliminisani u postupku konsolidacije, takve tehnike ne mogu biti korišćene za upravljanje rezultatom grupe kao celine.

Prepoznajući transakcije sa kontrolisanim entitetima kao jedan od metoda ciljanog upravljanja obelodanjenim rezultatima na pojedinačnom nivou matičnog društva, Thomas et al. (2004) istražuju razlike u kvalitetu konsolidovanih i pojedinačnih rezultata japanskih matice, ukazujući na veću podložnost pojedinačnih rezultata tehnikama diskrecionog upravljanja. Naime, autori dokazuju sklonosti rukovodstva ka upravljanju rezultatom u oba izveštajna seta. Ipak, procenat kompanija koje dostižu ili premašuju ciljane targete na nivou matice, ali ne i na konsolidovanom nivou značajno je viši od procenta kompanija koje dostižu targete na konsolidovanom nivou, ali ne i na nivou matice. Dodatni testovi potvrđuju da se takvi nalazi upravo mogu pripisati mogućnosti matice da koristi kontrolisane transakcije za upravljanje pojedinačnim, ali ne i konsolidovanim rezultatima.

Imajući u vidu prethodna razmatranja, formulisana je sledeća hipoteza o podložnosti konsolidovanih rezultata i pojedinačnih rezultata matičnog društva tehnikama diskrecionog upravljanja:

Hipoteza 6: Informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije više su podložne tehnikama diskrecionog upravljanja u odnosu na informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima.

3. METODOLOŠKI OKVIR ISTRAŽIVANJA

Empirijsko istraživanje informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja fokusirano je na ispitivanje razlika u korisnim svojstvima konsolidovanih rezultata i pojedinačnih rezultata matične kompanije, u svetlu informacionih potreba postojećih i potencijalnih investitora, zaposlenih i ostalih poverilaca matičnog društva. Analizom su obuhvaćeni poznati atributi kvaliteta računovodstvenog rezultata: vrednosna relevantnost, perzistentnost, pravovremenost i otpornost rezultata na tehnike diskrecionog upravljanja. Rezultati grupe i matičnog društva zasebno su ocenjivani u svetlu pomenutih kvalitativnih svojstava, a potom su vršena odgovarajuća poređenja kako bi se utvrdilo da li je korisni potencijal finansijskih informacija o grupi u datom izveštajnom okruženju zaista viši u odnosu na potencijal (pojedinačnih) finansijskih informacija o njenoj matici, kao i da li zainteresovani snabdevači kapitala matičnih društava uživaju posebne informacione pogodnosti usled činjenice da, osim izveštaja za grupu kao celinu, na raspolaganju takođe imaju i finansijske izveštaje njene matice.

3.1. Opis uzorka i izvori podataka

Empirijskom analizom informacione nadmoći konsolidovanih finansijskih izveštaja, u odnosu na pojedinačne finansijske izveštaje matične kompanije u sistemu eksternog finansijskog izveštavanja zemalja bivše Jugoslavije, obuhvaćena su javna matična društva, čije su obične akcije uključene u odgovarajući berzanski indeks šireg obuhvata. Reč je o sledećim indeksima: BELEXline (Beogradska berza), MONEX (Montenegroberza), MBI10 (Makedonska berza), SBITOP (Ljubljanska borza), CROBEXplus (Zagrebačka burza), BIRS (Banjalučka berza) i SASX30 (Sarajevska berza – burza). Selekcija matičnih kompanija izvršena je prema sastavu indeksnih korpi u prvoj polovini 2018. godine, tokom perioda prikupljanja istraživačkih podataka. Analizom je obuhvaćen vremenski period od 2013. do 2017. godine.

Fokus na kompanije sa statusom matičnog društva predstavlja neophodan preduslov realizacije istraživanja, budući da je reč o jedinim obveznicima sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Zahvaljujući dualnom karakteru sistema eksternog finansijskog izveštavanja nekadašnjih jugoslovenskih republika, matične kompanije sa sedištem u analiziranim zemljama u obavezi su da, pored godišnjih konsolidovanih finansijskih izveštaja za grupu kojom upravljaju, obelodane i godišnje pojedinačne finansijske izveštaje, za matično društvo kao izveštajni entitet. Oba izveštajna seta pripremaju se u skladu sa regulatornim okvirom koji počiva na Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (MSFI).

Opređenje za javna matična društva, uz dodatni zahtev da njihove obične akcije budu uključene u odgovarajući berzanski indeks, takođe je uslovljeno zahtevima empirijske analize. Naime, tržišna vrednost kapitala javnih matičnih kompanija (za razliku od privatnih) je poznata tj. može se relativno pouzdano utvrditi, kao i odgovarajuća vrednost ukupnog prinosa njihovih investitora. Zahvaljujući tome, moguće je ispitivati vrednosne implikacije obelodanjenih informacija u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnih društava, odnosno odmeravati tržišne attribute kvaliteta konsolidovanih i pojedinačnih rezultata.

Članstvo akcije u indeksu signalizira njenu dovoljnu likvidnost (aktivno trgovanje), a time i relevantnost njenih tržišnih cena u posmatranom periodu, kao i odgovarajućih tržišnih indikatora korišćenih u analizi. Imajući u vidu da su istraživanjem obuhvaćena tržišta kapitala na niskom stupnju razvoja, osiguranje likvidnosti akcija matičnih kompanija iz uzorka čini se ključnim. Iz odgovarajuće indeksne korpe najpre su isključene sve finansijske institucije (banke, osiguravajuće kompanije, berze, brokersko-dilerska društva), imajući u vidu specifičnosti informacionih potreba njihovih eksternih stejkholdera, odnosno značajno različitu formu i sadržinu finansijskih izveštaja kompanija iz finansijskog sektora, u odnosu na kompanije iz ostalih delatnosti. U narednom koraku isključene su kompanije koje nisu matična društva i nisu obveznici sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Selekcija matičnih društava izvršena je prema statusu izveštajnog entiteta u poslednjoj godini analiziranog perioda (2017). Kompanije koje su bile obveznici konsolidacije samo u jednoj ili dve uzastopne godine analiziranog perioda, kao i kompanije koje nisu obelodanile godišnje konsolidovane i/ili pojedinačne finansijske izveštaje, a iz dostupnih izvora se mogao naslutiti njihov potencijalni status matice, nisu uzete u razmatranje zbog nedostatka podataka za analizu.

Konačan uzorak sastoji se od 275 opservacija, odnosno 55 matičnih društava posmatranih tokom perioda od 5 godina (2013-2017. godina). Sve kompanije iz uzorka obelodanile su oba izveštajna seta (konsolidovani i pojedinačni za maticu) u svim godinama posmatranog perioda. Treba imati u vidu da su u postupku odmeravanja pojedinih analiziranih varijabli (koji je objašnjen u nastavku metodološkog okvira istraživanja) takođe korišćeni relevantni podaci za 2012. i 2018. godinu. Sažeti opis uzorka dat je u tabelama 1 i 2, dok su mere deskriptivne statistike za odabrane finansijske pokazatelje prikazane u tabeli 3.

Tabela 1. Struktura analiziranih berzanskih indeksa i selekcija uzorka

Berzanski indeks	Ukupan broj kompanija u indeksu¹	Broj finansijskih institucija u indeksu²	Broj kompanija u indeksu koje nisu finansijske institucije i nemaju status matičnog društva	Broj matičnih kompanija koje su uključene u uzorak
BELEXline	24	4	5	15
MONEX	34	4	27	3
MBI10	10	5	2	3
SBITOP	11	3	1	7
CROBEXplus	26	1	0	23
BIRS	15	1	10	3
SASX-30	30	3	19	1
UKUPNO	150	21	64	55

¹ Prema sastavu indeksnih korpi u prvoj polovini 2018. godine.

² Finansijske institucije obuhvataju banke, osiguravajuće kompanije, berze i brokersko-dilerska društva.

Kao što se može videti iz tabele 3, prosečna grupa u uzorku raspolaže ukupnom imovinom od 429,2 miliona evra i kapitalom od 243,8 miliona evra, ostvarujući poslovni rezultat u iznosu od 21,8 miliona evra i neto rezultat od 16,3 miliona evra. Istovremeno, prosečno matično društvo u uzorku u svom neposrednom vlasništvu ima imovinu od 361,8 i kapital od 230,2 miliona evra i kao prepoznatljiviji subjekt prava ostvaruje poslovni rezultat od 19,6 i neto rezultat od 15,5 miliona evra, u periodu 2013-2017. godina.

Podaci o kompanijama iz uzorka za relevantni period od 5 godina, koji su korišćeni za potrebe empirijske analize, predstavljaju klasične (kratke tj. mikro) panele podataka. Kako su za sve varijable koje su bile predmet analize raspoloživi podaci za sve kompanija/godine, reč je o balansiranim panelima. Kao izvori računovodstvenih podataka o grupama i njihovim maticama korišćeni su revidirani godišnji konsolidovani finansijski izveštaji i pojedinačni finansijski izveštaji matičnih kompanija. Ovi izveštaji, zajedno sa potrebnim informacijama o cenama akcija i objavljenim dividendama matica iz uzorka, pribavljeni su na internet stranicama Beogradske berze, Montenegroberze, Makedonske berze i elektronskog informacionog sistema SEInet, Ljubljanske borze i elektronskog informacionog sistema SEOnet, Zagrebačke burze, Banjalučke berze, Sarajevske berze – burze, Komisije za tržište kapitala Crne Gore, Uprave prihoda Crne Gore, Agencije Republike Slovenije za javnopravne evidence in storitve (AJ PES), Finansijske agencije – FINA i internet adresama samih matičnih društava.

Tabela 2. Pregled odabranih finansijskih pokazatelja kompanija u uzorku
(prema podacima iz konsolidovanih finansijskih izveštaja za 2017. godinu, u hiljadama EUR)

	Naziv matičnog društva	Tržišni indeks	Pretežna delatnost	Ukupna imovina	Ukupan kapital	Poslovni prihodi	Poslovni rezultat	Neto rezultat
1	Energoprojekt Entel a.d. Beograd	BELEXline	Inženjerske delatnosti i tehničko savetovanje	50.786	29.662	49.912	4.485	4.943
2	Energoprojekt holding a.d. Beograd	BELEXline	Delatnost holding kompanija	354.737	164.381	271.884	8.269	4.319
3	Energoprojekt industrija a.d. Beograd	BELEXline	Inženjerske delatnosti i tehničko savetovanje	9.409	8.570	2.537	-128	359
4	Galenika Fitofarmacija a.d. Zemun	BELEXline	Prerađivačka industrija	62.148	59.418	33.191	8.336	6.233
5	Impol Seval a.d. Sevojno	BELEXline	Prerađivačka industrija	92.956	46.482	124.622	5.519	6.246
6	Jedinstvo a.d. Sevojno	BELEXline	Građevinarstvo	94.802	43.833	54.584	1.073	1.604
7	Lasta a.d. Beograd	BELEXline	Saobraćaj i skladištenje	80.588	25.887	59.603	5.081	4.069
8	Messer Tehnogas a.d. Beograd	BELEXline	Prerađivačka industrija	153.780	143.641	72.728	17.680	18.899
9	Metalac a.d. Gornji Milanovac	BELEXline	Delatnost holding kompanija	66.931	41.960	76.991	5.137	4.039
10	NIS a.d. Novi Sad	BELEXline	Rudarstvo	3.271.255	1.899.606	1.934.382	248.786	222.213
11	Progres a.d. Beograd	BELEXline	Trgovina	35.382	7.114	487	-1.137	-574
12	Sojaprotein a.d. Bečej	BELEXline	Prerađivačka industrija	136.995	42.027	141.104	-808	-53.606
13	Tigar a.d. Pirot	BELEXline	Delatnost holding kompanija	41.597	0	19.668	-2.121	2.037
14	Valjaonica bakra Sevojno a.d. Sevojno	BELEXline	Prerađivačka industrija	56.358	11.193	130.099	5.887	5.027
15	Veterinarski zavod Subotica a.d. Subotica	BELEXline	Prerađivačka industrija	30.536	13.615	19.690	-2.194	-2.777
16	Elektroprivreda Crne Gore a.d. Nikšić	MONEX	Proizvodnja električne energije	1.205.079	990.002	234.353	-15.754	1.509
17	13. jul - Plantaže a.d. Podgorica	MONEX	Poljoprivreda	135.600	106.049	32.567	2.800	2.628
18	Luka Bar a.d. Bar	MONEX	Saobraćaj i skladištenje	30.412	52.935	10.727	-108	-20.291
19	Alkaloid a.d. Skopje	MBI10	Prerađivačka industrija	184.040	144.338	147.702	14.815	13.143
20	Granit a.d. Skopje	MBI10	Građevinarstvo	130.537	81.431	93.146	2.587	2.247
21	Makpetrol a.d. Skopje	MBI10	Trgovina	126.741	62.461	308.109	6.184	5.093
22	Krka d.d. Novo mesto	SBITOP	Prerađivačka industrija	1.919.131	1.487.699	1.266.392	198.741	152.576
23	Petrol d.d. Ljubljana	SBITOP	Trgovina	1.656.273	701.867	4.496.736	112.176	81.129
24	Telekom Slovenije d.d. Ljubljana	SBITOP	Kabloske komunikacije	1.351.994	680.865	716.174	4.561	9.023
25	Luka Koper d.d. Koper	SBITOP	Saobraćaj i skladištenje	536.479	350.437	211.438	36.640	34.983
26	Gorenje d.d. Velenje	SBITOP	Prerađivačka industrija	1.143.116	368.344	1.258.124	21.695	1.341
27	Unior d.d. Zreče	SBITOP	Prerađivačka industrija	363.974	158.647	239.020	8.038	5.696
28	Intereuropa d.d. Koper	SBITOP	Saobraćaj i skladištenje	233.759	121.136	349.889	311	-1.979
29	AD Plastik d.d. Solin	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	181.628	100.778	143.235	10.085	9.406
30	Adris grupa d.d. Rovinj	CROBEXplus	Delatnost holding kompanija	2.648.011	1.382.388	585.869	51.329	50.061
31	Atlantic Grupa d.d. Zagreb	CROBEXplus	Delatnost holding kompanija	689.033	302.399	719.760	54.459	37.009
32	Atlantska plovidba d.d. Dubrovnik	CROBEXplus	Saobraćaj i skladištenje	192.141	75.942	70.046	12.771	10.877
33	Brodogradilište Viktor Lenac d.d. Rijeka	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	54.375	33.221	68.942	7.143	4.921
34	Dalekovid d.d. Zagreb	CROBEXplus	Građevinarstvo	177.013	31.761	202.652	5.897	1.657
35	Đuro Đaković Grupa d.d. Slavonski Brod	CROBEXplus	Delatnost holding kompanija	83.825	11.609	72.617	-2.321	-4.469
36	Ericsson Nikola Tesla d.d. Zagreb	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	110.484	31.663	198.501	10.139	9.096
37	Hrvatski Telekom d.d. Zagreb	CROBEXplus	Kabloske komunikacije	2.115.323	1.689.919	935.729	149.792	107.721
38	Ingra d.d. Zagreb	CROBEXplus	Inženjerske delatnosti i tehničko savetovanje	115.730	14.409	9.534	-974	1.726
39	Institut IGH d.d. Zagreb	CROBEXplus	Naučne i inovacione delatnosti	69.140	0	32.204	349	-1.646
40	Končar - Elektroindustrija d.d. Zagreb	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	498.526	333.992	397.030	6.360	14.484
41	Kraš d.d. Zagreb	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	162.738	89.491	138.362	7.132	4.079
42	Luka Ploče d.d. Ploče	CROBEXplus	Saobraćaj i skladištenje	76.683	55.254	32.203	986	168
43	Luka Rijeka d.d. Rijeka	CROBEXplus	Saobraćaj i skladištenje	109.745	93.458	22.477	-1.389	-174
44	Maistra d.d. Rovinj	CROBEXplus	Hotelijerstvo	396.474	210.948	151.085	30.868	21.724
45	OT - Optima Telekom d.d. Zagreb	CROBEXplus	Kabloske komunikacije	88.343	2.607	66.333	-6.021	-7.890
46	Plava laguna d.d. Poreč	CROBEXplus	Hotelijerstvo	403.948	292.686	145.019	34.287	30.178
47	Podravka d.d. Koprivnica	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	680.293	389.353	552.253	12.203	3.193
48	Tehnika d.d. Zagreb	CROBEXplus	Građevinarstvo	137.246	45.812	81.422	-18.917	-19.109
49	Uljanik Plovidba d.d. Pula	CROBEXplus	Saobraćaj i skladištenje	151.070	727	32.182	6.910	584
50	Valamar Riviera d.d. Poreč	CROBEXplus	Hotelijerstvo	671.587	338.196	238.519	35.869	32.886
51	Viro tvornica šećera d.d. Virovitica	CROBEXplus	Prerađivačka industrija	168.039	40.481	138.880	-23.400	-23.725
52	Hidroelektrane na Trebišnjici a.d. Trebinje	BIRS	Kabloske komunikacije	430.228	337.879	226.173	30.925	28.787
53	RiTE Ugljevik a.d. Ugljevik	BIRS	Proizvodnja električne energije	305.975	221.123	56.236	-9.177	-3.431
54	Telekom Srpske a.d. Banja Luka	BIRS	Proizvodnja električne energije	536.010	469.943	14.067	-11.929	-13.360
55	Tvornica cementa Kakanj d.d. Kakanj	SASX30	Prerađivačka industrija	85.927	76.787	48.486	9.106	9.108

Tabela 3. Mere deskriptivne statistike za odabrane finansijske pokazatelje
(u milionima EUR)

Panel A: Mere deskriptivne statistike za finansijske pokazatelje grupe

Finansijski pokazatelj	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Minimalna vrednost	Medijana	Maksimalna vrednost
Imovina	429,2	629,2	7,0	162,7	3.271,3
Kapital	243,8	389,0	0,0	84,0	1.899,6
Poslovni rezultat	21,8	57,6	-101,4	5,6	482,3
Neto rezultat	16,3	46,9	-106,9	3,7	427,3

Panel B: Mere deskriptivne statistike za finansijske pokazatelje matice

Finansijski pokazatelj	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Minimalna vrednost	Medijana	Maksimalna vrednost
Imovina	361,8	575,2	4,1	135,4	3.377,6
Kapital	230,2	384,8	0,0	79,1	2.017,1
Poslovni rezultat	19,6	58,6	-26,6	3,2	502,3
Neto rezultat	15,5	48,3	-106,8	2,7	462,5

3.2. Metodološki okvir istraživanja kvalitativnih atributa rezultata grupe i matičnog društva

3.2.1. Vrednosna relevantnost rezultata

U istraživanju vrednosne relevantnosti rezultata polazimo od poznatog modela regresije prinosa (Easton i Harris, 1991, Harris et al., 1994, Francis i Schipper, 1999, Francis et al., 2004, Hellstrom, 2005, Goncharov et al., 2009)³⁰:

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{jt} + \beta_2 X_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (1)$$

gde je R_{jt} ukupan godišnji prinos akcija kompanije j za period koji se završava određeni broj meseci nakon završetka godine t ; X_{jt} godišnja zarada po akciji kompanije j za godinu t , skalirana cenom akcije kompanije j na početku perioda i ΔX_{jt} promena godišnje zarade po akciji kompanije j u godini t u odnosu na godinu $t-1$, skalirana cenom akcije kompanije j na početku perioda. Skaliranje varijabli koje su predmet analize u modelu 1 motivisano je potrebom prevazilaženja razlika u veličini analiziranih kompanija, odnosno nominalnih vrednosti njihovih rezultata kao objašnjavajućih promenljivih u modelu.

U skladu sa ciljevima empirijske analize vrednosne relevantnosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, odnosno testiranja hipoteza 1 i 2, model 1 je zasebno ocenjen na osnovu podataka iz konsolidovanih finansijskih izveštaja ("konsolidovani" model – model 1c), pojedinačnih (separatnih) finansijskih izveštaja matičnog društva ("pojedinačni" tj. "separatni" model – model 1s), kao i na osnovu podataka iz konsolidovanih i pojedinačnih izveštaja matice istovremeno ("dualni" model – model 1d):

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \varepsilon_{jt} \quad (1c),$$

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{sjt} + \beta_2 X_{sjt} + \varepsilon_{jt} \quad (1s),$$

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \beta_3 \Delta X_{sjt} + \beta_4 X_{sjt} + \varepsilon_{jt} \quad (1d).$$

³⁰ Detaljnija teorijska pojašnjenja koncepta vrednosne relevantnosti rezultata data su u tački 4.1. IV dela disertacije.

Ocenjene vrednosti koeficijenta nagiba β_2 u konsolidovanom i pojedinačnom modelu, odnosno β_2 i β_4 u dualnom modelu, opisuju vezu obelodanjenih godišnjih rezultata grupe i njene matice sa kretanjem prinosa akcija matične kompanije u posmatranom periodu. Statistička značajnost ovih ocena tumači se kao dokaz vrednosne relevantnosti rezultata, odnosno kao znak da investitori na tržištu kapitala doživljavaju takve rezultate kao korisne signale o očekivanim budućim performansama matice od interesa i da ih koriste u svojim odlukama o (dez)investiranju.

Da bi se moglo suditi o eventualnoj nadmoći rezultata grupe u odnosu na rezultate matice u pogledu vrednosne relevantnosti (hipoteza 1), kao i mogućem inkrementalnom doprinosu pojedinačnih rezultata ukupnoj vrednosnoj relevantnosti u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama (hipoteza 2), najpre je neophodno oceniti izložene modele, a potom i izvršiti odgovarajuća poređenja dobijenih ocena i testirati statističku značajnost identifikovanih razlika. U tom cilju, u ovom istraživanju je primenjena ekonometrijska analiza podataka panela, koja je detaljnije izložena u tački 4.1.

U tabeli 4 prikazane su varijable koje su korišćene u ocenjivanju vrednosne relevantnosti računovodstvenih rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama bivših jugoslovenskih republika.

Tabela 4. Varijable korišćene u modelima vrednosne relevantnosti rezultata (modeli 1c, 1s i 1d)

Oznaka varijable	Opis varijable
R_{jt}	Ukupan prinos akcije matice j za referentni godišnji period, koji se obračunava kao: $R_{jt} = (P_1 - P_0 + D_1) / P_0$, gde su: P_1 – cena akcije matice j na kraju referentnog godišnjeg perioda, P_0 – cena akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda, D_1 – dividenda po (običnoj) akciji matice j (dan dividende pripada referentnom godišnjem periodu).
Xc_{jt}	Konsolidovani rezultat (zarada) po akciji grupe kojom upravlja matica j , za godinu t , skaliran cenom akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda (P_0).
ΔXc_{jt}	Promena konsolidovanog rezultata (zarade) po akciji grupe kojom upravlja matica j , u godini t , u odnosu na godinu $t-1$, skalirana cenom akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda (P_0).
Xs_{jt}	Pojedinačni (separatni) rezultat (zarada) po akciji matice j , za godinu t , skaliran cenom akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda (P_0).
ΔXs_{jt}	Promena pojedinačnog (separatnog) rezultata (zarade) po akciji matice j , u godini t , u odnosu na godinu $t-1$, skalirana cenom akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda (P_0).

Treba imati u vidu da su godišnji rezultati (zarade) po akciji za grupu i za matično društvo odmereni za izveštajni period od 01.01. do 31.12. godine t (i kao takvi prezentovani u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matice). Imajući u vidu tehničke aspekte sastavljanja i javnog obelodanjivanja godišnjih finansijskih izveštaja, informacije o ostvarenoj godišnjoj zaradi grupe i njene matice po pravilu postaju dostupne investicionoj javnosti tek nakon završetka poslovne godine, odnosno u godini koja sledi (čak i na visoko razvijenim tržištima kapitala). U tom smislu, za potrebe istraživanja vrednosne relevantnosti računovodstvenih rezultata, referentni godišnji period za odmeravanje prinosa akcije (varijable R_{jt}) neophodno je “pomeriti” određeni broj meseci nakon završetka izveštajnog perioda (tj. nakon 31.12. godine t), kako bi se osiguralo da konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji matice za godinu t budu javno obelodanjeni i dostupni tržištu, odnosno da informacije o rezultatima grupe i njene matice mogu da utiču na poteze investitora, cene i prinose akcija matične kompanije.

Regulatorni okvir finansijskog izveštavanja bivših jugoslovenskih republika propisuje period od četiri meseca nakon isteka izveštajnog perioda (30.04. naredne poslovne godine) kao krajnji rok za javno obelodanjivanje godišnjih finansijskih izveštaja javnih društava (konsolidovanih i pojedinačnih). Ipak, istraživanje je pokazalo da matične kompanije iz uzorka kasne sa potrebnim obelodanjivanjima, tako da je u 77,82% slučajeva (kompanija/godina) izveštajni set obelodanjen u predviđenom roku (najkasnije do 30.04. godine $t+1$). Ukoliko se horizont posmatranja pomeri za dodatnih mesec dana (do 31.05. godine $t+1$) procenat obelodanjivanja (kompanija/godina koje su obelodanile potreban izveštajni set) dostiže 92,36%. Takva saznanja govore u prilog činjenici da na analiziranim tržištima kapitala bivše Jugoslavije još uvek ne postoji dovoljno razvijena svest, kao ni dovoljan interes rukovodstva javnih društava za korišćenjem eksternih finansijskih izveštaja (konsolidovanih i/ili pojedinačnih) kao medija za komunikaciju sa investicionom javnošću, odnosno kao sredstva za umanjene informacione asimetrije i privlačenje dodatnih izvora finansiranja (ali ni dovoljno snažni mehanizmi nadzora koji bi osigurali efektivnu primenu regulative finansijskog izveštavanja u praksi).

Imajući u vidu prethodna razmatranja, kao i prikaz varijabli iz tabele 4, ocena vrednosne relevantnosti konsolidovanih i pojedinačnih rezultata u modelima 1c, 1s i 1d, izvršena je sa ukupnim prinosom akcije koji je odmeren na dva datuma – na dan 30.04, odnosno 31.05. godine $t+1$. Takva analiza omogućila nam je da detaljnije sagledamo vrednosne efekte računovodstvenih rezultata na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala i jasnije spoznamo korisni potencijal informacija o rezultatu grupe i matičnog društva za zainteresovane investitore. U tom smislu, varijabla P_1 predstavlja cenu (obične) akcije matice j na dan 30.04. (31.05) godine $t+1$; varijabla P_0 je cena (obične) akcije matice j na dan 30.04. (31.05) godine t ; dok je varijabla D_1 dividenda po (običnoj) akciji matice j čiji dan dividende pripada periodu od 30.04. (31.05) godine t , do 30.04. (31.05) godine $t+1$.

Mere deskriptivne statistike za varijable korišćene u modelima vrednosne relevantnosti (modeli 1c, 1s i 1d) prikazane su u tabeli 5. Tabela 6 sadrži koeficijente korelacije analiziranih promenljivih.

Tabela 5. Mere deskriptivne statistike za varijable korišćene u modelima vrednosne relevantnosti rezultata (modeli 1c, 1s i 1d)

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Prvi kvartil	Medijana	Treći kvartil
R^1	0,1036	0,4333	-0,1371	0,0545	0,2846
X_c	-0,2076	1,4063	0,0010	0,0598	0,1067
ΔX_c	0,1591	1,4678	-0,0420	0,0045	0,0804
X_s	-0,1706	1,2493	0,0041	0,0523	0,1000
ΔX_s	0,1537	1,3659	-0,0242	0,0022	0,0442

¹ Prinos akcije (R) ovde je obračunat prema cenama akcija na dan 31.05.

Tabela 6. Koeficijenti korelacije analiziranih varijabli u modelima vrednosne relevantnosti rezultata (modeli 1c, 1s i 1d)

Varijabla	R^1	X_c	ΔX_c	X_s	ΔX_s
R^1	1,0000				
X_c	-0,0712	1,0000			
ΔX_c	-0,1250*	0,3777*	1,0000		
X_s	-0,1000	0,9053*	0,3542*	1,0000	
ΔX_s	-0,1305*	0,2897*	0,8705*	0,3911*	1,0000

* Označava signifikantnost na nivou od 5%.

¹ Prinos akcije (R) ovde je obračunat prema cenama akcija na dan 31.05.

Kao što se može videti iz tabele 5, konsolidovane i pojedinačne zarade po akciji (skalirane cenom akcije na početku referentnog godišnjeg perioda) za prosečnu grupu/matično društvo iz uzorka su negativne. Tačnije, reč je o gubicima po akciji. Posmatrano u apsolutnim iznosima, prosečan konsolidovani rezultat očekivano je viši od prosečnog rezultata matične kompanije (0,2076 nasuprot 0,1706). Takođe, godišnji prinos akcija prosečne matice iz uzorka iznosi 10,36%. Osim toga, rezultati matičnog društva i grupe kao celine su visoko pozitivno korelisani (Pirsonov koeficijent korelacije iznosi 0,9053), dok je korelacija između svih analiziranih varijabli rezultata (i promena u rezultatima) i prinosa akcija matične kompanije negativna, što nije uobičajeno i može biti posledica specifičnosti tržišta kapitala u nastajanju.

3.2.2. Perzistentnost rezultata

U ispitivanju perzistentnosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama polazimo od uobičajenog modela regresije tekućih računovodstvenih rezultata, na rezultate prethodne godine (Lev, 1983, Sloan 1996, Francis et al, 2004, Goncharov et al., 2009, Dechow et al., 2010)³¹:

$$X_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{jt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2)$$

gde su X_{jt} i X_{jt-1} obelodanjeni računovodstveni rezultati tekuće i prethodne godine, koji se za potrebe prevazilaženja efekata veličine analiziranih kompanija uobičajeno skaliraju prosečnom vrednošću njihove imovine.

U skladu sa ciljevima empirijske analize perzistentnosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, odnosno testiranja hipoteza 3 i 4, model 2 je neophodno zasebno oceniti na osnovu podataka iz konsolidovanih finansijskih izveštaja ("konsolidovani" model – model 2c), pojedinačnih (separatnih) finansijskih izveštaja matičnog društva ("pojedinačni" tj. "separatni" model – model 2s), kao i na osnovu podataka iz konsolidovanih i pojedinačnih izveštaja matice istovremeno ("dualni" model – model 2d):

$$X_{cjt} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{cjt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2c),$$

$$X_{sjt} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{sjt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2s),$$

$$X_{cjt} = \alpha_0 + \alpha_1 X_{cjt-1} + \alpha_2 X_{sjt-1} + \varepsilon_{jt} \quad (2d).$$

Više vrednosti ocenjenog koeficijenta α_1 u konsolidovanom i pojedinačnom modelu ukazuju na viši stepen perzistentnosti rezultata grupe, tj. rezultata matičnog društva. Ukoliko su ove ocene i statistički značajne, analizirani rezultati mogu se smatrati perzistentnim (održivim). U cilju izvođenja zaključaka o razlici u perzistentnosti konsolidovanih rezultata grupe i pojedinačnih rezultata matice (hipoteza 3), neophodno je uporediti ocene α_1 koeficijenata iz konsolidovanog (2c) i pojedinačnog (2s) modela, a potom i testirati statističku značajnost identifikovanih razlika ovih ocena. O eventualnom inkrementalnom doprinosu dodatno raspoloživih rezultata matice ukupnoj perzistentnosti konsolidovanih rezultata (hipoteza 4), moguće je suditi na osnovu statističke značajnosti ocene paramtera α_2 u dualnom modelu (2d). U cilju dobijanja ovih ocena, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela, koja je detaljnije objašnjena u tački 4.2.

Perzistentnost rezultata grupe i matične kompanije ocenjivana je na nivou poslovnog rezultata i neto rezultata pre poreza. Takav pristup može obezbediti detaljniji uvid u karakteristike analiziranih rezultata. Analiza perzistentnosti poslovnog rezultata u načelu će ukazati na održivost performansi koje potiču iz osnovne (poslovne) delatnosti kompanije (matice, odnosno grupe kao celine). Ipak, u

³¹ Detaljnija teorijska pojašnjenja koncepta perzistentnosti rezultata data su u tački 4.2. IV dela disertacije.

okolnostima u kojima matično društvo predstavlja čist holding, fokus na poslovni rezultat u cilju sagledavanja održivosti performansi matice može biti zavaravajuć. Kada osnovni izvori performansi matične kompanije potiču iz njenih investicionih i upravljačkih aktivnosti, neto rezultat pre poreza može se pokazati boljim indikatorom perzistentnosti. Osim toga, zasebna analiza perzistentnosti poslovnog i neto rezultata pre poreza može dodatno rasvetliti efekte tranzitornih komponenti rezultata. Ne treba zaboraviti da ove komponente mogu biti predmet značajne diskrecije rukovodstva kompanije. Zbog veze poslovnog rezultata sa jezgrom poslovanja kompanije, očekuje se da efekat tranzitornih komponenti bude više izražen na nivou neto rezultata.

Eventualne razlike u stepenu održivosti poslovnog i neto rezultata pre poreza mogu predstavljati i signal ciljanog upravljanja obelodanjenim rezultatima od strane rukovodstva, kako bi se, na primer, nedovoljno perzistentni poslovni rezultati “preveli” u održive neto rezultate. Istovremeno, (očekivano) niži stepen perzistentnosti neto rezultata može biti posledica težnje rukovodstva za pravovremenim priznavanjem ekonomskih gubitaka, budući da će se ovi gubici uobičajeno materijalizovati u vidu neočekivanih, tranzitornih šokova u tekućim (neto) rezultatima. Stoga odsustvo perzistentnosti neto rezultata pre poreza ne mora nužno biti i signal lošeg kvaliteta rezultata, ukoliko su poslovne performanse kompanije održive (tj. kada su poslovni rezultati perzistentni).

U tabeli 7 prikazane su varijable koje su korišćene u ocenjivanju perzistentnosti računovodstvenih rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama.

Tabela 7. Varijable korišćene u modelima perzistentnosti rezultata (modeli 2c, 2s i 2d)

Oznaka varijable	Opis varijable
Xc_{jt}	Konsolidovani poslovni rezultat grupe kojom upravlja matrica j , za godinu t , skaliran prosečnom poslovnim imovinom grupe u godini t , <i>ili</i> Konsolidovani neto rezultat pre poreza grupe kojom upravlja matrica j , za godinu t , skaliran prosečnom ukupnom imovinom grupe u godini t .
Xc_{jt-1}	Konsolidovani poslovni rezultat grupe kojom upravlja matrica j , za godinu $t-1$, skaliran prosečnom poslovnim imovinom grupe u godini $t-1$, <i>ili</i> Konsolidovani neto rezultat pre poreza grupe kojom upravlja matrica j , za godinu t , skaliran prosečnom ukupnom imovinom grupe u godini $t-1$.
Xs_{jt}	Pojedinačni (separatni) poslovni rezultat matice j , za godinu t , skaliran prosečnom poslovnim imovinom matice u godini t , <i>ili</i> Pojedinačni (separatni) neto rezultat pre poreza matice j , za godinu t , skaliran prosečnom ukupnom imovinom matice u godini t .
Xs_{jt-1}	Pojedinačni (separatni) poslovni rezultat matice j , za godinu $t-1$, skaliran prosečnom poslovnim imovinom matice u godini $t-1$, <i>ili</i> Pojedinačni (separatni) neto rezultat pre poreza matice j , za godinu $t-1$, skaliran prosečnom ukupnom imovinom matice u godini $t-1$.

Mere deskriptivne statistike za varijable korišćene u modelima perzistentnosti (modeli 2c, 2s i 2d) prikazane su u tabeli 8. Tabela 9 sadrži koeficijente korelacije analiziranih promenljivih.

Tabela 8. Mere deskriptivne statistike za varijable korišćene u modelima perzistentnosti rezultata (modeli 2c, 2s i 2d)

Varijabla ¹	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Prvi kvartil	Medijana	Treći kvartil
Poslovni rezultat grupe	0,0346	0,0794	0,0048	0,0363	0,0782
Poslovni rezultat matice	0,0358	0,1446	0,0042	0,0329	0,0831
Neto rezultat pre poreza grupe	0,0202	0,0792	0,0012	0,0272	0,0628
Neto rezultat pre poreza matice	0,0247	0,0963	0,0017	0,0259	0,0652

¹Poslovni rezultati skalirani su prosečnom vrednošću poslovne imovine, dok je kao faktor za skaliranje neto rezultata pre poreza korišćena prosečna vrednost ukupne imovine.

Tabela 9. Koeficijenti korelacije analiziranih varijabli u modelima perzistentnosti rezultata (modeli 2c, 2s i 2d)

Varijabla	Poslovni rezultat ¹				Neto rezultat pre poreza ²			
	Xc _{jt}	Xc _{jt-1}	Xs _{jt}	Xs _{jt-1}	Xc _{jt}	Xc _{jt-1}	Xs _{jt}	Xs _{jt-1}
Xc _{jt}	1,0000				1,0000			
Xc _{jt-1}	0,5318*	1,0000			0,5746*	1,0000		
Xs _{jt}	0,6320*	0,3788*	1,0000		0,7787*	0,5016*	1,0000	
Xs _{jt-1}	0,3801*	0,6655*	0,3938*	1,0000	0,5049*	0,8321*	0,5166*	1,0000

* Označava signifikantnost na nivou od 5%.

¹Poslovni rezultat (grupe/matice) je skaliran prosečnom vrednošću poslovne imovine (grupe/matice).

²Neto rezultat pre poreza (grupe/matice) je skaliran prosečnom vrednošću ukupne imovine (grupe/matice).

Kao što se može videti iz tabele 8, prosečna grupa i prosečno matično društvo iz uzorka ostvaruju gotovo identične stope prinosa na imovinu. Naime, poslovni rezultat prosečne grupe iznosi 3,46% njene prosečne poslovne imovine, dok je poslovni rezultat prosečne matice na nivou od 3,58% prosečne poslovne imovine matične kompanije. Istovremeno, prosečna grupa ostvaruje neto rezultat pre poreza u visini od 2,02% prosečne ukupne imovine, dok je odgovarajući procenat na nivou prosečnog matičnog društva 2,47%. Takvi nalazi mogu uputiti na zaključak da je, u analiziranom uzorku korporativnih grupa, u proseku, najveći obim aktivnosti, raspoloživih ekonomskih resursa i ostvarenih zarada koncentrisan u okvirima matičnih kompanija, odnosno da je uticaj subsidijara na konsolidovane performanse relativno slab. Osim toga, sve analizirane varijable rezultata su visoko pozitivno korelisane (tabela 9), pri čemu je njihova veza jača na nivou neto rezultata pre poreza, u odnosu na poslovni rezultat.

3.2.3. Pravovremenost rezultata

U ispitivanju pravovremenosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama polazimo od modela "obrnute" regresije prinosa³² (Basu, 1997, Givoly i Hayn, 2000, Ball et al., 2000, Ball et al., 2001, Ball et al., 2003, Goncharov et al., 2009):

$$X_{jt} = \beta_0 + \beta_1 RD_{jt} + \beta_2 R_{jt} + \beta_3 RD_{jt} R_{jt} + \epsilon_{jt} \quad (3)$$

gde je R_{jt} ukupan godišnji prinos akcija kompanije j za relevantni godišnji period; X_{jt} godišnja zarada po akciji kompanije j za godinu t , skalirana cenom akcije kompanije j na početku perioda, a

³² U osnovi, u modelu pravovremenosti rezultata takođe se analizira veza računovodstvenog rezultata i prinosa akcija, kao što je to slučaj sa modelom vrednosne relevantnosti rezultata (model 1), s tim što se računovodstveni rezultat tretira kao nezavisna promenljiva, budući da su njegova svojstva (pravovremenost) predmet analize, dok prinos akcije predstavlja objašnjavajuću promenljivu (Basu, 1997). Detaljnija teorijska pojašnjenja koncepta pravovremenosti rezultata data su u tački 4.3. IV dela disertacije.

RD_{jt} veštačka promenljiva koja uzima vrednost 1 kada je prinos negativan (tj. kada je $R_{jt} \leq 0$), odnosno nula u suprotnom. Skaliranje zarada po akciji koje su predmet analize u modelu 3 motivisano je potrebom prevazilaženja razlika u veličini analiziranih kompanija, odnosno nominalnih vrednosti njihovih rezultata kao nezavisnih promenljivih u modelu.

Koncept pravovremenosti portretiče kvalitet računovodstvenog rezultata u svetlu njegove sposobnosti da promptno reflektuje sve stvarne promene u ekonomskim performansama kompanije. Ove promene obuhvataju kako stvarno realizovane tokove gotovine, tako i sve revizije prvobitnih očekivanja u pogledu sadašnjih vrednosti budućih neto primanja gotovine. Pretpostavka je da cene akcija „predvode“ računovodstvene rezultate, tj. da tržišta brže reaguju na nove informacije o očekivanim promenama u performansama kompanije (promptno inkorporirajući takve informacije u ukupan prinos akcionara) u odnosu na finansijske izveštaje, s obzirom na to da računovodstvena pravila postavljaju izvesna ograničenja u pogledu priznavanja takvih informacija (tj. njihove inkorporacije u računovodstveni rezultat).

Kao indikator stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije (koje se u analizi pravovremenosti uobičajeno označavaju kao ekonomski rezultat) u ovom modelu koristi se ukupan prinos akcija matične kompanije. Postojanje statistički značajne veze između prinosa akcije i računovodstvenog rezultata, kao promenljive čija se kvalitativna svojstva ocenjuju, tumači se kao dokaz pravovremenosti rezultata, odnosno dokaz da postoji značajno poklapanje između informacionog seta koji je reflektovan u računovodstvenom rezultatu i informacionog seta koji je reflektovan u kretanju prinosa akcija kompanije.

Budući da se u kvalitativnom smislu više ceni pravovremenost rezultata u priznavanju negativnih revizija tržišnih očekivanja (tzv. ekonomskih gubitaka) nego pozitivnih (ekonomskih dobitaka), u model pravovremenosti rezultata (model 3) uključuje se i veštačka promenljiva, koja omogućava zasebno ispitivanje pravovremenosti rezultata u priznavanju „dobrih“ i „loših“ vesti (tj. ekonomskih gubitaka i dobitaka, reflektovanih u kretanju prinosa akcija). Poznato je da su računovodstvena pravila priznavanja dobitaka i gubitaka postavljena „asimetrično“, tako da u načelu dozvoljavaju priznavanje ekonomskih gubitaka u momentu kada oni postanu poznati rukovodstvu, ali ne i ekonomskih dobitaka – njihovo računovodstveno priznavanje se odlaže do momenta stvarne realizacije takvih dobitaka. Stoga se može pretpostaviti da će loše vesti biti brže reflektovane u računovodstvenim rezultatima, u odnosu na dobre vesti. Zapravo, može se očekivati da će loše vesti (ekonomski gubici) biti priznate u računovodstvenom rezultatu istovremeno (u istom periodu) kada i u ceni (prinosu) akcija, kreirajući time „jaču“ vezu između ovih varijabli.

Kada je reč o dobrim vestima (ekonomski dobitci), očekuje se da one budu priznate u ceni (prinosu) akcija u momentu kada postanu poznate tržištu (promptno), ali ne i u računovodstvenom rezultatu (računovodstveni rezultat „čeka“ buduće periode u kojima će ti ekonomski dobitci biti stvarno realizovani tj. materijalizovati se u višim neto prilivima gotovine, pa ih tek onda priznaje). Stoga se može očekivati da u periodima dobrih vesti veza računovodstvenih rezultata i prinosa akcija bude slabija. Ako računovodstveni rezultati zaista brže priznaju loše vesti u odnosu na dobre, oni se označavaju kao „uslovno konzervativni“ i smatraju posebno korisnim.

Dakle, veštačka promenljiva u modelu 3 (RD_{jt}) ima za cilj da omogući analizu razlika u osetljivosti računovodstvenog rezultata na „dobre vesti“ (situacije u kojima su prinosi akcija kompanije pozitivni i $R_{jt} > 0$) i „loše vesti“ (situacije u kojima su prinosi akcija kompanije negativni i $R_{jt} \leq 0$). U tom smislu, specifikacija modela u periodu dobrih vesti (kada je $R_{jt} > 0$, $RD=0$) je sledeća:

$$X_{jt} = \beta_0 + \beta_2 R_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

dok u periodu loših vesti (kada je $R_{jt} \leq 0$, $RD=1$), model ima sledeću specifikaciju:

$$X_{jt} = \beta_0 + \beta_1 + \beta_2 R_{jt} + \beta_3 R_{jt} + \varepsilon_{jt}$$

odnosno (preuređeno):

$$X_{jt} = (\beta_0 + \beta_1) + (\beta_2 + \beta_3)R_{jt} + \varepsilon_{jt}.$$

Imajući u vidu prethodna razmatranja, ocene parametara koji se smatraju značajnim sa stanovišta analize pravovremenosti računovodstvenih rezultata u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije („dobrih“ i „loših“ vesti) mogu se interpretirati na sledeći način (Basu, 1997):

- β_2 ukazuje na pravovremenost rezultata u priznavanju pozitivnih promena u tržišnim očekivanjima u pogledu performansi kompanije (tzv. ekonomskih dobitaka ili dobrih vesti);
- $(\beta_2 + \beta_3)$ ukazuje na ukupnu pravovremenost rezultata u priznavanju negativnih promena u tržišnim očekivanjima u pogledu performansi kompanije (tzv. ekonomskih gubitaka ili loših vesti);
- β_3 ukazuje na inkrementalnu pravovremenost rezultata u priznavanju ekonomskih gubitaka. Ako su rezultati više pravovremeni u priznavanju ekonomskih gubitaka, nego dobitaka (brže priznaju loše u odnosu na dobre vesti), takvi rezultati smatraju se posebno korisnim i označavaju kao „uslovno konzervativni“. Stoga se prisustvo uslovnog konzervativizma detektuje u slučajevima u kojima je $(\beta_2 + \beta_3)/\beta_2 > 1$.

U skladu sa ciljevima empirijske analize pravovremenosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o grupama, odnosno testiranja hipoteze 5, model 3 je neophodno zasebno oceniti na osnovu podataka iz konsolidovanih finansijskih izveštaja (“konsolidovani” model – model 3c) i pojedinačnih (separatnih) finansijskih izveštaja matičnog društva (“pojedinačni” tj. “separatni” model – model 3s):

$$X_{Cjt} = \beta_0 + \beta_1 RD_{jt} + \beta_2 R_{jt} + \beta_3 RD_{jt}R_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3c)$$

$$X_{Sjt} = \beta_0 + \beta_1 RD_{jt} + \beta_2 R_{jt} + \beta_3 RD_{jt}R_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3s).$$

U cilju ispitivanja nadmoći rezultata grupe u odnosu na rezultate matice u pogledu pravovremenosti u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matične kompanije (hipoteza 5), najpre je neophodno oceniti izložene modele, a potom izvršiti odgovarajuća poređenja dobijenih ocena i testirati statističku značajnost identifikovanih razlika. U tom cilju, u ovom istraživanju je primenjena ekonometrijska analiza podataka panela, koja je izložena u tački 4.3.

U tabeli 10 prikazane su varijable koje su korišćene u ocenjivanju razlika u pravovremenosti računovodstvenih rezultata grupe i matične kompanije u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja bivših jugoslovenskih republika.

Kao i u slučaju analize vrednosne relevantnosti rezultata (model 1), i ovde treba imati u vidu da su godišnji rezultati (zarade) po akciji za grupu i za matično društvo odmereni za izveštajni period od 01.01. do 31.12. godine t , dok je referentni godišnji period za odmeravanje prinosa akcije (varijable R_{jt}) “pomeren” određeni broj meseci nakon završetka izveštajnog perioda, u cilju osiguranja javnog obelodanjivanja finansijsko-izveštajnih informacija. Za potrebe analize pravovremenosti, kao presečni datum za odmeravanje prinosa akcija korišćen je 31.05, tako da varijabla P_1 predstavlja cenu (obične) akcije matice j na dan 31.05. godine $t+1$; varijabla P_0 je cena (obične) akcije matice j na dan 31.05. godine t ; dok je varijabla D_1 dividenda po (običnoj) akciji matice j čiji dan dividende pripada periodu od 31.05. godine t , do 31.05. godine $t+1$.

Budući da su u modelu pravovremenosti rezultata korišćene iste varijable kao i u modelu vrednosne relevantnosti rezultata (model 1), mere deskriptivne statistike i odgovarajući koeficijenti korelacije prezentovani su u tabelama 5 i 6.

Tabela 10. Varijable korišćene u modelima pravovremenosti rezultata (modeli 3c i 3s)

Oznaka varijable	Opis varijable
R_{jt}	Ukupan prinos akcije matice j za referentni godišnji period, koji se obračunava kao: $R_{jt} = (P_1 - P_0 + D_1) / P_0$, gde su: P_1 – cena akcije matice j na kraju referentnog godišnjeg perioda, P_0 – cena akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda, D_1 – dividenda po (običnoj) akciji matice j (dan dividende pripada referentnom godišnjem periodu).
Xc_{jt}	Konsolidovani rezultat (zarada) po akciji grupe kojom upravlja matrica j , za godinu t , skaliran cenom akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda (P_0).
Xs_{jt}	Pojedinačni (separatni) rezultat (zarada) po akciji matice j , za godinu t , skaliran cenom akcije matice j na početku referentnog godišnjeg perioda (P_0).
RD_{jt}	Veštačka promenljiva koja uzima vrednost 1 kada je $R_{jt} \leq 0$, odnosno vrednost 0 kada je $R_{jt} > 0$.

3.2.4. Otpornost rezultata na diskreciono upravljanje

Kako bismo ispitali podložnost obelodanjenih rezultata grupe i matične kompanije na različite tehnike ciljanog upravljanja rezultatom, u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja bivših jugoslovenskih republika, koristimo četiri indikatora upravljanja rezultatom (Leuz et al., 2003, Burgstahler et al., 2006, Barth et al., 2008, Goncharov et al., 2009)³³. Pomenuti indikatori razvijeni su u literaturi u cilju identifikacije osnovnih manifestacija namenskog uobličavanja računovodstvenih rezultata od strane rukovodstva kompanije: ciljanog uravnoteženja u vremenu i dostizanja zone dobitka (pozitivnog rezultata).

U skladu sa ciljevima empirijske analize razlika u otpornosti rezultata grupe i njene matice na diskreciono upravljanje, odnosno testiranja hipoteze 6, svaki indikator je zasebno obračunat na osnovu podataka iz konsolidovanih finansijskih izveštaja i pojedinačnih finansijskih izveštaja matičnog društva, a zatim su vršena odgovarajuća poređenja. Prikaz korišćenih indikatora dat je u tabeli 11. Mere deskriptivne statistike i koeficijenti korelacije za odabrane analizirane varijable prikazani su u tabeli 12. Korelacija svih prezentovanih varijabli je statistički značajna i očekivano negativna između gotovinske i obračunske komponente rezultata.

³³ Detaljnija teorijska pojašnjenja indikatora diskrecionog upravljanja rezultatom data su u tački 4.4. IV dela disertacije.

Tabela 11. Indikatori diskrecionog upravljanja rezultatom

Indikator	Tumačenje	Opis varijabli
$I_1 = \sigma(OPINC_j) / \sigma(CFO_j)$	Niže vrednosti $I_1 \rightarrow$ viši stepen ciljanog uravnoteženja rezultata.	OPINC_j je poslovni rezultat (grupe/matice) skaliran ukupnom imovinom na početku perioda (grupe/matice). CFO_j je poslovni i investicioni tok gotovine (grupe/matice) skaliran ukupnom imovinom na početku perioda (grupe/matice).
$I_2 = \rho(\Delta ACC_{jt}; \Delta CFO_{jt})$	Niže vrednosti I_2 (bliže -1) \rightarrow više ciljanog uravnoteženja rezultata.	ΔACC_{jt} je promena u obračunskoj komponenti poslovnog rezultata (grupe/matice j u godini t , u odnosu na godinu $t-1$), skalirana ukupnom imovinom na početku perioda (grupe/matice j u godini t). ΔCFO_{jt} je promena u tokovima gotovine iz poslovnih aktivnosti (grupe/matice j u godini t , u odnosu na godinu $t-1$), skalirana ukupnom imovinom na početku perioda (grupe/matice j u godini t).
$I_3 = ACC_{jt} / CFO_{jt} $	Više vrednosti $I_3 \rightarrow$ više ciljanog uravnoteženja rezultata.	$ ACC_{jt} $ je apsolutna vrednost obračunske komponente poslovnog rezultata (grupe/matice j u godini t), obračunata kao razlika poslovnog rezultata (grupe/matice j u godini t) i varijable CFO_{jt} . $ CFO_{jt} $ je apsolutna vrednost poslovnog i investicionog toka gotovine (grupe/matice j u godini t).
$I_4 = \text{Broj "malih" dobitaka} / \text{Broj "malih" gubitaka}$ (posmatrano u odnosu na ukupan broj opservacija rezultata grupe / matice)	Više vrednosti $I_4 \rightarrow$ više ciljanog upravljanja rezultatom sračunatog na prikazivanje pozitivnih performansi (prelazak u zonu dobitka).	"Mali" dobitci su rezultati grupe/matice, skalirani knjigovodstvenom vrednošću kapitala grupe/matice na početku perioda, koji pripadaju intervalu $[0,00;0,01]$. "Mali" gubici su rezultati grupe/matice, skalirani knjigovodstvenom vrednošću kapitala grupe/matice na početku perioda, koji pripadaju intervalu $[-0,01;0,00]$.

Tabela 12. Mere deskriptivne statistike i koeficijenti korelacije za odabrane varijable korišćene u analizi diskrecionog upravljanja rezultatom

Panel A: Mere deskriptivne statistike za grupu

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Minimalna vrednost	Medijana	Maksimalna vrednost
CFOc	0,0265	0,0773	-0,0024	0,0267	0,0581
ACCc	0,0063	0,0834	-0,0267	0,0049	0,0365

Panel B: Mere deskriptivne statistike za maticu

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Minimalna vrednost	Medijana	Maksimalna vrednost
CFOs	0,0247	0,0937	-0,0034	0,0206	0,0618
ACCs	0,0037	0,1036	-0,0333	0,0012	0,0387

Panel C: Koeficijenti korelacije

	CFOc	CFOs	ACCc	ACCs
CFOc	1,0000			
CFOs	0,8412*	1,0000		
ACCc	-0,6869*	-0,5452*	1,0000	
ACCs	-0,6386*	-0,7429*	0,8040*	1,0000

* Označava signifikantnost na nivou od 5%.

4. REZULTATI EMPIRIJSKE ANALIZE

4.1. Vrednosna relevantnost rezultata grupe i matičnog društva

U postupku analize vrednosne relevantnosti obelodanjenih rezultata grupa i matičnih društava u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja država nastalih raspadom Jugoslavije, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela. Nalazi empirijskih istraživanja vrednosne relevantnosti rezultata, koji su razmatrani u postupku formulisanja prve i druge istraživačke hipoteze, mahom počivaju na ocenama restriktivnog modela panela sa konstantnim regresionim parametrima (*pooled model* ocenjen metodom običnih najmanjih kvadrata). U cilju dobijanja efikasnih ocena i maksimalnog iskorišćenja raspoloživih informacija o analiziranim grupama i matičnim društvima iz uzorka podataka panela, nastojali smo da unapredimo uobičajeni metodološki pristup ocenjivanja vrednosne relevantnosti. Stoga su modeli vrednosne relevantnosti rezultata (modeli 1c, 1s i 1d, koji su izloženi u podtački 3.2.1) najpre ocenjeni u skladu sa klasičnom procedurom ocenjivanja modela panela (Baltagi, 2013). Empirijska analiza sprovedena je korišćenjem programa Stata 14.

U tom smislu, ocenjeni su sledeći modeli: model sa konstantnim regresionim parametrima (*pooled model*), model fiksnih individualnih efekata (*one-way fixed effects model*), model fiksnih individualnih i vremenskih efekata (*two-way fixed effects model*), model slučajnih individualnih efekata (*random effects model*), model sa panel-korigovanim standardnim greškama, model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim standardnim greškama. Svi modeli su ocenjeni u dve varijante, budući da je prinos akcija matične kompanije, kao zavisna promenljiva u modelu, za potrebe analize i ostvarivanja pouzdanijeg uvida u korisni potencijal rezultata na analiziranim (nerazvijenim) tržištima kapitala, odmeren na dva datuma: 30.04. i 31.05. Dobijene ocene i prateći dijagnostički testovi i testovi specifikacije prikazani su u prilogu 1.

Na osnovu sprovedenih procedura, nije potvrđena adekvatnost nijednog od izloženih modela panela. Nalazi su u osnovi isti u obe varijante obračuna prinosa akcija (prema stanju na dan 30.04, odnosno 31.05).

Nakon ocenjivanja navedenih alaternativnih modela, te sprovođenja odgovarajućih testova specifikacije, opredelili smo se za metod ocenjenih uopštenih najmanjih kvadrata³⁴, čije rezultate interpretiramo u nastavku. Ovaj metod omogućava dobijanje konzistentnih i efikasnih ocena parametara u prisustvu autokorelacije prvog reda, kao i unakrsne korelacije i heteroskedastičnosti između panela. U specifikacije svih ocenjenih modela uključeni su individualni i vremenski efekti. Analiza je potvrdila statističku značajnost vremenskih efekata u svim ocenjenim modelima, kao i to da uticaj individualnih efekata nije signifikantan. Nalazi su prezentovani u tabelama u nastavku.

Kao što se može videti u tabeli 13, kada je ukupan prinos akcije odmeren prema stanju na dan 30.04, ocene parametara uz računovodstvene rezultate u konsolidovanom i pojedinačnom modelu (parametar β_2) su statistički značajne i pozitivne. Takvi nalazi upućuju na zaključak da se rezultati grupe i rezultati matične kompanije, posmatrani zasebno, mogu smatrati vrednosno relevantnim. Ocena parametra β_2 u konsolidovanom modelu (1,1697) viša je nego u pojedinačnom (0,8095), što govori u prilog polaznim očekivanjima u pogledu više vrednosne relevantnosti konsolidovanih rezultata, odnosno njihove jače veze sa kretanjem prinosa akcija matice i višeg informacionog potencijala za investitore, u odnosu na pojedinačne rezultate matičnog društva. Ipak, razlika u vrednosnoj relevantnosti rezultata grupe i rezultata matične kompanije nije statistički značajna. U tom smislu, ne postoje adekvatni dokazi da, u analiziranom izveštajnom okruženju, investitori matične kompanije doživljavaju konsolidovane rezultate grupe kao korisnije informacione inpute u

³⁴ Korišćena je `xtgls` komanda u Stati.

prognoziraju očekivanih budućih neto priliva gotovine u maticu od interesa, odnosno iznosa, dinamike i neizvesnosti sopstvenih prinosa po datom osnovu, u odnosu na rezultate matice kao zasebnog subjekta finansijskog izveštavanja.

Tabela 13. Vrednosna relevantnost rezultata sa prinosom akcija na 30.04.

	Konsolidovani model (1c)	Pojedinačni model (1s)	Dualni model (1d)
(1c) $R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{Cjt} + \beta_2 X_{Cjt} + \varepsilon_{jt}$			
(1s) $R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{Sjt} + \beta_2 X_{Sjt} + \varepsilon_{jt}$			
(1d) $R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{Cjt} + \beta_2 X_{Cjt} + \beta_3 \Delta X_{Sjt} + \beta_4 X_{Sjt} + \varepsilon_{jt}$			
β_0	0,8954 (0,174)***	0,9889 (0,155)***	0,6631 (0,225)***
β_1	-0,0022 (0,321)	0,115 (0,369)	-1,3047 (0,998)
β_2	1,1697 (0,422)***	0,8095 (0,439)*	3,6192 (1,419)**
β_3	/	/	1,4603 (1,125)
β_4	/	/	-2,7094 (1,498)*
Wald χ^2 test, p-vrednost	0,0000	0,0003	0,0001
χ^2 test individualnih efekata, p-vrednost	0,0914	0,2042	0,4667
χ^2 test vremenskih efekata, p-vrednost	0,0000	0,0000	0,0002
Združeni χ^2 test za sve objašnjavajuće promenljive u modelu, p-vrednost	0,0055	0,0470	0,0087
Združeni χ^2 test za dodatne objašnjavajuće promenljive u modelu, p-vrednost	/	/	0,1935

Robusne standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Za razliku od informacija o tekućem rezultatu (X), informacije o promenama u rezultatu (ΔX) same po sebi nisu vrednosno relevantne, niti u konsolidovanom, niti u pojedinačnom modelu (odgovarajuće ocene parametra β_1 nisu signifikantne u ovim modelima). Ipak, obe varijable rezultata zajedno (X i ΔX) ostvaruju statistički značajan uticaj na kretanje prinosa akcija matične kompanije, kako u slučaju rezultata grupe, tako i u slučaju rezultata matičnog društva (združeni χ^2 test je signifikantan na nivou od 1% u modelu 1c, i nivou od 5% u modelu 1s).

Informacije o rezultatu grupe i matične kompanije ostaju vrednosno relevantne i u dualnom modelu (ocene parametara β_2 i β_4 u modelu 1d su signifikantne), dok odgovarajuće informacije o promenama u konsolidovanom rezultatu i pojedinačnom rezultatu matice i dalje nemaju statistički značajan uticaj na kretanje prinosa akcija (ocene parametara β_1 i β_3 u modelu 1d nisu signifikantne). Sve varijable dualnog modela, posmatrane zajedno, ostvaruju statistički značajan uticaj na kretanje prinosa akcija matične kompanije. U tom smislu, može se govoriti o vrednosnoj relevantnosti dualnog modela. Ipak, da bi se moglo suditi o eventualnoj informacionoj nadmoći dualnog, u odnosu na konsolidovani model, nepohodno je ispitati signifikantnost odgovarajućih varijabli rezultata matične kompanije (X_s i ΔX_s), kao dodatnih objašnjavajućih promenljivih u dualnom modelu (u odnosu na konsolidovani). Budući da χ^2 test ne odbacuje nultu hipotezu da su ocene parametara β_3 i β_4 jednake nuli, ne može se zaključiti da informacije o rezultatu (i promeni u rezultatu) matične kompanije obezbeđuju inkrementalni doprinos vrednosnoj relevantnosti rezultata grupe u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja.

Tabela 14. Vrednosna relevantnost rezultata sa prinosom akcija na 31.05.

	Konsolidovani model (1c)	Pojedinačni model (1s)	Dualni model (1d)
β_0	1,1553 (0,299)***	0,8423 (0,449)*	1,0022 (0,456)**
β_1	-0,1129 (0,080)	-0,0785 (0,085)	-1,2554 (0,478)***
β_2	0,2613 (0,175)	0,2369 (0,166)	3,6556 (1,435)**
β_3	/	/	1,0714 (0,479)**
β_4	/	/	-3,5861 (1,386)***
Wald χ^2 p-vrednost	0,0088	0,0205	0,0009
χ^2 test individualnih efekata, p-vrednost	0,0552	0,0501	0,0467
χ^2 test vremenskih efekata, p-vrednost	0,0326	0,0391	0,1410
Združeni χ^2 test za sve objašnjavajuće promenljive u modelu, p-vrednost	0,1087	0,2584	0,0074
Združeni χ^2 test za dodatne objašnjavajuće promenljive u modelu, p-vrednost	/	/	0,0120

Robusne standardne greške date su u zagradi.

, ** i * ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.*

Kada se prosečni datum za odmeravanje prinosa akcija matice pomeri za dodatnih mesec dana, u odnosu na zakonski rok za objavu godišnjeg seta finansijskih izveštaja grupe i matične kompanije, vrednosna relevantnost informacija o rezultatu grupe i informacija o rezultatu matice, posmatranih zasebno, iščezava (ocene parametra β_2 nisu signifikatne u dualnom i pojedinačnom modelu). Kao i u varijanti obračuna prinosa prema stanju na dan 30.04, informacije o promenama u rezultatu (grupe/matrice) ostaju irelevantne investitorima i prema stanju na dan 31.05. (ocene parametra β_1 nisu signifikatne u modelima 1c i 1s). Ipak, dualni model, koji inkorporira sve raspoložive informacije o rezultatu (i promenama u rezultatu) grupe i matičnog društva, ostaje vrednosno relevantan. Štaviše, kao što se može videti u tabeli 14, sve promenljive u modelu 1d (rezultati i promene u rezultatima grupe i matice) jesu vrednosno relevantne, odnosno ostvaruju signifikantan uticaj na kretanje prinosa akcija, kako individualno (sve ocene parametara su statistički značajne), tako i zajedno. Osim toga, zajednički uticaj informacija o rezultatu (i promenama u rezultatu) matice, kao dodatnih promenljivih u dualnom modelu, jeste signifikantan (na nivou od 5%), ukazujući na nadmoć vrednosne relevantnosti dualnog modela, u odnosu na konsolidovani model.

Prilikom interpretacije nalaza analize vrednosne relevantnosti obelodanjenih rezultata grupa i matičnih kompanija u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja nekadašnjih jugoslovenskih republika, neophodno je imati u vidu specifičnosti analiziranog izveštajnog okruženja, a pre svega relativno nizak stepen razvijenosti tržišta kapitala u ovim državama, odsustvo efikasnih institucionalnih mehanizama i nedostatak adekvatnih ekonomskih podsticaja rukovodstva za unapređenje kvaliteta eksternog finansijskog izveštavanja. O ulozi finansijskih izveštaja kao instrumenta umanjenja informacione asimetrije i medija za privlačenje kvalitetnih i pristupačnih izvora finansiranja na ovim tržištima, dovoljno govori podatak da je zakonom predviđeni rok za obelodanjivanje godišnjeg seta finansijskih izveštaja grupe i matične kompanije u analiziranom uzorku kompanija prekršen u više od 20% slučajeva (kompanija/godina). Štaviše, u 7,64% slučajeva (kompanija/godina) revidirani godišnji izveštaji nisu bili javno dostupni ni mesec dana nakon isteka zakonskog roka za obelodanjivanje.

U takvim okolnostima, brzina reakcije tržišta kapitala na informacije o rezultatima matičnih kompanija i njihovih grupa može biti dovedena u pitanje. Ipak, postoje dokazi da, na manje razvijenim tržištima, koja nisu dovoljno posvećena promptnom i kvalitetnom informisanju šire investicione javnosti, privatne informacije rukovodstva kompanije ipak bivaju inkorporirane u cene akcija, prvenstveno putem trgovanja informisanih insajdera (Ball et al., 2000). Izvesno je da kvalitet prosečne matične kompanije, kao emitenta na tržištima kapitala država nekadašnje Jugoslavije, može biti nezadovoljavajuć, odnosno nedovoljan da pobudi značajnije interesovanje investicione javnosti (naime, kao što je prikazano u tabeli 5, prosečne zarade po akciji u analiziranom periodu, na konsolidovanom i pojedinačnom nivou, su negativne, mada je ukupan prinos investitora u proseku pozitivan). Upravo iz tog razloga, fokusirali smo se samo na one matične kompanije čije su obične akcije uključene u berzanski indeks šireg obuhvata na analiziranim tržištima. U tom smislu, izvesno je da uzorak odabranih matica uključuje i one kompanije za čijim akcijama postoji izraženija tražnja, odnosno među čijim zainteresovanim investitorima postoje i oni koji svoje odluke o ulaganju zasnivaju na javno dostupnim finansijsko-izveštajnim informacijama, reagujući promptno na nova obelodanjivanja. Osim toga, ne treba zaboraviti ni odgovarajući informacioni sadržaj periodičnih finansijskih izveštaja listiranih matica, kao preliminarnih “najava” njihovih godišnjih performansi.

Razlike u vrednosnoj relevantnosti informacija o rezultatu na dan 30.04. i 31.05. u izvesnoj meri se mogu pripisati dejstvu protoka vremena, odnosno zastarevanju. Naime, kada je prinos akcija odmeren prema stanju na dan 30.4, i konsolidovani rezultati i rezultati matičnog društva (posmatrani zasebno) pokazuju se vrednosno relevantnim. Ipak, njihov uticaj na kretanje prinosa akcija prestaje da bude statistički značajan kada se presečni datum za obračun prinosa pomeri za dodatnih mesec dana. Može se pretpostaviti da kompanije koje ne poštuju rokove za objavu revidiranih godišnjih izveštaja nisu dovoljno posvećene komunikaciji sa investitorima kroz finansijsko izveštavanje, bilo zbog toga što njihova rukovodstva nemaju realnih potreba za takvom komunikacijom (jer, na primer, potrebne finansijske resurse pribavljaju od kreditora sa kojima imaju neposrednu komunikaciju ili je, pak, vlasnička struktura matičnog društva izrazito koncentrisana), bilo zbog značajnijih finansijskih i korporativnih problema, koji obavezu ispunjenja zakonskog roka za obelodanjivanje mogu staviti u drugi plan. Iz navedenih razloga, može se očekivati da kvalitet finansijskog izveštavanja i obelodanjenih rezultata ovih kompanija (grupa) bude slabiji u odnosu na one koje su svoje revidirane konsolidovane i pojedinačne finansijske izveštaje obelodanile pre isteka predviđenog zakonskog roka.

U tom smislu, za 77,82% godišnjih izveštaja, obelodanjenih najkasnije do isteka četvrtog meseca po završetku poslovne godine, informacije o rezultatima grupe i matične kompanije percipirane su kao korisne od strane investitora i ostvaruju značajan uticaj na kretanje prinosa akcija matične kompanije (obračunatog prema stanju na dan 30.04). Protekom vremena od datuma obelodanjivanja ovih izveštaja, njihov informacioni potencijal (značaj za investitore) neminovno slabi. U tom smislu, kada se horizont analize pomeri za dodatnih mesec dana, vrednosna relevantnost ovih rezultata postepeno iščezava³⁵. Istovremeno, procenat kompanija koje su obelodanile godišnji set konsolidovanih i pojedinačnih finansijskih izveštaja raste, sa 77,82% (30.04) na 92,36% (31.05). Ipak, kvalitet rezultata obelodanjenih po isteku zakonskog roka može biti doveden u pitanje. Imajući u vidu istovremeno dejstvo navedenih faktora (zastarevanje informacija o ranije obelodanjenim rezultatima i naknadno obelodanjivanje rezultata očekivano lošijeg kvaliteta), kao i okolnost da veći obuhvat kompanija iz uzorka koje su obelodanile godišnje finansijske izveštaje za grupu i matično društvo do 31.05. naredne poslovne godine pruža pouzdaniji osnov za izvođenje zaključaka o vrednosnoj relevantnosti rezultata, može se zaključiti da, na tržištima kapitala država

³⁵ U cilju provere robusnosti dobijenih ocena u modelima vrednosne relevantnosti, svi modeli dodatno su ocenjeni i sa prinosom akcija koji je odmeren prema stanju na dan 30.06. U takvim okolnostima nijedna od analiziranih varijabli rezultata (i promena u rezultatu) nije vrednosno relevantna ni u jednom od modela (1c, 1s i 1d). Ipak, ovi nalazi dodatno potvrđuju efekat protoka vremena na informacioni potencijal obelodanjenih rezultata i njihov uticaj na kretanje prinosa akcija kompanije (ocene na dan 30.06. prikazane su u tabeli P1.7. priloga 1).

nastalih raspadom Jugoslavije, informacije o rezultatima grupe kao celine, odnosno matične kompanije kao zasebnog izveštajnog entiteta, nisu vrednosno relevantne investitorima, i nemaju značajan uticaj na kretanje prinosa akcija matice, kada se koriste pojedinačno. Štaviše, vršenje relativno pouzdanih procena očekivanih budućih performansi matice od interesa moguće je samo istovremenim korišćenjem svih raspoloživih informacija o rezultatima (i promenama u rezultatu) grupe i matične kompanije. U takvim okolnostima, kada se koriste istovremeno kao izvor informacija za zainteresovane investitore na tržištu kapitala, konsolidovani rezultati i pojedinačni rezultati matičnog društva (kao i promene u rezultatima u odnosu na prethodnu godinu), postaju vrednosno relevantni, a njihova veza sa kretanjem prinosa akcija matice statistički značajna.

Na osnovu navedenog, može se zaključiti da *tvrdnja o višoj vrednosnoj relevantnosti rezultata grupe, u odnosu na rezultate matične kompanije*, u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o performansama grupa, izneta u *hipotezi 1, nije potvrđena*. Istovremeno, *tvrdnja da informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju vrednosnu relevantnost informacija o rezultatima grupe iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima*, izneta u *hipotezi 2, jeste potvrđena*. Naime, postoje uverljivi dokazi da dualni sistem finansijskog izveštavanja o performansama grupa obezbeđuje posebne pogodnosti zainteresovanim investitorima na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika, odnosno da informacije iz pojedinačnih izveštaja matičnog društva, kao dodatno raspoloživog izveštajnog seta u dualnom sistemu, ostvaruju značajan inkrementalni doprinos ukupnoj vrednosnoj relevantnosti za investitore.

Okolnost da je na dan 30.04, kao presečni datum obračuna godišnjeg prinosa akcija matične kompanije, vrednosna relevantnost informacija o rezultatima grupe kao celine potvrđena i viša od vrednosne relevantnosti rezultata matice (koja je, takođe, potvrđena), ali da identifikovana razlika u stepenu njihove vrednosne relevantnosti nije dovoljno signifikantna da bi se tvrdnja izneta u hipotezi 1 mogla smatrati dokazanom, takođe zavređuje poseban komentar. Pre svega, takav nalaz može biti posledica kašnjenja u potrebnim obelodanjivanjima, odnosno okolnosti da u 22,18% analiziranih slučajeva, godišnji rezultati grupe i matične kompanije nisu bili pravovremeno poznati široj investicionoj javnosti i kao takvi nisu mogli uticati na kretanje cena akcija matičnog društva na dan 30.04. (pod pretpostavkom da nije bilo informisanih insajdera koji su trgovali). U tom smislu, iako postoje izvesne indicije o višoj vrednosnoj relevantnosti rezultata grupe, u odnosu na pojedinačne rezultate matice, takvi nalazi nisu dovoljno ubedljivi da bi se mogle vršiti odgovarajuće generalizacije.

Osim toga, nedovoljno izražena razlika u vrednosnoj relevantnosti informacija iz konsolidovanih finansijskih izveštaja i pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije, takođe može biti posledica specifičnosti interne organizacije analiziranih grupa. Naime, ukoliko su matične kompanije oni entiteti u grupi u kojima je koncentrisan najveći obim aktivnosti i ekonomskih resursa grupe, dok je uticaj subsidijara na konsolidovane performanse manje izražen ili zanemarljiv, pojedinačni finansijski izveštaji matičnog društva očekivano će biti visoko vrednovani od strane investitora na tržištu, naročito imajući u vidu direktnu vezu rezultata matice i očekivanih budućih dividendi njenih investitora, odnosno okolnost da se raspodela dividendi upravo vrši iz ostvarene (tekuće ili zadržane) dobiti matične kompanije (a ne grupe kao celine). S obzirom na ranije izložene nalaze o zanemarljivim razlikama u stopama prinosa na imovinu prosečne grupe i prosečne matice iz uzorka (tabela 8), odsustvo izražene nadmoći vrednosne relevantnosti konsolidovanih rezultata, u odnosu na pojedinačne rezultate matične kompanije (prema stanju na dan 30.04), delom može biti i posledica visokog učešća analiziranih matičnih kompanija u ukupnim aktivnostima i performansama grupa kojima upravljaju, odnosno manje izraženog uticaja kontrolisanih članica grupe.

4.2. Perzistentnost rezultata grupe i matičnog društva

U postupku analize perzistentnosti obelodanjenih rezultata grupa i matičnih društava u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja država nastalih raspadom Jugoslavije, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela. Nalazi empirijskih istraživanja perzistentnosti rezultata, razmatrani u postupku formulisanja hipoteze 3 i hipoteze 4, mahom počivaju na ocenama restriktivnog modela panela sa konstantnim regresionim parametrima (*pooled model* ocenjen metodom običnih najmanjih kvadrata). Ipak, treba imati u vidu da model za ocenu perzistentnosti rezultata (model 2) ima dinamičku specifikaciju, budući da se kretanje rezultata tekuće godine modelira prema kretanju rezultata prethodne godine (tačnije, kao objašnjavajuća promenljiva u modelu koristi se zavisna promenljiva na docnji prvog reda). U takvim okolnostima, primena standardnih metoda ocenjivanja, svojstvenih statičkim modelima panela, rezultuje pristrasnim i nekonzistentnim ocenama.

U preliminarnoj fazi analize perzistentnosti rezultata, primenjena je klasična procedura ocenjivanja modela panela (Baltagi, 2013). Ocenjeni su sledeći modeli: model sa konstantnim regresionim parametrima (*pooled model*), model fiksnih individualnih efekata (*one-way fixed effects model*), model fiksnih individualnih i vremenskih efekata (*two-way fixed effects model*), model slučajnih individualnih efekata (*random effects model*). Dobijene ocene i prateći dijagnostički testovi i testovi specifikacije prikazani su u prilogu 2.

Imajući u vidu nedostatke ocenjivanja dinamičke specifikacije navedenim metodama, kao i odgovarajuće teorijsko-metodološke aspekte ocenjivanja dinamičkih modela panela, u ocenjivanju modela perzistentnosti računovodstvenih rezultata grupe i matičnog društva (modeli 2c, 2s i 2d, koji su izloženi u podtački 3.2.2) primenjen je uopšteni metod momenata (*generalized method of moments – GMM*). Smatra se da ovaj metod predstavlja pogodan način za rešavanje problema endogenosti pomaknute zavisne promenljive u dinamičkom modelu. Primenjen je sistemski uopšteni metod momenata - *system GMM* (Arellano i Bover, 1995, Blundell i Bond, 1998, Roodman, 2009a, 2009b) koji, za razliku od GMM metoda diferenci - *difference GMM* (Arellano i Bond, 1991), u značajnoj meri unapređuje efikasnost ocenjivanja i obezbeđuje ocene koje su robusne u prisustvu heteroskedastičnosti i autokorelacije. Modeli perzistentnosti rezultata (2c, 2s i 2d) ocenjeni su u različitim specifikacijama:

- kao interni instrumenti (endogene varijable) tretirane su vrednosti računovodstvenih rezultata (grupe/matice) na različitim docnjama;
- kao eksterni instrumenti (egzogene varijable) korišćene su veštačke promenljive za vremenske efekte i vrstu delatnosti matičnog društva.

Takođe, upotrebljene su i jednostepena i dvostepena procedura izvođenja ocena, sa robusnim ocenama standardnih grešaka. Perzistentnost rezultata u izloženim modelima prvenstveno je ocenjivana na nivou poslovnog rezultata. Ipak, u cilju provere robusnosti nalaza i sticanja jasnijeg uvida u kvalitativne attribute rezultata grupe i njene matice, analiza perzistentnosti dodatno je izvršena i na nivou neto rezultata pre poreza.

Ocene različitih specifikacija modela perzistentnosti koje se mogu smatrati prihvatljivim, sa nalazima pratećih dijagnostičkih testova i testova specifikacije, prikazane su u prilogu 2. Iako dvostepena procedura izvođenja ocena obezbeđuje efikasnije ocene, imajući u vidu prirodu analiziranih podataka panela (prostornu i vremensku dimenziju) i korišćenih instrumenata, konačno opredeljene ocene perzistentnosti rezultata u analiziranim modelima obezbeđene su jednostepenom GMM procedurom ocenjivanja³⁶. Nalazi su prezentovani u tabeli 15.

³⁶ Korišćena je Stata komanda `xtabond2`, `onestep` (za jednostepene ocene) i `twostep` (za dvostepene ocene).

Tabela 15. Perzistentnost poslovnog rezultata

	Konsolidovani model (2c)	Pojedinačni model (2s)	Dualni model (2d)
α_0	0,016 (0,004)***	0,028 (0,013)**	0,018 (0,004)***
α_1	0,513 (0,123)***	0,217 (0,123)*	0,418 (0,134)***
α_2	/	/	0,063 (0,034)***
Interni instrumenti	Xc, lag (2 2)	Xs, lag (2 4)	Xc i Xs, lag (2 2)
Eksterni instrumenti	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina
Procedura ocenjivanja	jednostepena	jednostepena	jednostepena
Broj instrumenata	21	24	27
Broj grupa	55	55	55
Wald χ^2 , p-vrednost	0,000	0,077	0,000
A-B test AR(1), p-vrednost	0,009	0,013	0,006
A-B test AR(2), p-vrednost	0,971	0,918	0,991
Sargan test, p-vrednost	0,174	0,058	0,056
Hansen test, p-vrednost	0,410	0,181	0,246

Robusne standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Kao što je prikazano u tabeli 15, sve tri regresije su statistički značajne, kao i ocene svih parametara uz objašnjavajuće promenljive u izloženim modelima. Adekvatnost specifikacije potvrđena je Arellano-Bond testovima autokorelacije, koji ukazuju na (očekivano) prisustvo autokorelacije prvog (AR(1)), ali ne i drugog reda (AR(2)). U tom smislu, izložene ocene mogu se smatrati konzistentnim. Hansenov test potvrđuje validnost definisanog skupa instrumenata.

Ocene parametara uz poslovne rezultate prethodne godine u konsolidovanom i pojedinačnom modelu (parametar α_1) su statistički značajne i pozitivne. Takvi nalazi upućuju na zaključak da se poslovni rezultati grupe i matične kompanije, posmatrani zasebno, mogu smatrati perzistentnim. Ocena parametra α_1 u konsolidovanom modelu (0,513) viša je nego u pojedinačnom (0,217), što govori u prilog polaznim očekivanjima u pogledu više perzistentnosti konsolidovanih rezultata, odnosno njihove izraženije održivosti i višeg informacionog potencijala za zainteresovane korisnike, u odnosu na pojedinačne rezultate matičnog društva. Imajući u vidu standardnu grešku ocene u pojedinačnom modelu (0,123) i odgovarajući interval poverenja (od -0,029 do 0,463), identifikovana razlika u perzistentnosti rezultata grupe i rezultata matične kompanije može se smatrati statistički značajnom. Na osnovu navedenog, može se zaključiti da je *tvrdnja o višoj perzistentnosti rezultata grupe, u odnosu na rezultate matične kompanije, u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja o performansama grupa*, koja je izneta u hipotezi 3, potvrđena.

Informacije o poslovnim rezultatima grupe i matične kompanije ostaju perzistentne i u dualnom modelu (ocene parametara α_1 i α_2 u modelu 2d su signifikantne). Kako poslovni rezultati prethodnog perioda, odmereni za matično društvo, kao dodatna objašnjavajuća promenljiva u dualnom modelu, ostvaruju signifikantan uticaj na kretanje konsolidovanih poslovnih rezultata tekuće godine, identifikovana razlika u perzistentnosti konsolidovanog i dualnog modela može se smatrati statistički značajnom. Drugim rečima, postoje adekvatni dokazi da, u analiziranom izveštajnom okruženju, informacije o rezultatu matice obezbeđuju inkrementalni doprinos perzistentnosti konsolidovanih rezultata. U tom smislu, *tvrdnja da informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju perzistentnost informacija o rezultatima grupe, iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima*, koja je izneta u hipotezi 4, može se smatrati potvrđenom.

U cilju bližeg sagledavanja korisnih svojstava obelodanjenih rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja bivših jugoslovenskih republika, perzistentnost rezultata grupe i rezultata matične kompanije dodatno je analizirana i na nivou neto rezultata pre poreza. Nalazi su prikazani u tabeli 16.

Tabela 16. Perzistentnost neto rezultata pre poreza

	Konsolidovani model (2c)	Pojedinačni model (2s)	Dualni model (2d)
α_0	0,008 (0,004)**	0,016 (0,006)***	0,008 (0,004)**
α_1	0,590 (0,070)***	0,396 (0,112)***	0,439 (0,103)***
α_2	/	/	0,150 (0,078)**
Interni instrumenti	Xc, lag (2 2)	Xs, lag (2 4)	Xc i Xs, lag (2 2)
Eksterni instrumenti	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina
Procedura ocenjivanja	jednostepena	jednostepena	jednostepena
Broj instrumenata	21	24	27
Broj grupa	55	55	55
Wald χ^2 , p-vrednost	0,000	0,000	0,000
A-B test AR(1), p-vrednost	0,006	0,046	0,005
A-B test AR(2), p-vrednost	0,628	0,337	0,585
Sargan test, p-vrednost	0,680	0,779	0,787
Hansen test, p-vrednost	0,344	0,437	0,216

Robusne standardne greške date su u zagradi.

, ** i * ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.*

Svi modeli perzistentnosti rezultata ostaju statistički značajni, posmatrano u celini, kao i sve analizirane varijable zasebno, na osnovu čega se može zaključiti da rezultati grupe i matične kompanije zadržavaju svojstvo perzistentnosti i na nivou neto rezultata pre poreza. Ocena parametra α_1 u konsolidovanom modelu (0,590) ostaje viša nego u pojedinačnom (0,396), što govori u prilog polaznim očekivanjima u pogledu više perzistentnosti konsolidovanih, u odnosu na pojedinačne rezultate matične kompanije. Ipak, imajući u vidu standardnu grešku ocene u pojedinačnom modelu (0,112) i odgovarajući interval poverenja (od 0,172 do 0,62), identifikovana razlika u perzistentnosti rezultata grupe i rezultata matične kompanije ne može se smatrati statistički značajnom. U tom smislu, ne postoje adekvatni dokazi da su konsolidovani neto rezultati pre poreza više održivi, u odnosu na pojedinačne rezultate matice (neto, pre poreza).

Kada je reč o dualnom modelu, nalazi su u osnovi nepromenjeni. Neto rezultati pre poreza grupe i matične kompanije zadržavaju svojstva perzistentnosti i kada se koriste zajedno kao izvori informacija u prognoziranju rezultata grupe (neto, pre poreza). Štaviše, neto rezultati matice (pre poreza), kao dodatna objašnjavajuća promenljiva u dualnom modelu, ostvaruju signifikantan uticaj na kretanje konsolidovanih neto rezultata (pre poreza) tekuće godine. U tom smislu, tvrdnja hipoteze 4 o inkrementalnom doprinosu pojedinačnih rezultata matice ukupnoj perzistentnosti rezultata u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja, može se smatrati potvrđenom i u slučaju kada su analizirani rezultati odmereni na neto nivou, pre poreza.

U cilju interpretacije nalaza analize perzistentnosti rezultata grupa i matičnih kompanija u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja bivših jugoslovenskih republika, poređenje dobijenih ocena na nivou poslovnog rezultata i neto rezultata pre poreza može obezbediti korisne uvide. Naime, prirodno je očekivati da poslovni rezultat, koji oslikava performanse povezane sa „jezgrom

poslovanja“ kompanija, bude manje opterećen jednokratnim stavkama (tranzitornim komponentama), a time i više održiv, u odnosu na neto rezultat pre poreza (tranzitorne komponente bilansa uspeha uglavnom se prepoznaju u stavkama ostalih prihoda i rashoda, usklađivanja fer vrednosti ostale imovine, ispravke grešaka ranijih godina, efekata promene računovodstvenih politika, mada se u izvesnoj meri mogu pojaviti i u poslovnom rezultatu). Ipak, nalazi istraživanja ukazuju da, u analiziranom izveštajnom okruženju, dolazi do porasta stepena perzistentnosti rezultata, kada se fokus analize pomeri sa poslovnog na neto rezultat pre poreza. Kao što se može videti iz tabela 15 i 16, odgovarajuća ocena parametra α_1 u konsolidovanom modelu (2c) sa 0,513 povećava se na 0,590, odnosno u pojedinačnom modelu (2s) sa 0,217 na 0,396.

Postoje dokazi da perzistentnost rezultata unapređuje njihovu vrednosnu relevantnost za investitore (Lipe, 1990), kao i da takve relacije naročito motivišu rukovodstvo kompanije da obelodanjenim rezultatima ciljano upravlja kako bi unapredilo njihovu perzistentnost i percipirani korisni potencijal za investitore na tržištu kapitala (Graham et al., 2005). Ukoliko je to zaista slučaj, obelodanjeni rezultati, iako perzistentni, zapravo neće verodostojno oslikavati stvarnu održivost ekonomskih performansi kompanije i mogu predstavljati pogrešne signale njenih očekivanih budućih performansi. Imajući u vidu širi diskrecioni prostor za upravljanje rezultatom na nivou pojedinačnih izveštaja (između ostalog i zbog mogućnosti upotrebe kontrolisanih transakcija sa subsidijarima u te svrhe), kao i činjenicu da se raspodela dividendi investitora matice vrši upravo iz njenog pojedinačnog (neto) rezultata, može se očekivati da su efekti ciljanog upravljanja rezultatom izraženiji na pojedinačnom nivou matice kao izveštajnog entiteta, nego na nivou grupe. Tome govore u prilog i nalazi analize podložnosti rezultata grupe i matične kompanije različitim tehnikama diskrecionog upravljanja, koji su izloženi u tački 4.4.

Naime, analiza diskrecionog upravljanja obelodanjenim rezultatima u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja bivših jugoslovenskih republika ukazuje na izraženiju sklonost rukovodstva matičnih kompanija ka ciljanom upravljanju poslovnim rezultatima matice (u odnosu na rezultate grupe), i to pre svega u pravcu njihovog uravnoteženja u vremenu. Nalazi analize perzistentnosti pružaju dodatne dokaze u tom pogledu. U tom smislu, postoji osnovana sumnja da se, na analiziranim tržištima kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika, tendenciozno upravlja rezultatima matičnih kompanija (i to više nego rezultatima grupe), kako bi se njihove manje održive poslovne performanse prevele u perzistentne neto zarade (pre poreza) i time udovoljilo očekivanim potrebama investicione (i šire) javnosti. Na ovaj način, na nivou neto rezultata pre poreza, perzistentnost rezultata matične kompanije raste, a nadmoć konsolidovanih rezultata (potvrđena na nivou poslovnog rezultata) slabi i gubi svoj statistički značaj. Istovremeno, u skladu sa teorijskim očekivanjima, (perzistentni) pojedinačni rezultati matičnih kompanija u analiziranom izveštajnom okruženju percipirani su kao vrednosno relevantni za investitore (kada se vrednosna relevantnost rezultata odmerava prema kretanju prinosa akcija matice na dan 30.04; nalazi su prikazani u tabeli 13). U tom smislu, moguće je da se nedovoljno izražena nadmoć vrednosne relevantnosti konsolidovanih rezultata (prema stanju prinosa akcija na dan 30.04) takođe može pripisati efektima “veštačkog” podešavanja perzistentnosti pojedinačnih rezultata matične kompanije, odnosno mogućoj precenjenosti njihovog informacionog potencijala i vrednosne relevantnosti za investitore.

4.3. Pravovremenost rezultata grupe i matičnog društva

U postupku analize pravovremenosti obelodanjenih rezultata grupa i matičnih društava listiranih na tržištima kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela. Nalazi empirijskih istraživanja pravovremenosti, koji su razmatrani u postupku formulisanja hipoteze 5, počivaju na ocenama restriktivnog modela panela sa konstantnim regresionim parametrima (*pooled model*, ocenjen metodom običnih najmanjih kvadrata). Osim toga, ovim istraživanjima svojstvena je i primena odgovarajućih procedura u cilju modifikacije

originalnih podataka panela i isključivanja efekata mogućih ekstremnih vrednosti. U takvim okolnostima, svojstva dobijenih ocena perzistentnosti rezultata mogu biti dovedena u pitanje. U cilju osiguranja maksimalnog stepena iskorišćenja raspoloživih informacija iz uzorka podataka panela, te povećanja efikasnosti ocena parametara analiziranih modela perzistentnosti, nastojali smo da uobičajeni metodološki pristup analize perzistentnosti unapredimo, razmatrajući i drugačije specifikacije modela panela i naprednije metode njihovog ocenjivanja.

Treba imati u vidu da model pravovremenosti rezultata (model 3) predstavlja “obrnutu” regresiju prinosa, odnosno da u osnovi ima specifikaciju koja je suprotna modelu vrednosne relevantnosti (model 1). Naime, u ovim modelima se koriste identične varijable prinosa akcija i računovodstvenog rezultata - najpre (model 1) kao zavisna (prinos) i objašnjavajuća promenljiva (rezultat), a potom menjaju uloge, tako da u modelu pravovremenosti računovodstveni rezultat predstavlja varijablu čija je svojstva ocenjuju (zavisna), i to iz ugla karaktera njegove veze sa kretanjem prinosa akcija (koji postaje objašnjavajuća promenljiva). Ovde je posebno važno napomenuti da, sa teorijskog i praktičnog stanovišta, računovodstveni rezultat i prinos akcija nisu međusobno determinisane varijable. Rezultati koji su objavljeni u finansijskim izveštajima kompanija mogu uticati (i utiču) na kretanje cena njihovih akcija na tržištu, kao i na iznose raspodeljenih dividendi po akciji, oblikujući time ukupne prinose akcija. Obrnuta situacija, da prinos akcije određuje visinu računovodstvenog rezultata, nije moguća ni u teoriji, ni u (regularnoj) poslovnoj praksi. Ipak, uobičajena specifikacija modela za ocenu vrednosne relevantnosti i perzistentnosti računovodstvenih rezultata upućuje na simultanost (međusobnu determinaciju) rezultata i prinosa. U tom smislu, upotreba prinosa akcije kao objašnjavajuće promenljive u modelu pravovremenosti dovodi do pojave problema endogenosti (postoji rizik da je objašnjavajuća promenljiva korelisana sa greškom). U prisustvu endogenosti, metod običnih najmanjih kvadrata daje ocene koje su pristrasne i nekonzistentne, a pretpostavke modela fiksnih individualnih efekata (egzogenost) nisu ispunjene.

Imajući u vidu prethodne konstatacije, kao i odgovarajuće teorijsko-metodološke aspekte prevazilaženja problema endogenosti u modelima panela, u ocenjivanju modela pravovremenosti računovodstvenih rezultata grupe i matičnog društva (modeli 3c i 3s, koji su izloženi u podtački 3.2.3) primenjen je metod instrumentalnih varijabli³⁷ (Judson i Oven, 1999) i dvostepenih najmanjih kvadrata za model panel podataka sa fiksnim efektima. Rezultati testiranja ukazuju na to da nijedan raspoloživi skup instrumenata nije validan (kao mogući instrumenti pojavljuju se prinosi akcija na različitim docnjama), a ocene parametara nisu statistički značajne. Otuda su modeli pravovremenosti (3c i 3s) dodatno ocenjeni i u specifikaciji bez veštačke promenljive, jednostavnim modeliranjem veze ukupnog prinosa i računovodstvenog rezultata:

$$X_{c_{jt}} = \beta_0 + \beta_1 R_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3c^*)$$

$$X_{s_{jt}} = \beta_0 + \beta_1 R_{jt} + \varepsilon_{jt} \quad (3s^*).$$

Nalazi analize pravovremenosti su prikazani u tabeli 17.

Kao što se može videti iz tabele 17, ocene parametra β_1 su signifikantne i negativne u oba modela. Endogenost prinosa akcije kao objašnjavajuće promenljive u modelu je potvrđena. Na osnovu Sargan i Cragg-Donald Wald F test statistika može se zaključiti da je odabrani skup instrumenata validan (kao instrumenti su korišćeni prinosi akcija na docnjama 1, 2. i 3. reda). Budući da je identifikovana jača veza između prinosa akcije i rezultata matične kompanije, u odnosu na rezultate grupe (apsolutna vrednost ocene β_1 viša je u pojedinačnom u odnosu na konsolidovani model), može se zaključiti da *informacije o rezultatima grupe iskazane u konsolidovanim finansijskim*

³⁷ Korišćena je Stata komanda xtvreg2.

izveštajima ne ispoljavaju veću pravovremenost u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice, u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije. Sledstveno navedenom, tvrdnja koje je izneta u hipotezi 5 nije potvrđena.

Tabela 17. Ukupna pravovremenost računovodstvenog rezultata

	Konsolidovani model (3c*)	Pojedinačni model (3s*)
(3c*) $X_{c_{it}} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \varepsilon_{it}$		
(3s*) $X_{s_{it}} = \beta_0 + \beta_1 R_{it} + \varepsilon_{it}$		
β_1	-0,6712 (0,222)***	-0,7082 (0,222)***
F test, p-vrednost	0,0039	0,0024
Sargan statistika, p-vrednost	0,6297	0,6131
Test endogenosti, p- vrednost	0,0566	0,0432
Cragg-Donald Wald F statistika	52,999	52,999
Stock-Yogo kritična vrednost za 10% max IV	22,30	22,30

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Negativni predznak ocena parametra β_1 zavređuje poseban komentar. Naime, pravovremeno priznavanje stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije, reflektovanim u kretanju ukupnog prinosa akcija, podrazumeva statistički značajnu i pozitivnu vezu prinosa i obelodanjenih rezultata. Model pravovremenosti sa veštačkom promenljivom omogućava zasebno ocenjivanje intenziteta veze, odnosno preklapanja informacionog seta sadržanog u prinosu akcija, sa informacionim setom koji je sadržan u računovodstvenom rezultatu, u uslovima dobrih i uslovima loših vesti. U tom smislu, negativne ocene mogu se eventualno očekivati kod koeficijenta koji ukazuje na inkrementalnu pravovremenost u uslovima loših vesti (parametar β_3 u modelu 3). Takvi nalazi tumače se kao odsustvo uslovnog konzervativizma analiziranih rezultata, odnosno dokaz da oni ne priznaju brže loše, u odnosu na dobre vesti.

Kada je ocena ukupne pravovremenosti rezultata (β_1 u modelu bez veštačke promenljive) negativna, bez obzira na njenu signifikantnost, takvi rezultati ne mogu se smatrati pravovremenim. Imajući u vidu asimetriju u računovodstvenim pravilima priznavanja nerealizovanih ekonomskih dobitaka i gubitaka, povećanje računovodstvenog rezultata u situaciji u kojoj je prinos akcija pao, može biti posledica (odloženog) priznavanja ekonomskih dobitaka u tekućem rezultatu (kada su se stvorili uslovi za njihovo računovodstveno priznavanje), koji su u nekom od prethodnih perioda bili promptno priznati u prinosu akcija (kada su postali poznati tržištu). Istovremeno, takva relacija rezultata i prinosa može signalizirati i na odsustvo pravovremenosti rezultata u priznavanju ekonomskih gubitaka, odnosno negativnih promena tržišnih očekivanja u pogledu budućih performansi matične kompanije (pretpostavljajući da su one promptno priznate u tekućem prinosu, dovodeći do njegovog pada, kao i da su se loše vesti odnosile na situacije/događaje, koji su rukovodstvu mogli biti poznati do momenta odobrenja finansijskih izveštaja za obelodanjivanje).

U obrnutom slučaju porasta prinosa, negativna ocena parametra β_1 ukazuje na to da će tekući rezultat biti niži. Takva relacija upućuje na zaključak da obelodanjeni rezultati u analiziranom izveštajnom okruženju nisu pravovremeni u priznavanju dobrih vesti, odnosno pozitivnih promena tržišnih očekivanja u pogledu budućih performansi matične kompanije (pretpostavljajući da su takve promene, tj. dobre vesti, dovele do porasta prinosa akcije).

Odsustvo pravovremenosti rezultata u priznavanju ekonomskih dobitaka nije posebno iznenađujuće i može se pripisati dejstvu računovodstvenih pravila priznavanja prihoda (princip realizacije). Ipak, negativna relacija u kretanju prinosa i rezultata na razvijenim tržištima kapitala nije uobičajena pojava. Imajući u vidu nizak stepen razvoja analiziranih tržišta kapitala u državama nastalim

raspadom Jugoslavije, treba imati u vidu da cenovna kretanja na berzi ne moraju nužno reflektovati stvarna očekivanja investicione javnosti u pogledu budućih performansi matičnih kompanija. Osim toga, ne treba zaboraviti i odgovarajući informacioni rizik povezan sa načelno slabijim kvalitetom finansijskog izveštavanja na ovakvim tržištima. U tom smislu, postoji opasnost da obelodanjeni rezultati nisu dovoljno verodostojni signali kako prošlih, tako i očekivanih budućih performansi matice i njihovih grupa, bilo zbog nedovoljne posvećenosti rukovodstva visoko kvalitetnom finansijskom izveštavanju, bilo zbog njihove ciljane namere da se finansijska pozicija i performanse prikažu lošijim (ili boljim) nego što zaista jesu. Kada se uz to imaju u vidu i nedovoljno efikasni mehanizmi institucionalnog nadzora i primene regulative, moguće je da se porast cena akcija (i prinosa) u uslovima kada rezultati padaju može pripisati efektima trgovanja informisanih insajdera, odnosno ciljanom podizanju cena na tržištu. Takvi efekti mogu naročito biti izraženi u periodu koji prethodi najavljenom (ili očekivanoj) ponudi za preuzimanje akcija matice.

Identifikovani nedostatak pravovremenosti rezultata u priznavanju ekonomskih gubitaka može se pripisati dejstvu specifičnih faktora analiziranog izveštajnog okruženja, zahvaljujući kojima uloga eksternih finansijskih izveštaja, kao sredstva komunikacije rukovodstva i potencijalnih snabdevača kapitala, na ovim tržištima nije (dovoljno) izražena. Naime, istraživanja pokazuju da će pravovremeno priznavanje loših vesti, odnosno negativnih promena u očekivanim budućim performansama kompanije, biti primarno uslovljeno ekonomskim motivima rukovodstva izveštajnih entiteta, nezavisno od kvaliteta proklamovanog regulatornog okvira za finansijsko izveštavanje. Postoje čvrsti dokazi da interes rukovodstva za promptnim priznavanjem ekonomskih gubitaka neće biti dovoljno izražen u okolnostima u kojima se komunikacija rukovodstva i snabdevača kapitala pretežno odvija na neposrednom nivou, kroz insajderske kanale, odnosno kada su tržišta kapitala nedovoljno razvijena, a efikasnost pratećih institucionalnih i nadzornih mehanizama slaba (Ball et al., 2000, 2001, 2003, Watts, 2003, Ball i Shivakumar, 2005).

Imajući u vidu da je u analiziranom uzorku matičnih kompanija, listiranih na tržištima kapitala nekadašnjih jugoslovenskih republika, zakonski rok za javno obelodanjivanje konsolidovanih i pojedinačnih finansijskih izveštaja prekršen u preko 20% slučajeva (kompanija/godina), postoji opravdana sumnja u posvećenost rukovodstva kvalitetnom izveštavanju i promptnom priznavanju stvarnih (pre svega negativnih) promena u ekonomskim performansama matičnih kompanija i njihovih grupa. Osim toga, treba imati u vidu i ranije izložene nalaze analize perzistentnosti rezultata (tačka 4.2). Naime, promptno priznati ekonomski gubici imaju karakter tranzitornih „šokova“ u računovodstvenom rezultatu, umanjujući njegovu perzistentnost, pre svega na nivou neto zarade. Ipak, perzistentnost rezultata grupe i rezultata matičnog društva u analiziranom izveštajnom okruženju, više je izražena na nivou neto rezultata pre poreza, nego na nivou poslovnog rezultata. Takvi nalazi mogu poslužiti kao dodatni dokaz odsustva pravovremenosti ovih rezultata u priznavanju ekonomskih gubitaka.

4.4. Otpornost rezultata grupe i matičnog društva na diskreciono upravljanje

U postupku analize otpornosti obelodanjenih rezultata grupa i matičnih društava na različite tehnike diskrecionog upravljanja, u uslovima dualnog sistema finansijskog izveštavanja država nastalih raspadom Jugoslavije, korišćena su četiri indikatora upravljanja rezultatom (Leuz et al., 2003), u skladu sa metodološkim pristupom koji je izložen u istraživanju Goncharov et al., 2009. Nalazi su prikazani u tabeli 18.

Kao što se može videti iz tabele 18, sva četiri indikatora upravljanja rezultatom ukazuju na izraženiji stepen uravnoteženja i ciljanog uobličavanja pojedinačnih rezultata matičnog društva, u odnosu na konsolidovane rezultate grupe.

Tabela 18. Indikatori diskrecionog upravljanja rezultatima grupe i matičnog društva

Indikator	Tumačenje	Grupa	Matica
$I_1 = \sigma(OPINC_j) / \sigma(CFO_j)$	Niže vrednosti $I_1 \rightarrow$ viši stepen ciljanog uravnoteženja rezultata.	0,5439	0,5215
$I_2 = \rho(\Delta ACC_{jt}; \Delta CFO_{jt})$	Niže vrednosti I_2 (bliže -1) \rightarrow više ciljanog uravnoteženja rezultata.	-0,7606	-0,7631
$I_3 = ACC_{jt} / CFO_{jt} $	Više vrednosti $I_3 \rightarrow$ više ciljanog uravnoteženja rezultata.	0,9546	1,1577
$I_4 = \text{Broj "malih" dobitaka} / \text{Broj "malih" gubitaka}$	Više vrednosti $I_4 \rightarrow$ više ciljanog upravljanja rezultatom ka zoni dobitka.	4,83	12,33

U slučaju prvog indikatora, medijana očekivano uzima nižu vrednost na nivou pojedinačnih rezultata matice, u odnosu na konsolidovane rezultate. Neparametarski Wilcoxon sign-rank test potvrđuje da je identifikovana razlika u medijanama prvog indikatora matične kompanije i grupe statistički značajna na nivou od 5%. Kod drugog indikatora ciljanog uravnoteženja rezultata, vrednost Spirmanovog koeficijenta neznatno je niža (bliža graničnoj vrednosti od -1) za rezultate matične kompanije, a z test za poređenje dva koeficijenta korelacije ukazuje na to da razlika u obračunatim indikatorima nije statistički značajna. Treći indikator značajno je viši na pojedinačnom nivou i Wilcoxon test ukazuje da je razlika u indikatoru grupe i indikatoru matične kompanije statistički značajna na nivou od 1%.

Imajući u vidu prezentovane nalaze, smatramo da postoje nedvosmisleni dokazi da su, u analiziranom izveštajnom okruženju, pojedinačni rezultati matične kompanije više izloženi tendencioznom uravnotežavanju od strane rukovodstva, u odnosu na rezultate grupe kao celine. Treba imati u vidu da su prva tri indikatora upravljanja rezultatom obračunata na nivou poslovnog rezultata. Takođe, ne treba zaboraviti ni ranije izložene nalaze analize perzistentnosti rezultata (tabele 15 i 16), koji pobuđuju sumnju da su rezultati matične kompanije veštački uravnotežavani, sa ciljem poboljšanja njihove perzistentnosti na nivou neto rezultata pre poreza.

Četvrti indikator diskrecionog upravljanja upućuje na sklonost rukovodstva ka ciljanom „popravljanju“ obelodanjenih rezultata u finansijskim izveštajima, kako bi se iz zone „malih“ gubitaka (koji mogu biti prevaziđeni finim računovodstvenim podešavanjima) preveli u zonu profita. Značajno viša vrednost indikatora na pojedinačnom, u odnosu na konsolidovani nivo, nedvosmisleno ukazuje na to da pojedinačni finansijski izveštaji matice predstavljaju glavni „poligon“ za računovodstvene manevre ove vrste. Takvi nalazi nisu iznenađujući, imajući u vidu brojne pravno-specifične uloge koje pojedinačni izveštaji matične kompanije uobičajeno imaju u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja. U tom smislu, naročito se ističe njihova uloga u određivanju dividendnih raspodela investitorima matice, usled čega zarade matice u dualnom sistemu mogu poprimiti epitet posebno značajnih informacionih signala za tržište kapitala, postajući time predmet pojačane „pažnje“ rukovodstva i njihovih izveštajnih strategija.

Na osnovu izloženih razmatranja, smatramo da postoje adekvatni dokazi da su *informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije više podložne tehnikama diskrecionog upravljanja u odnosu na informacije o rezultatima grupe iz konsolidovanih finansijskih izveštaja*, odnosno da se *tvrdnja koja je izneta u hipotezi 6 može smatrati potvrđenom*.

5. OGRANIČENJA I MOGUĆI PRAVCI DALJIH ISTRAŽIVANJA

Istraživanje kvalitativnih svojstava obelodanjenih računovodstvenih rezultata u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnih kompanija u Srbiji, Crnoj Gori, Hrvatskoj, Sloveniji, Makedoniji i Bosni i Hercegovini, pokazalo je da informacije o performansama grupe, kao celine, u proseku imaju veći korisni potencijal, odnosno predstavljaju podobnije inpute za procenu budućih iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih performansi matične kompanije, ostvarujući viši stepen perzistentnosti i manju podložnost tehnikama ciljanog uobličavanja. Osim toga, utvrđeno je i da postoje indicije o višoj vrednosnoj relevantnosti konsolidovanih rezultata za investitore na tržištu kapitala, u odnosu na rezultate matice kao izveštajnog entiteta. Ipak, dobijeni nalazi nisu dovoljno signifikantni da bi se na osnovu njih mogle vršiti generalizacije. Istovremeno, identifikovan je i važan informacioni doprinos pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije. Naime, dokazano je da rezultati matice, kao dodatno raspoloživ indikator njenih performansi u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja država nastalih raspadom Jugoslavije, unapređuju vrednosnu relevantnost i perzistentnost rezultata grupe, kada se koriste istovremeno kao izvor informacija od strane zainteresovanih korisnika (pre svega postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matične kompanije).

Izvesno je da ovo istraživanje, kao, uostalom, i svako, ima svojih ograničenja. Među njima se najpre može prepoznati ograničenje koje se odnosi na uzorak odabranih matice. Ovo ograničenje potiče od inherentnih svojstava analiziranih tržišta kapitala i, kao takvo, nije se moglo prevazići. Naime, empirijskom analizom obuhvaćena su praktično sva javna matična društva sa teritorije bivše Jugoslavije (osim Kosova i Metohije), za čijim je običnim akcijama u periodu analize postojala adekvatna tražnja investicione javnosti. Uzorak podataka panela obuhvata informacije o 55 matičnih kompanija i njihovih grupa, tokom perioda 2013-2017. godina (po 275 opservacija za grupu i za matično društvo). U poređenju sa empirijskim istraživanjima finansijskog izveštavanja na razvijenim tržištima kapitala, veličina našeg uzorka je, nesumnjivo, skromna. Ipak, treba imati u vidu da su empirijske analize kvalitativnih karakteristika rezultata ne samo grupa, već i samostalnih izveštajnih entiteta, na ovim prostorima malobrojne. Jedan od razloga tome leži upravo u nedovoljnoj raspoloživosti podataka za analizu, odnosno relativno malom broju kompanija čiji bi finansijsko-izveštajni i tržišni podaci predstavljali adekvatan osnov za izvođenje validnih zaključaka o kvalitetu sistema finansijskog izveštavanja i vrednosnim implikacijama obelodanjenih informacija na cene i prinose akcija. U tom smislu, istraživanje čiji su nalazi izloženi u ovom radu je pretežno eksplorativnog karaktera. Stoga se njegovi nalazi mogu smatrati značajnim, i pored identifikovanih uzoračkih ograničenja.

Treba imati u vidu da su istraživanjem iscrpljene sve raspoložive mogućnosti u pogledu selekcije matičnih kompanija u uzorak (prema raspoloživim podacima u momentu analize). Istraživački fokus je usmeren na listirane matice, i to samo one čije su obične akcije uključene u odgovarajući berzanski indeks šireg obuhvata, na analiziranim tržištima kapitala. Kao što je detaljnije obrazloženo u metodološkom okviru istraživanja, takvo opredeljenje bilo je motivisano potrebom osiguranja odgovarajućeg interesovanja investicione javnosti, odnosno redovnosti trgovanja akcijama ovih kompanija i njihove zadovoljavajuće likvidnosti. Budući da su predmet empirijske analize u ovom radu i tržišni atributi kvaliteta računovodstvenih rezultata (vrednosna relevantnost i pravovremenost), fokus na tržište kapitala, kao izvor relativno pouzdanih informacija o tržišnoj vrednosti matičnih kompanija, bio je praktično jedini moguć. Proširenje analize i na druge države, izvan nekadašnjih jugoslovenskih republika, nije razmatrano, imajući u vidu da bi time bila narušena homogenost uzorka, kao i validnost zaključaka empirijske analize (o ovome je, takođe, bilo više reči u tački 3).

Imajući u vidu nalaze do koji se došlo u istraživanju, dalje empirijske analize kvalitativnih svojstava informacija o rezultatima korporativnih grupa i njihovih matrica u izveštajnom okruženju Republike Srbije i ostalih država nastalih raspadom Jugoslavije, pre svega bi morala biti fokusirana na povećanje ukupnog broja opservacija u uzorku, uključivanjem dodatnih matičnih kompanija i produženjem vremenskog horizonta analize. Na taj način bi se validnost nalaza iznetih u ovom radu mogla dodatno proveriti na uzorku šireg obuhvata, koji bi omogućio dobijanje pouzdanijih ocena ekonometrijske analize.

No, treba imati u vidu da je povećanje broja jedinica posmatranja uslovljeno statusom kompanije kao matičnog društva, njenim listingom na berzi i dovoljnom likvidnošću njenih običnih akcija. U tom smislu, značajnije mogućnosti proširenja uzorka mogu se očekivati tek sa daljim razvojem analiziranih tržišta kapitala. S obzirom na aktuelnu svetsku krizu izazvanu pandemijom korona virusa u 2020. godini, značajnije intenziviranje aktivnosti na analiziranim tržištima kapitala nije realno očekivati u bliskoj budućnosti. Čak i u pred-kriznom periodu, interes emitenata za isključenjem sa berze bio je vidno izraženiji u odnosu na interesovanje za realizacijom inicijalnih javnih ponuda. Neke od matičnih kompanija, čije su finansijsko-izveštajne i tržišne informacije korišćene u ovom istraživanju, u međuvremenu su delistirane sa berze.

U svakom slučaju, budućim empirijskim istraživanjima dodatno bi mogle biti obuhvaćene i matice van berzanskih indeksa, kao i one koje nemaju status javnih društava. Povećanje broja opservacija u uzorku moglo bi stvoriti preduslove da se kvalitativna svojstava rezultata odmeravaju na svakom od analiziranih tržišta kapitala ponaosob. U tom smislu, bilo bi posebno interesantno sprovesti uporednu analizu kvaliteta finansijskog izveštavanja o performansama grupa između nekadašnjih jugoslovenskih republika koje su postale članice Evropske unije (Slovenije i Hrvatske) i onih koje to nisu. Time bi se naročito stekao uvid u kvalitativne efekte specifičnih karakteristika izveštajnog okruženja, a pre svega efikasnosti primene odgovarajućih institucionalnih i nadzornih mehanizama finansijskog izveštavanja.

Poznato je da su, okrećući će tržišnim pravilima igre, ove, nekada tranzicione, ekonomije uskladile svoje regulatorne okvire finansijskog izveštavanja sa „zlatnim standardom“ međunarodne poslovne prakse. Ipak, izvesno je da promene pravnog i regulatornog okvira, sračunate na unapređenje kvaliteta sistema eksternog finansijskog izveštavanja, moraju biti podržane odgovarajućim (efikasnim) mehanizmima nadzora i sankcionisanja. U tom smislu, unapređenje kvaliteta izveštavanja predstavlja dugotrajan proces. Proširenje vremenskog horizonta analize dodatno bi omogućilo i ispitivanje promena u kvalitetu obelodanjenih rezultata matičnih kompanija i njihovih grupa tokom vremena. Time bi se dodatno mogli istraživati i kvalitativni efekti primene izmenjenih Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja - pre svega u pogledu obuhvata kruga za konsolidaciju, primene metode sticanja u konsolidovanim finansijskim izveštajima, kao i priznavanja i naknadnog odmeravanja stečenog gudvila i druge prepoznatljive stečene nematerijalne imovine. Istovremeno, mogli bi se ispitivati efekti izmenjene regulative na moguće izveštajne strategije rukvodstva matičnih kompanija, kao i na izmene strukture njihovih grupa, kako u organizacionom, tako i u geografskom smislu (na primer, da li je menjan vlasnički udeo u pojedinim članicama, u cilju njihovog izostavljanja iz obuhvata konsolidacije, kao i da li su subsidijari seljeni u jurisdikcije sa manje transparentnim sistemima finansijskog izveštavanja).

Veći obuhvat uzorka omogućio bi uključivanje dodatnih kontrolnih varijabli, odnosno istraživanje specifičnih karakteristika izveštajnih entiteta koje se mogu pojaviti kao potencijalne determinante kvaliteta njihovih finansijskih izveštaja. U tom smislu, posebno bi bilo korisno ispitati da li faktori kao što su veličina kompanije, vrsta delatnosti, stepen koncentracije vlasničke strukture matičnog društva, karakteristike većinskog vlasnika (pravno/fizičko lice; domaće/inostrano), karakteristike dominantnog kreditora (domaći/inostrani), vrsta revizora, ekspertiza članova nadzornog odbora i komisije za reviziju i sl., mogu objasniti identifikovane razlike u kvalitetu obelodanjenih rezultata.

Ipak, analize ove vrste takođe zavise i od raspoloživosti neophodnih podataka. U tom smislu, treba imati u vidu relativno nizak kvalitet obelodanjivanja u napomenama uz finansijske izveštaje, kao i oskudne korporativne objave, koje su svojstvene tržištima kapitala u razvoju. Sa daljim razvojem ovih tržišta, moguće je očekivati i izraženije ekonomske podsticaje rukovodstva za unapređenjem kvaliteta i pravovremenosti finansijsko-izveštajnih i ostalih korporativnih objava.

Uključivanje privatnih matičnih kompanija u analizu omogućilo bi i dodatno istraživanje razlika u kvalitetu izveštavanja između privatnih i javnih kompanija, kao i sticanje jasnijih uvida u specifične ekonomske podsticaje koji mogu oblikovati izveštajne strategije njihovih rukovodstava. Naime, istraživanja pokazuju da je interes privatnih kompanija za unapređenjem kvaliteta finansijskog izveštavanja i obelodanjivanja manje izražen (u odnosu na javne kompanije), budući da se njihova komunikacija sa zainteresovanim snabdevačima kapitala primarno odvija kroz privatne kanale (Ball i Shivakumar, 2005). U tom smislu, bilo bi posebno interesantno istraživati uticaj drugih determinanti kvaliteta, kao što su, na primer, vrsta dominantnog kreditora matice, grupe ili najvažnijeg subsidijara, listing status ostalih članica grupe (da li su neki subsidijari javna društva, iako matica nije; na kojim tržištima su listirani) i status revizora (da li je ugovorima o zaduživanju eksplicitno zahtevan revizor iz „velike četvorke“).

Međutim, izvesno je da odmeravanje tržišnih atributa kvaliteta rezultata privatnih kompanija može predstavljati poseban izazov, s obzirom na odsustvo adekvatnih indikatora tržišne vrednosti njihovog kapitala. Nisu nam poznati odgovarajući modeli koji bi mogli biti primenjeni u analizi vrednosne relevantnosti rezultata kompanija koje nisu listirane na berzama. Neka od budućih istraživanja mogla bi ispitivati i mogućnosti prevazilaženja ovog problema. Kada je o pravovremenosti rezultata reč, mogla bi se razmotriti primena i drugačijih metoda, koje svojstvo pravovremenosti ocenjuju isključivo na osnovu finansijsko-računovodstvenih informacija³⁸.

Kao ograničavajući faktor empirijske analize kvalitativnih svojstava rezultata u izveštajnom okruženju nekadašnjih jugoslovenskih republika, takođe se mogu prepoznati i same specifičnosti analiziranih zemalja, odnosno njihovih tržišta. Poznato je da efikasnost nedovoljno razvijenih tržišta kapitala može biti upitna, usled čega cene akcija na ovim tržištima ne moraju predstavljati verodostojni odraz fundamentalne vrednosti listiranih kompanija. U tom smislu, relacije između računovodstvenih rezultata i prinosa akcija na ovim tržištima mogu imati bitno drugačiji karakter, u odnosu na razvijene zemlje. Ipak, treba imati u vidu da kretanje cena akcija u osnovi odražava svesna očekivanja investicione javnosti u datom izveštajnom okruženju. Sa stanovišta vrednosne relevantnosti rezultata, rizik moguće precenjenosti (ili potcenjenosti) cena akcija matične kompanije nije od posebnog značaja. Naime, rezultati će se smatrati vrednosno relevantnim ukoliko ostvaruju značajan uticaj na kretanje cena (prinosa) akcije, nezavisno od toga da li ta cena adekvatno odražava vrednost kompanije ili ne.

Ipak, nalazi analize pravovremenosti rezultata u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matičnih kompanija nekadašnjih jugoslovenskih republika, mogu biti limitirani specifičnim tendencijama u kretanju cena i prinosa akcija na ovim tržištima. Treba imati u vidu da karakteristično lošiji kvalitet finansijskog izveštavanja, svojstven tržištima kapitala u nastajanju, može dovesti u pitanje informacioni potencijal računovodstvenih rezultata, kao „tačnih“ signala prošlih i očekivanih budućih performansi matičnih kompanija i njihovih grupa. Ne treba zaboraviti ni pitanje kompetencija investitora (pre svega malih investitora) na ovim tržištima, kao ni očekivano visoke troškove prikupljanja i obrade finansijsko-izveštajnih informacija u uslovima nedovoljno transparentne i nedovoljno pravovremene izveštajne prakse. Kada se uz sve navedeno imaju u vidu i nedovoljno efikasni mehanizmi primene regulative, nadzora i sankcionisanja, izvesno je da je rizik ulaganja na analiziranim tržištima značajan. U takvim okolnostima, opravdano je očekivati neuobičajena cenovna pomeranja, koja ne moraju imati mnogo veze sa zvanično prezentovanim

³⁸ O ovome je bilo više reči u tački 4.3 IV dela disertacije.

profitnim ostvarenjima kompanija (koja i sama mogu biti upitna), ali i informisane insajdere kao dominantne tržišne aktere.

Kao karakterističan primer mogu poslužiti aktuelna dešavanja na tržištu kapitala Republike Srbije, tokom perioda koji okružuje trenutak obelodanjivanja obaveštenja o nameri preuzimanja jedne kompanije iz bankarskog sektora. Naime, prosečan obim trgovanja tokom meseca koji je prethodio objavljivanju obaveštenja o nameri preuzimanja iznosio je 166 akcija dnevno (prosečna tražnja bila je na nivou od 412 akcija dnevno). Odgovarajući tromesečni prosek obima trgovanja bio je 1.020 akcija dnevno (prosečna tražnja 960), pri čemu je pojedinačno najveći dnevni obim trgovanja iznosio 6.485 akcija. U nedelji koja je prethodila obelodanjivanju namere preuzimanja, trgovanje se intenzivira i prosečan dnevni obim prometa raste na 4.547 akcija (prosečna tražnja 6.079), da bi u nedelji nakon toga u jednom danu istrgovano 108.006 akcija (pri ukupnoj tražnji od 108.249). Sve ove aktivnosti odigravaju se tokom februara meseca, u okolnostima u kojima ne postoje nikakve javno dostupne informacije o finalnim finansijskim performansama kompanije u prethodnoj poslovnoj godini (poslednji kvartalni izveštaj bio je dostupan u prvoj polovini novembra prethodne godine) i zvanična ponuda za preuzimanje akcija nije objavljena.

Takve aktivnosti opravdano upućuju na sumnju da se trgovina odvijala na osnovu informacija koje nisu bile dostupne celokupnoj investicionoj javnosti. Kretanje cena (i prinosa) akcija u takvim okolnostima ne mora predstavljati verodostojan odraz stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije (ako je investitoru unapred poznata cena iz ponude za preuzimanje, on će trgovati po cenama koje će mu doneti zaradu u kratkom roku, ne vodeći previše računa o performansama kompanije u periodu nakon preuzimanja). U tom smislu, validnost prinosa akcija, kao varijable koja reprezentuje „ekonomski rezultat“ u analizi pravovremenosti rezultata, može biti dovedena u pitanje. S tim u vezi, budućim empirijskim analizama pravovremenosti rezultata mogle bi se istraživati i mogućnosti za primenu drugačijih modela za ocenu pravovremenosti, pre svega onih koji se zasnivaju isključivo na računovodstvenim informacijama. Alternativno, tendencije u kretanju cena akcija mogle bi se detaljnije istraživati, u cilju isključivanja mogućih efekata „pristrasnosti“ u okolnostima svojstvenim preuzimanju akcionarnih društava.

ZAKLJUČAK

Predmet istraživanja u ovom radu bio je sistem finansijskog izveštavanja o grupama preduzeća, kao informaciona podrška odlučivanju postojećih i potencijalnih investitora, zajmodavaca i drugih poverilaca matičnog društva. Organizovane pod upravljačkom palicom vrhovne matice, savremene korporativne grupe pojavljuju se kao najznačajniji igrači na svetskom tržištu, a njihova ekonomska moć često nadmašuje ukupno bogatstvo pojedinih nacionalnih ekonomija. Kada se, uz to, imaju u vidu mogući dometi kontrolnog uticaja matične kompanije, u organizacionom, ali i geografskom smislu, kao i brojnost i stepen diversifikacije stejkholdera svih članica jedne grupe, onda nije neophodno posebno naglašavati kakav je značaj kvaliteta javno dostupnih finansijsko-izveštajnih informacija o performansama grupa.

Sa tradicijom od preko jednog veka, konsolidovani finansijski izveštaji nastali su i kontinuirano se razvijali prateći informacione potrebe poslovne prakse. Stoga se analiza kvalitativnih svojstava javno dostupnih finansijsko-izveštajnih informacija o grupama, i ispitivanje mogućnosti unapređenja njihovog korisnog potencijala, mogu smatrati uvek aktuelnim temama. U uslovima modernog poslovnog okruženja, izloženog čestim i intenzivnim promenama, u kojem krizni menadžment postaje svakodnevnicom, ne samo poslovnih entiteta, već i svih ostalih lica čiji ekonomski interesi od njih zavise, relevantno, pošteno i pravovremeno finansijsko izveštavanje postaje ključni faktor efikasne alokacije ograničenih resursa, a time i daljeg razvoja krizom pogođenih (i ostalih) ekonomija.

Kao svojevrsan medij tržišta kapitala, finansijski izveštaji grupe omogućavaju rukovodstvu matice da njenim postojećim i potencijalnim investitorima, zajmodavcima i ostalim poveriocima, prenese i odabrane važne, eksterno neuočljive, informacije o matičnom društvu i grupi kao celini, pomažući im da sa više izvesnosti spoznaju vrednost celine ekonomskog entiteta i sagledaju buduće tendencije u razvoju njegovih performansi. Na ovaj način, očekuje se da će zainteresovani ulagači biti spremniji da plasiraju svoja sredstva u matično društvo, uz očekivani prinos koji će biti srazmeran nižem (informacionom) riziku ulaganja. Stoga je unapređenje kvaliteta izveštajnih informacija u obostranom interesu obeju strana – rukovodstvo dobija kvalitetne finansijske resurse, pod povoljnim uslovima, a ulagači veću izvesnost realizacije očekivanih budućih prinosa.

Ipak, treba imati u vidu da uloga i značaj finansijsko-izveštajnih informacija u jednoj ekonomiji umnogome zavise kako od stepena razvijenosti samog tržišta kapitala, tako i od ostalih faktora celokupne infrastrukture finansijskog izveštavanja - pre svega, kvaliteta proklamovanog regulatornog okvira i specifičnih karakteristika pravnog i političkog sistema. Na tržištima kapitala u razvoju, sa karakteristično slabom investicionom tražnjom, ali i nedovoljno efikasnim mehanizmima nadzora i kontrole, ekonomski podsticaji rukovodstva za unapređenje kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija mogu izostati. U takvim okolnostima, umesto mehanizma za umanjenje informacione asimetrije između rukovodstva i širokog kruga eksternih korisnika, finansijski izveštaji često postaju sredstvo za realizaciju drugačijih ciljeva, i to ne nužno u najboljem interesu vlasnika kompanije.

Izvesno je da korporativne grupe predstavljaju posebno primamljivu organizacionu formu za realizaciju manipulativnih strategija finansijskog izveštavanja, budući da efekti kreativne računovodstvene prakse mogu promaći nadzoru revizora, regulatornih tela i investicione javnosti. Štaviše, zahvaljujući derivativnom karakteru konsolidovanih finansijskih izveštaja, manevarski prostor za ciljano oblikovanje prezentovanih informacija o grupi značajno je širi, nego kada je o pojedinačnom preduzeću reč. U tom smislu, kao posebni izvori informacionih rizika mogu se prepoznati računovodstveni postupci primene metode sticanja, inicijalnog i naknadnog odmeravanja vrednosti gudvila i ostale prepoznatljive stečene nematerijalne imovine, ali i tendenciozno

strukturiranje unutargrupnih odnosa, pre svega u cilju zamagljivanja stvarne jačine uticaja matičnog društva nad određenim entitetima, ili njihovog „seljenja“ u jurisdikcije sa nedovoljno transparentnim sistemima finansijskog izveštavanja. Imajući u vidu izrazitu kompleksnost računovodstvenog evidentiranja značajnog broja transakcija svojstvenih korporativnim grupama, kompetencije i nezavisnost eksternih revizora, kao „čuvara javnog interesa“, ali i članova nadzornih odbora i komisija za reviziju matičnih kompanija, kao „čuvara“ interesa postojećih vlasnika, od neprocenjivog su značaja za prevenciju kreativizma i izveštajnih prevara oportunistički nastrojenog rukovodstva matice.

Zahvaljujući direktnoj vezi eksternog finansijskog izveštavanja i tržišta kapitala, informacioni rizici i posledice kreativnih izveštajnih strategija pojedinih članica grupe vrlo lako se prelivaju na tržište u celini, kompromitujući ekonomske tokove u datoj jurisdikciji, a i globalno. O tome svedoče dobro poznati finansijski slomovi sa početka XXI veka, naizgled veoma uspešnih kompanija, čije su finansijsko-izveštajne manipulacije ostavile devastirajuće i dalekosežne posledice na internacionalnom nivou (slučajevi kompanija Enron, WorldCom, Parmalat, Lehman Brothers Holdings i sl.). Štaviše, reč je o skandalima koji su zadesili visoko razvijena tržišta kapitala i zemlje sa zavidnim stepenom kvaliteta nacionalnog sistema eksternog finansijskog izveštavanja (ili barem u to vreme percepiranim kao takvim), ali i kompanijama čiji su finansijski izveštaji imali pozitivno mišljenje renomiranog eksternog revizora.

Ipak, treba imati u vidu da su nezavisna i jaka regulatorna tela visokorazvijenih tržišta kapitala odigrala značajnu ulogu u detekciji računovodstvenih prevara velikih svetskih kompanija i očuvanju transparentnosti sistema finansijskog izveštavanja u ovim ekonomijama. Imajući u vidu prilike na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala, izvesno je da se приметно odsustvo javno dostupnih informacija o „zvučnim“ finansijskim prevarama pre može tumačiti kao signal niske transparentnosti nacionalnih sistema finansijskog izveštavanja, nedovoljne efikasnosti mehanizama nadzora i kontrole i načelno slabe zaštite prava investitora u ovim državama, nego kao signal verodostojnog i poštenog finansijskog izveštavanja listiranih kompanija. U tom smislu, izvesno je da su na tržištima kapitala u razvoju problemi informacione asimetrije posebno naglašeni, dodatno otežavajući efikasnu alokaciju kapitala u ovim ekonomijama i praktično usporavajući njihov dalji razvoj.

Unapređenje kvaliteta i transparentnosti sistema finansijskog izveštavanja u zemljama sa nerazvijenim tržištima kapitala, važno je ne samo u svetlu stvaranja uslova za intenziviranje razvoja njihove domaće privrede, već takođe i u svetlu sužavanja manipulativnih mogućnosti globalnih korporativnih grupa, odnosno njihovog sprečavanja da svoje „problematične kćeri“ sakriju od očiju javnosti. Iako su razvoj i široka primena Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja upravo imali za cilj da stvore „zajednički jezik“ poslovne prakse i sruše barijere lokalnih specifičnosti, omogućavajući slobodan protok kapitala ka područjima njegove najproduktivnije upotrebe, izvesno je da ujednačavanje kvaliteta finansijskog izveštavanja na međunarodnom nivou još uvek predstavlja ideal kome se teži. Da li je takvo stanje delom posledica ekonomskih interesa globalnih igrača, posebno je pitanje.

Empirijsko istraživanje u ovom radu upravo je fokusirano na kvalitet finansijskog izveštavanja o performansama grupa, u uslovima nedovoljno razvijenih tržišta kapitala, a na primeru država nastalih raspadom Jugoslavije. Izveštajno okruženje analiziranih zemalja posebno je interesantno, imajući u vidu zakonsku obavezu matičnih entiteta da, osim godišnjih konsolidovanih finansijskih izveštaja za grupu kojom upravljaju, takođe sastavljaju i javno obelodanjuju pojedinačne (separatne) finansijske izveštaje, za matično društvo kao prepoznatljivi subjekt prava. U takvim okolnostima, pojedinačni izveštaji matice uobičajeno imaju i druge, pravno-specifične uloge, čije ekonomske posledice mogu kreirati specifične izveštajne podsticaje za rukovodstvo i umanjiti kvalitet obelodanih informacija o matici. U tom smislu, pre svega treba imati u vidu da će

izveštaji matice predstavljati osnov za obračun poreza na dobit, kao i osnov za raspodelu dividendi njenim vlasnicima. Kako dualni sistem finansijskog izveštavanja o grupama ne predstavlja uobičajenu praksu na svetskom nivou, empirijska istraživanja kvalitativnih karakteristika raspoloživih izveštajnih informacija o grupi i njenoj matrici relativno su malobrojna.

Stoga su u ovom radu ispitivane razlike u informacionom kapacitetu konsolidovanih finansijskih izveštaja, u odnosu na pojedinačne finansijske izveštaje matične kompanije, odnosno razlike u korisnom potencijalu u njima obelodanjenih informacija za procenu iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih budućih neto priliva gotovine u matično društvo. Osim toga, analizirano je i da li pojedinačni izveštaji matice, kao dodatno raspoloživ izveštajni set u dualnom sistemu, obezbeđuju posebne informacione koristi zainteresovanim investitorima i poveriocima (ali i ostalim korisnicima finansijskih informacija), kada se koriste istovremeno sa finansijskim izveštajima grupe kao celine. Korisni potencijal izveštajnih informacija odmeravan je u svetlu poželjnih kvalitativnih karakteristika obelodanjenih računovodstvenih rezultata grupe i matičnog društva, kao pojedinačno najvažnijih indikatora njihovih performansi.

Na osnovu pregleda relevantne literature i nalaza drugih empirijskih istraživanja, formulisano je šest istraživačkih hipoteza o razlikama u kvalitativnim atributima rezultata grupe i matične kompanije, odnosno odgovarajućem inkrementalnom doprinosu rezultata matice ukupnom korisnom potencijalu raspoloživih informacija u dualnom sistemu. Analizom su obuhvaćeni računovodstveni i tržišni atributi kvaliteta rezultata: *vrednosna relevantnost, perzistentnost, pravovremenost i podložnost rezultata različitim tehnikama ciljanog uobličavanja*. U cilju testiranja formuliranih hipoteza, primenjena je ekonometrijska analiza podataka panela, kojom su obuhvaćena sva listirana matična društva, čije su obične akcije u momentu analize bile uključene u odgovarajući berzanski indeks, na tržištima kapitala država nastalih raspadom Jugoslavije, za period 2013-2017. godina.

Istraživanje kvalitativnih svojstava obelodanjenih računovodstvenih rezultata u konsolidovanim finansijskim izveštajima i pojedinačnim finansijskim izveštajima matičnih kompanija u Srbiji, Crnoj Gori, Hrvatskoj, Sloveniji, Makedoniji, Federaciji Bosne i Hercegovine i Republici Srpskoj, pokazalo je da informacije o performansama grupe, kao celine, u proseku imaju veći korisni potencijal, odnosno predstavljaju podobnije inpute za procenu budućih iznosa, dinamike i neizvesnosti očekivanih performansi matične kompanije. Naime, dokazano je da su rezultati grupe više perzistentni i manje podložni tehnikama ciljanog uobličavanja, u odnosu na pojedinačne rezultate matične kompanije. U tom smislu, potvrđena je *tvrdnja izložena u hipotezi 3, da informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima, ispoljavaju veću perzistentnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije*, kao i *tvrdnja izložena u hipotezi 6, da su informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije više podložne tehnikama diskrecionog upravljanja u odnosu na informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima*.

Osim toga, utvrđeno je i da postoje indicije o višoj vrednosnoj relevantnosti konsolidovanih rezultata za investitore na tržištu kapitala, u odnosu na rezultate matice kao izveštajnog entiteta. Ipak, dobijeni nalazi nisu dovoljno signifikantni da bi se na osnovu njih mogle vršiti generalizacije. U tom smislu, *nije potvrđena tvrdnja izložena u hipotezi 1, da informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima, ispoljavaju veću vrednosnu relevantnost u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije*.

Istovremeno, identifikovan je i važan informacioni doprinos pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije. Naime, dokazano je da rezultati matice, kao dodatno raspoloživ indikator njenih performansi u dualnom sistemu finansijskog izveštavanja država nastalih raspadom

Jugoslavije, unapređuju vrednosnu relevantnost rezultata grupe, kao i njihovu perzistentnost, kada se koriste istovremeno kao izvor informacija od strane zainteresovanih korisnika (pre svega postojećih i potencijalnih investitora i poverilaca matične kompanije). U tom smislu, *potvrđena je tvrdnja izložena u hipotezi 2, da informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju vrednosnu relevantnost informacija o rezultatima grupe, iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima*, kao i *tvrdnja izložena u hipotezi 4, da informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije unapređuju perzistentnost informacija o rezultatima grupe iskazanih u konsolidovanim finansijskim izveštajima*.

Osim toga, u istraživanju je dokazano da niti rezultati grupe, niti rezultati matične kompanije, nisu pravovremeni u priznavanju stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanije, reflektovanim u kretanju prinosa akcija matice na tržištu. Shodno tome, *nije potvrđena tvrdnja izložena u hipotezi 5, da informacije o rezultatima grupe, iskazane u konsolidovanim finansijskim izveštajima, ispoljavaju veću pravovremenost u obuhvatanju stvarnih promena u ekonomskim performansama matice, u odnosu na informacije o rezultatima iz pojedinačnih finansijskih izveštaja matične kompanije*.

Na osnovu izloženih nalaza empirijske analize, može se zaključiti da obelodanjeni rezultati grupa i njihovih matica, u državama nastalim raspadom Jugoslavije, poseduju izvesna kvalitativna svojstva koja se mogu očekivati i na visoko razvijenim tržištima kapitala. Naime, oni su vrednosno relevantni (kada se koriste istovremeno) i perzistentni su (bilo da se posmatraju zasebno ili zajedno). Ipak, oni takođe trpe i očekivane negativne efekte načelno slabog kvaliteta sistema finansijskog izveštavanja u ovim državama, budući da nisu dovoljno pravovremeni i da su, u izvesnoj meri, bili ciljano uravnotežavani od strane rukovodstva. Iako takvi nalazi nisu posebno iznenađujući, s obzirom na specifičan istraživački kontekst, treba imati u vidu i to da oni delom mogu biti posledica izvesnih ograničenja kojima je ovo istraživanje bilo izloženo. Reč je o ograničenjima koja su inherentna analiziranim tržištima kapitala i nisu mogla biti prevaziđena u momentu analize.

Naime, moguće je da ukupan prinos akcija ne predstavlja adekvatan indikator stvarnih promena u ekonomskim performansama kompanija na nerazvijenim tržištima kapitala, na kojima cenovna pomeranja ne moraju nužno biti posledica reakcija investitora na nove informacije o očekivanim performansama grupa i njihovih matica. Budućim istraživanjima pravovremenosti rezultata u izveštajnom okruženju nekadašnjih jugoslovenskih republika mogle bi se ispitivati mogućnosti prevazilaženja ovog problema, kao i upotrebe alternativnih metoda za ocenu pravovremenosti. Osim toga, iako su analizom obuhvaćene praktično sve listirane matice u bivšim jugoslovenskim republikama, za čijim je običnim akcijama postojala dovoljna tražnja investicione javnosti da bi se odmeravanje tržišnih atributa kvaliteta rezultata moglo smatrati opravdanim, u poređenju sa drugim istraživanjima na visoko razvijenim tržištima kapitala, analizirani uzorak matičnih kompanija je manjeg obima. U tom smislu, daljim empirijskim istraživanjima iz ove oblasti trebalo bi razmotriti mogućnosti povećanja obuhvata analize – produženjem njenog vremenskog horizonta i uključivanjem dodatnih matica, u meri u kojoj tako nešto bude moguće, imajući u vidu raspoloživost podataka. Time bi se stvorili uslovi i za detaljnija ispitivanja karakterističnih determinanti kvaliteta finansijskog izveštavanja pojedinačnih entiteta, analizu trendova razvoja u kvalitativnim svojstvima obelodanjenih informacija tokom vremena, kao za i uporedne analize kvaliteta između nekadašnjih jugoslovenskih republika, listiranih i nelistiranih matica (i njihovih grupa) i sl.

Ipak, treba imati u vidu da su očekivane mogućnosti za proširenje obima uzorka, pre svega putem uključivanja drugih listiranih matica sa prostora bivše Jugoslavije, a čijim se akcijama aktivno trgovalo, vrlo ograničene (uključivanje kompanija iz drugih država imalo bi za posledicu narušavanje homogenosti uzorka). S obzirom na krizu izazvanu pandemijom korona virusa u 2020.

godini, u bliskoj budućnosti nije realno očekivati značajnije intenziviranje investicionih aktivnosti, kao ni izraženije interesovanje poslovnih entiteta za realizaciju inicijalnih javnih ponuda na ovim tržištima. Štaviše, daleko su izvesnije potpuno suprotne tendencije, a naročito imajući u vidu da je određeni broj matičnih kompanija obuhvaćenih analizom već delistiran sa berze.

Kako su empirijske analize kvaliteta finansijskog izveštavanja ne samo grupa, već i samostalnih izveštajnih entiteta, na prostorima nekadašnjih jugoslovenskih republika malobrojne i praktično tek u začetku, istraživanje čiji su nalazi izloženi u ovom radu je pretežno eksplorativnog karaktera. Ono je omogućilo sticanje veoma korisnih uvida u specifična kvalitativna svojstva rezultata grupa i njihovih matrica, listiranih na nedovoljno razvijenim tržištima kapitala u državama nastalim raspadom Jugoslavije. Stoga se nalazi ovog istraživanja mogu smatrati značajnim, ne samo u naučno-istraživačkom, već i u poslovno-stručnom smislu. Podižući svest o neraskidivoj dvosmernoj vezi između kvaliteta sistema eksternog finansijskog izveštavanja i daljeg razvoja tržišta kapitala, nalazi koji su prezentovani u ovom radu imaju i praktičan značaj, kako za menadžment matičnih kompanija, postojeće i potencijalne investitore, tako i za regulatore tržišta kapitala i nadležne organe javnog nadzora nad kvalitetom finansijskog izveštavanja.

LITERATURA

- Abad, C., Garcia-Borbolla, A., Garrod, N., Laffarga, J., Larran, M., Pinero, J. M. (2000). An Evaluation of the Value Relevance of Consolidated versus Unconsolidated Accounting Information: Evidence from Quoted Spanish Firms. *Journal of International Financial Management and Accounting*, 11(3), 156-177.
- AICPA. (1973). *Objectives of Financial Statements*, raspoloživo na http://3197d6d14b5f19f2f440-5e13d29c4c016cf96cbbfd197c579b45.r81.cf1.rackcdn.com/collection/papers/1970/1973_1001_TruebloodObjectives.pdf, preuzeto 04. juna 2019. godine
- Amir, E., Harris, T., Venuti, E. (1993). A Comparison of the Value-Relevance of U.S. Versus Non-U.S. GAAP Accounting Measures Using Form 20-F Reconciliations. *Journal of Accounting Research*, 31, 230-264.
- Arellano, M., Bond, S. (1991). Some Tests of Specification for Panel Data: Monte Carlo Evidence and an Application to Employment Equations. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 277-297.
- Arellano, M., Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), 29-51.
- Atwood, T.J., Drake, M.S., Myers, L.A. (2010). Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 50, 111–125.
- Baginski, S. P., Lorek, K. S., Willinger, G.L., Branson, B.C. (1999). The Relationship between Economic Characteristics and Alternative Annual Earnings Persistence Measures. *The Accounting Review*, 74(1), 105-120.
- Ball, R., Brown, P. (1968) An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Ball, R. (1972). Changes in Accounting Techniques and Stock Prices. *Journal of Accounting Research*, 10, Empirical Research in Accounting: Selected Studies 1972, 1-38.
- Ball, R., Kothari, S.P., Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 29, 1–51.
- Ball, R. (2001). Infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, 4, 127-69.
- Ball, R., Robin, A., Wu, J. S. (2001). Accounting standards, the institutional environment and issuer incentives: Effect on timely loss recognition in China. *Asia-Pacific Journal of Accounting and Economics*, 7, 71-96.
- Ball, R., Robin, A., Wu, J. (2003). Incentives versus standards: properties of accounting income in four East Asian countries. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1-3), 235-270.
- Ball, R., Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in U.K. private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- Ball, R., Robin, A., Sadka, G. (2006). Are Timeliness and Conservatism Due to Debt or Equity Markets? An International Test of “Contracting” and “Value Relevance” Theories of Accounting, raspoloživo na <https://www8.gsb.columbia.edu/researcharchive/articles/2349>, preuzeto 27. marta 2017. godine
- Ball, R., Shivakumar, L. (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 207-242.

- Ball, R., Robin, A., Sadka, G. (2008). Is financial reporting shaped by equity markets or by debt markets? An International study of timeliness and conservatism. *Review of Accounting Studies*, 13(2), 168-205.
- Ball, R., Kothari, S. P., Nikolaev, V. (2013). On Estimating Conditional Conservatism. *The Accounting Review*, 88(3), 755-787.
- Ball, R., Brown, P. (2019). Ball and Brown (1968) after fifty years. *Pacific-Basin Finance Journal*, 53, 410–431.
- Baltagi, B.H. (2013). *Econometric Analysis of Panel Data*, 5th edition, John Wiley&Sons.
- Baluch, C., Burgess, D., Cohen, R., Kushi, E., Tucker, P.J. (2010). Consolidation theories and push-down accounting: achieving global convergence. *Journal of Finance and Accountancy*, 3, 1-12.
- Barber, B. M., Odean, T. (2008). All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *The Review of Financial Studies*, 21(2), 785-818.
- Barbić, T. (2010). Pregled razvoja hipoteze efikasnog tržišta. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 124, 29-61.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., Landsman, W. R. (2001). The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard setting: Another view. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1–3), 77–104.
- Barth, M.E., Landsman, R.W., Lang, M.H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Basu, S. (2009). Conservatism Research: Historical Development and Future Prospects. *China Journal of Accounting Research*, 2(1), 1-20.
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Beaver, W. (1973). What should be the FASB objectives? *The Journal of Accountancy*, 8, 49-56.
- Beaver, W., Ryan, S. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10, 269-309.
- Beck, K., A., Behn, B., K., Lionzo, A., Rossignoli, F. (2017). Firm Equity Investment Decisions and U.S. GAAP and IFRS Consolidation Control Guidelines: An Empirical Analysis. *Journal of International Accounting Research*, 16(1), 37-57.
- Beidleman, C. R. (1973). Income Smoothing: The Role of Management. *The Accounting Review*, 48(4), 653-667.
- Beranek, W., Dillon, G. D. (1982). Pitfalls in assessing financial risk from consolidated financial statements. *Journal of Financial Education*, 11, 32-39.
- Beuselinck, C., Cascino, S., Deloof, M., Vanstraelen, A. (2019). Earnings Management within Multinational Corporations. *The Accounting Review*, 94(4),
- Bloomfield, R. J. (2002). The “Incomplete Revelation Hypothesis” and Financial Reporting. *Accounting Horizons*, 16(3), 233-243.
- Blundell, R., Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometric*, 87(1), 115-143.

- Botosan, C. (1997). Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review*, 72(3), 323–349.
- Botosan, C., Plumlee, M. (2002). A re-examination of disclosure level and the expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 21–40.
- Brahler, G., Schmidt, S. (2014). Hidden Reserves Under IFRS – Empirical Insights. *International Review of Management and Business Research*, 3(2), 1073-1087.
- Brown, T., Tarca, A. (2012). Ten years of IFRS: Practitioners’ comments and suggestions for research. *Australian Accounting Review*, 63(22), 319-330.
- Bugeja, M., Loyeung, A. (2015). What drives the allocation of the purchase price to goodwill? *Journal of Contemporary Accounting and Economics*, 11(3), 245-261.
- Bugeja, M., Loyeung, A., Ma, N. (2019). The impact of IFRS 10 on consolidated financial reporting, IASB Research Forum 2019, raspoloživo na <https://cdn.ifrs.org/-/media/feature/events-and-conferences/2019/2019-research-forum/paper-4-the-impact-of-ifrs-10-on-consolidated-financial-reporting.pdf?la=en>, preuzeto 19. februara 2020. godine
- Burgstahler, D., Dichev, I. (1997). Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99–126.
- Burgstahler, D., Hail, L., Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *The Accounting Review*, 81(5), 983-1016.
- Bushman, R. M., Smith, A. J. (2001). Financial accounting information and corporate governance. *Journal of Accounting and Economics*, 32(1–3), 237–333.
- Chambers, R. J. (1963). Why Bother with Postulates? *Journal of Accounting Research*, 1(1), 3-15.
- Chen, M. L., Chen, R. D. (2009). Economic entity theory. *Journal of Finance And Accountancy*, 1(1), 61-68.
- Coase, R. H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coppens, L., Peek, E. (2005). An analysis of earnings management by European private firms. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 14(1), 1-17.
- Cotter, J. (2003). Relevance of parent entity financial reports, AASB, raspoloživo na https://www.aasb.gov.au/admin/file/content102/c3/Parent_entity_discussion_paper.pdf, preuzeto 20. marta 2019. godine
- D'Arcy, A., Tarca, A. (2018). Reviewing goodwill accounting research: What do we really know about IFRS 3 and IAS 36 implementation effects? *International Journal of Accounting*, 53(3), 203-226.
- Davis, M., Largay, J. (2008). Consolidated financial statements. *The CPA Journal*, 26-31.
- Dechow, P. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3-42.
- Dechow, P., M., Kothari, S., P., Watts, R., W. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133-168.
- Dechow, P., Ge, W., Schrand, C. (2010). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 344-401.
- DeGeorge, F., Patel, J., Zeckhauser, R. (1999). Earnings Management to Exceed Thresholds. *The Journal of Business*, 72 (1), 1-33.
- Deitrick, J., Harrison, W. (1984). EMH, CMR and the Accounting Profession. *Journal of Accountancy*, 2, 82-93.

- Diamond, D., Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The Journal of Finance*, 46(4), 1325–1359.
- Dichev, I.D., Tang, V.W. (2009). Earnings volatility and earnings predictability. *Journal of Accounting and Economics*, 47, 160-181.
- Durnev, A., Li, T., Magnan, M. (2017). Beyond Tax Avoidance: Offshore Firms' Institutional Environment and Financial Reporting Quality. *Journal of Business Finance & Accounting*, 44(5-6), 646-696.
- Dyreng, S.D., Hanlon, M., Maydew, E. L. (2012). Where Do Firms Manage Earnings? *Review of Accounting Studies*, 17(3), 649–687.
- Easton, P.D., Harris, T.S. (1991). Earnings As an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research*, 29(1), 19-36.
- EFRAG. (2013). *The use of information by capital providers. Academic literature review*, raspoloživo na <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FThe%2520use%2520of%2520information%2520by%2520capital%2520providers.pdf>, preuzeto 11. aprila 2019. godine
- EFRAG. (2014). *Separate Financial Statements. Discussion Paper*, raspoloživo na http://old.efrag.org/files/Separate%20Financial%20Statements/Separate_financial_statements_-_discussion_paper.pdf, preuzeto 10. aprila 2019. godine
- EFRAG. (2014a). *The use of information by capital providers. Implication for standard setting*. raspoloživo na <https://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=%2Fsites%2Fwebpublishing%2FSiteAssets%2FThe%2520use%2520of%2520information%2520by%2520capital%2520providers%2520-%2520implications%2520for%2520standard%2520setting.pdf>, preuzeto 11. aprila 2019. godine
- EFRAG. (2016). *Professional investors and the decision usefulness of financial reporting*. raspoloživo na https://www.icas.com/__data/assets/pdf_file/0010/236764/Professional-investors-and-the-decision-usefulness-of-financial-reporting.pdf, preuzeto 12. aprila 2019. godine
- EFRAG. (2016a). *What do we really know about goodwill impairment? A Quantitative Study*, raspoloživo na <http://www.efrag.org/Assets/Download?assetUrl=/sites/webpublishing/SiteAssets/EFrag%2520Quantitative%2520Study%2520Goodwill%25202016.pdf>, preuzeto 13. aprila 2019. godine
- Eisenhardt, K., M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74.
- ESMA. (2014). *Review on the application of accounting requirements for business combinations in IFRS financial statements*, 16 June 2014/ESMA/2014/643
- European Commission. (2012). *Regulation No 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards*, raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/en/ALL/?uri=CELEX%3A32002R1606>, preuzeto 14. marta 2020. godine
- European Commission. (2013). *Directive 2013/34/EU of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on the annual financial statements, consolidated financial statements and related reports of certain types of undertakings, amending Directive 2006/43/EC of the European Parliament and of the Council and repealing Council Directives 78/660/EEC and*

83/349/EEC, raspoloživo na: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2013/34/oj>, preuzeto 12. februara 2020. godine

- Ewert, R., Wagenhofer, A. (2005). Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management. *The Accounting Review*, 80(4), 1101-1124.
- Fama, E. (1965). The behaviour of stock-market prices. *Journal of Business*, 38(1), 34-105.
- Fama, E. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- Fama, E. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *The Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Fama, E., Jensen, M. C. (1983). Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Filip, A., Jeanjean, T., Paugam, L. (2015). Using Real Activities to Avoid Goodwill Impairment Losses: Evidence and Effect on Future Performance. *Journal of Business Finance & Accounting*, 42(3-4), 515-554.
- Francis, J. (1986). Debt Reporting by Parent Companies: Parent-only Versus Consolidated Statements. *Journal of Business Finance and Accounting*, 13(3), 393-403.
- Francis, J., Schipper, K. (1999). Have Financial Statements Lost Their Relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P.M., Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Francis, J. R., Khurana, I. K., Pereira, R. (2005). Disclosure incentives and effects on cost of capital around the world. *The Accounting Review*, 80(4), 1125-1162.
- Frankel, R., McNichols, M., Wilson, G. (1995). Discretionary disclosure and external financing. *The Accounting Review*, 70, 135-150.
- Gigler, F., Hemmer, T. (1998). On the frequency, quality, and informational role of mandatory financial reports. *Journal of Accounting Research*, 36, 117-147.
- Givoly, D., Hayn, C. (2000). The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative? *Journal of Accounting and Economics*, 29(3), 287-320.
- Glaum, M., Landsman, W. R., Wyrwa, S. (2018). Goodwill Impairment: The Effects of Public Enforcement and Monitoring by Institutional Investors, *The Accounting Review*, 93(6), 149-180.
- Gjesdal, F. (1981). Accounting for stewardship. *Journal of Accounting Research*, 19(1), 208-231.
- Godfrey, I., Hodgson, A., Tarca, A., Hamilton, J., Holmes, S. (2010). *Accounting Theory*, John Wiley & Sons Australia, Ltd
- Goncharov, I., Werner, J., Zimmermann, J. (2009). Legislative Demands and Economic Realities: Company and Group Accounts Compared. *The International Journal of Accounting*, 44, 334-362.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. (2005). The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.
- Grant, R. M., Visconti, M. (2006). The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals. *Long Range Planning*, 39, 361-383.
- Guay, W., R., Verrecchia, R.E. (2006). Discussion of an Economic Framework for Conservative Accounting and Bushman and Piotroski (2006), *SSRN Electronic Journal*, 42(1), 149-165.

- Harris, T. S., Lang, M., Moller, H.P. (1994). The value relevance of German accounting measures: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 187–209.
- Hayn, C., Hughes, P. (2006). Leading Indicators of Goodwill Impairment. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 21(3), 223-265.
- Healy, M. P., Palepu, G. K. (2001). Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 405-440.
- Hellstrom, K. (2005). The Value Relevance of Financial Accounting Information in a Transition Economy: The Case of the Czech Republic. *European Accounting Review*, 15(3), 325-349.
- Henderson, E. (2016). *Users' Perceptions of Financial Statement Note Disclosure and the Theory of Information Overload*. Prescott Valley: Northcentral University
- Holthausen, R.W, Watts, R. (2001). The relevance of the value-relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1-3), 3-75.
- Hoyle, J.B., Schaefer, T. F, Douppnik, T. S. (2011). *Advanced Accounting*, 10th edition, New York: McGraw-Hill/Irwin
- Iatridis, G. (2008). Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market. *International Review of Financial Analysis*, 17(2), 219-241.
- IASB. (2013). *Effect analysis. IFRS 10 Consolidated Financial Statements and IFRS 12 Disclosure of Interests in Other Entities*, raspoloživo na: <http://archive.ifrs.org/Current-Projects/IASB-Projects/Consolidation/Consol-disclosure/Documents/Effect-Analysis-IFRS%2010-and-IFRS-12-Updated-July-2013.pdf>, preuzeto 20. februara 2020. godine
- IASB, MRS 1 (rev. 2007, izm. 2018) – *Prezentacija finansijskih izveštaja*
- IASB, MRS 21 (rev. 2003, izm. 2008) – *Efekte promena deviznih kurseva*
- IASB, MRS 24 (rev. 2009, izm. 2013) – *Obelodanjivanja povezanih strana*
- IASB, MRS 27 (rev. 2003, izm. 2010) – *Konsolidovani i pojedinačni finansijski izveštaji*
- IASB, MRS 27 (rev. 2011, izm. 2014) – *Pojedinačni finansijski izveštaji*
- IASB, MRS 28 (rev. 2011, izm. 2018) – *Investicije u pridružene entitete i zajedničke poduhvate*
- IASB, MRS 36 (rev. 2004, izm. 2013) – *Umanjenje vrednosti imovine*
- IASB, MSFI 3 (rev. 2008, izm. 2018) – *Poslovne kombinacije*
- IASB, MSFI 10 (2011, izm. 2015) – *Konsolidovani finansijski izveštaji*
- IASB, MSFI 11 (2011, izm. 2014) – *Zajednički aranžmani*
- IASB, MSFI 12 (2011, izm. 2014) – *Obelodanjivanje o učešćima u drugim entitetima*
- IASB, MSFI 13 (2011) – *Odmeravanje fer vrednosti*
- IASB, SIC-12 (1998, izm. 2004) – *Konsolidacija - Entitete za posebne namene*
- ICAS. (2011). *Losing the excess baggage - reducing disclosures in financial statements to what's important*, raspoloživo na https://www.icas.com/__data/assets/pdf_file/0017/2285/Losing-the-Excess-Baggage-ICAS.pdf, preuzeto 24. avgusta 2017. godine
- IFAC. (2010). *Tools and resources to support the development of the accounting profession*, raspoloživo na www.ifac.org, preuzeto 26. juna 2019. godine
- IFRS Foundation. (2013). *Discussion Forum-Financial Reporting Disclosure Feedback Statement*, raspoloživo na

- https://www.aasb.gov.au/admin/file/content102/c3/M133_11.3_Discussion_Forum_Financial_Reporting_Disclosure_Feedback_Statement.pdf, preuzeto 19. maja 2019. godine
- IFRS Foundation. (2015). *IFRS 10 Basis for Conclusions*, raspoloživo na https://library.croneri.co.uk/cch_uk/iast/ifrs10-basis-201105, preuzeto 20. februara 2020. godine
- IFRS Foundation. (2017). *Discussion Paper. Disclosure Initiative-Principles of Disclosure*, raspoloživo na <https://www.ifrs.org/-/media/project/disclosure-initiative/disclosure-initiative-principles-of-disclosure/discussion-paper/published-documents/discussion-paper-disclosure-initiative-principles-of-disclosure.pdf>, preuzeto 19. maja 2019. godine
- IFRS Foundation. (2018)a. *Conceptual Framework for Financial Reporting*, dostupno na <http://eifrs.ifrs.org/eifrs/bnstandards/en/framework.pdf>, preuzeto 16. maja 2019. godine
- IFRS Foundation. (2019). *Disclosure Initiative-Principles of Disclosure*, raspoloživo na <https://www.ifrs.org/-/media/project/disclosure-initiative/disclosure-initiative-principles-of-disclosure/project-summary/di-principles-of-disclosure-project-summary.pdf?la=en>, preuzeto 16. maja 2019. godine
- IFRS Foundation. (2020). *Discussion Paper, Business Combinations—Disclosures, Goodwill and Impairment*, raspoloživo na <https://cdn.ifrs.org/-/media/project/goodwill-and-impairment/goodwill-and-impairment-dp-march-2020.pdf>, preuzeto 22. marta 2020. godine
- Isaksson, M., Celik, S. (2013), Who Cares? Corporate Governance in Today's Equity Markets, OECD Corporate Governance Working Papers No. 8, raspoloživo na https://www.oecd-ilibrary.org/governance/who-cares-corporate-governance-in-today-s-equity-markets_5k47zw5kdnmp-en, preuzeto 06. novembra 2019. godine
- Jarva, H. (2009). Do Firms Manage Fair Value Estimates? An Examination of SFAS 142 Goodwill Impairments. *Journal of Business Finance & Accounting*, 36(9-10), 1059-1086.
- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jović, D. (2016). *Finansijsko izveštavanje i vrednovanje performansi entiteta javnog sektora*, Doktorska disertacija, Beograd: Ekonomski fakultet u Beogradu
- Jubb, P., Haswell, S., Langfield-Smith, I. (1999). *Company accounting*, Cengage Learning
- Judson, R., Owen, A. (1999). Estimating dynamic panel data models: a guide for macroeconomists, *Economics Letters*, 65 (1), 9–15.
- Kane, J. E. (2004). Continuing dangers of disinformation in corporate accounting reports. *Review of Financial Economics*, 13(1-2), 149-164.
- Keloharju, M., Knüpfer, S., Linnainmaa, J. (2012). Do investors buy what they know? Product market choices and investment decisions. *Review of Financial Studies*, 25(10), 2921-2958.
- Kothari, S., P. (2001). *Capital markets research in accounting*, JAE Rochester Conference April 2000.
- Kothari, S.P., Li, X, Short, J.E. (2009). The Effect of Disclosures by Management, Analysts, and Business Press on Cost of Capital, Return Volatility, and Analyst Forecasts: A Study Using Content Analysis. *The Accounting Review*, 84(5), 1639-1670.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-55.
- Lago, M. (2001). *The role of financial reporting: Discussion*, raspoloživo na <https://www.bostonfed.org/>, preuzeto 05. novembra 2019. godine

- Lambert, R. A. (2001). Contracting theory and accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 32 (1), 3–87.
- Lang, M. H., Raedy, J. S., Yetman, M. (2003). How representative are firms that are cross-listed in the United States? An analysis of accounting quality. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 363–386.
- Lennard, A. (2006). Stewardship and the objectives of financial statements, *Accounting in Europe*, 4(1), 51–66.
- Leuz, C., Nanda, D., Wysocki, P. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505-527.
- Lev, B. (1983). Some economic determinants of time-series properties of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 31-48.
- Lev, B., Zarowin, P. (1999). The Boundaries of Financial Reporting and How to Extend Them. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 353-385.
- Li, K., Sloan, R. (2017). Has Goodwill Accounting Gone Bad? *Review of Accounting Studies*, 22, 964–1003.
- Lipe, R. (1990). The Relation Between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative Information. *The Accounting Review*, 65(1), 49-71.
- Malinić, D. (2007). *Politika dobiti korporativnog preduzeća*, Beograd: Centar za izdavačku delatnost Ekonomskog fakulteta
- Malinić, D. (2008)a. Finansijsko izveštavanje kao determinanta kvaliteta korporativnog upravljanja. *Ekonomika preduzeća*, 56(1-2), 17-27.
- Malinić, D. (2008)b. Creative financial reporting as a source of information risks. *Ekonomika preduzeća*, 56(5-6), 182-193.
- Malinić, D. (2009). Savremeni izazovi integralnog istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja. *Ekonomika preduzeća*, 57(3-4), 138-155.
- Malinić, D. (2009a). Računovodstvo fer vrednosti i volatilnost finansijskih izveštaja u uslovima finansijske krize. *Ekonomika preduzeća*, 57(7-8), 308-326.
- Malinić, D. (2009b). Prepoznavanje bilansnih rizika. *Ekonomika preduzeća*, 57 (3-4), 156-174.
- Malinić, D. (2010). Accounting profession credibility as a factor of capital market development. *Ekonomika preduzeća*, 58(1-2), 15-28.
- Malinić, D. (2011). Etička dimenzija kvaliteta finansijskog izveštavanja. *Ekonomika preduzeća*, 59(5-6), 243-261.
- Malinić, D. (2014). Merenje kvaliteta finansijskih izveštaja. *Zbornik radova: Računovodstvo i menadžment privatnog i javnog sektora*, Savez računovođa i revizora Srbije Zlatibor, 7-32.
- Malinić, D., Milićević, V., Glišić, M. (2016). Zakonska i profesionalna regulativa kao determinanta kvaliteta finansijskog izveštavanja - empirijska istraživanja. *Ekonomika preduzeća*, 64(7-8), 438-456.
- Malmendier, U., Shanthikumar, D. (2007). Are small investors naive about incentives? *Journal of Financial Economics*, 85(2), 457-489.
- Masadeh, W., Mansour, E., Al Salamat, W. (2017). Changes in IFRS 3 accounting for business combinations: a feedback and effects analysis. *Global Journal of Business Research*, 11(1), 61-70.
- Milošević-Avdalović, S. (2018). The Impact of Firm Specific Factors on the Stock Prices: Empirical Evidence from Belgrade Stock Exchange. *Industrija*, 46(2), 7-20.

- Muller, V.O. (2011). Evidence From The German Capital Market Regarding The Value Relevance Of Consolidated Versus Parent Company Financial Statements. *Annals of Faculty of Economics*, University of Oradea, 1(1), 636-642.
- Muller, V.O. (2011). Value relevance of consolidated versus parent company financial statements: Evidence from the largest three European capital markets. *Accounting and Management Information System*. 10(3), 326–350.
- Nistor, C. (2015). Some aspects regarding the theories of consolidated financial statements. *SEA-Practical Application of Science*, 3(1), 431-436.
- Niskanen, J., Kinnunen, J., Kasanen, E. (1998). A note on the information content of parent company versus consolidated earnings in Finland. *The European Accounting Review*, 7(1), 31-40.
- Nobes, C. (1998). Towards a general model of the reasons for international differences in financial reporting. *ABACUS*, 34(2), 162–187.
- Nobes, C. (2006). The survival of international differences under IFRS: Towards a research agenda. *Accounting & Business Research*, 36(3), 233–245.
- Nobes, C. (2002). An analysis of the international development of the equity method. *ABACUS*, 38(1), 16-45.
- O’Connell, V. (2007). Reflections on Stewardship Reporting, *Accounting Horizons*, 21(2), 215–227.
- Palea, V. (2014). Are IFRS Value-Relevant for Separate Financial Statements? Evidence for the Italian Stock Market. *Journal of International Accounting Auditing and Taxation*, 23, 1-17.
- Pope, P.F., Walker, M. (1999). International Differences in the Timeliness, Conservatism and Classification of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 37, 53-87.
- Ramanna, K., Watts, R. (2012). Evidence on the use of unverifiable estimates in required goodwill impairment. *Review of Accounting Studies*, 17, 749–780.
- Raonic, I., McLeay, S., Asimakopoulos, I. (2004). The Timeliness of Income Recognition by European Companies: An Analysis of Institutional and Market Complexity. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(1-2), 115-148.
- Ranković, J. (1994). *Konsolidovani godišnji zaključak*, Ekonomski fakultet, Beograd
- Richardson, S.A., Sloan, R.G., Soliman, M.T., Tuna, M. (2006). The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability. *The Accounting Review*, 81(3), 713-743.
- Roodman, D. (2009a). How to do xtabond2: An introduction to difference and system GMM in Stata. *Stata Journal*, 9(1), 86-136.
- Roodman, D. (2009b). A Note on the Theme of Too Many Instruments. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 71(1), 135–158.
- Ruch, G.W., Taylor, G. (2015). Accounting conservatism: A review of the literature. *Journal of Accounting Literature*, 34(C), 17-38.
- Schatt, A., Doukakis, L., Bessieux-Ollier, C., Walliser, E. (2016). Do Goodwill Impairments by European Firms Provide Useful Information to Investors? *Accounting in Europe*, 13(3), 307–327.
- Schipper, K., Vincent, L. (2003). Earnings quality. *Accounting Horizons*, 17, 97-110.
- Securities and Exchange Commission. (2008). *Final Report of the Advisory Committee on Improvements to Financial Reporting to the United States Securities and Exchange*

Commission, Washington DC, raspoloživo na <https://www.sec.gov/about/offices/oca/acifr/acifr-finalreport.pdf>, preuzeto 24. avgusta 2017. godine

- Sekerez, V. (2020). Informational scopes and the area of application of the equity method. *Facta Universitatis*, 17(2), 173-186.
- Shalev, R., Zhang, I.X., Zhang, Y. (2013). CEO Compensation and Fair Value Accounting: Evidence from Purchase Price Allocation. *Journal of Accounting Research*, 51(4), 819-854.
- Shortridge, R. T, Smith, P., A. (2007). Understanding Consolidation: A Comparison of the Proprietary, Parent, Entity, and IASB Views. *CPA Journal*, 77(4), 22-26.
- Shuto, A. (2009). Earnings Management to Exceed the Threshold: A Comparative Analysis of Consolidated and Parent-Only Earnings. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 20(3), 199-239.
- Siggelkow, L., Zulch, H. (2013). Determinants Of The Write-Off Decision Under IFRS: Evidence From Germany. *International Business & Economics Research Journal*, 12(7), 737-754.
- Skinner, D. (1994). Why firms voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research*, 32, 38-60.
- Sloan, R. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Soderstrom, N., Sun, K. (2007), IFRS Adoption and Accounting Quality: A Review. *European Accounting Review*, 16(4), 675-702.
- Spasić, D. (2012). Nematerijalna imovina povezana sa kupcima – priznavanje i vrednovanje u poslovnoj kombinaciji odvojeno od gudvila. *Marketing*, 43(2), 141-156.
- Spasić, D. (2018). Do Serbian companies provide relevant disclosures about goodwill? *Economic themes*, 56(1), 127-138.
- Spasić, D., Denčić-Mihajlov, K. (2018). *Merdžeri i akvizicije: izazovi za finansijsko izveštavanje i upravljanje*, Ekonomski fakultet Univerziteta u Nišu
- Stevanović, N. (2009). Bilansno-političke implikacije po kvalitet dobitka. *Ekonomika preduzeća*, 57(3-4), 109-137.
- Stevanović, N., Malinić, D. (2009). Fenomenologija bilansa: Informaciona moć, rizici i posledice. *Ekonomika preduzeća*, 57(3-4), 63-89.
- Subramanyam, K. R. (1996). The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22(1-3), 249-281.
- Sundem, G. L. (2003). Ethics and Financial Reporting in a Post-Enron Environment, *CGA Accounting Research Centre Conference*, New York: Palgrave Macmillian.
- Sunder, S. (1999). Classical, stewardship, and market perspectives on accounting: A synthesis, *The Japanese Style of Business Accounting*, edited by S. Sunder, and H. Yamaji, 17-31.
- Škarić Jovanović, K. (2012). Finansijsko izveštavanje kao instrument zaštite interesa poverilaca društava grupe. *Acta Economica*, 10(16), 27-44.
- Škarić Jovanović, K. (2014). Uticaj primene metode udela na performanse investitora. *Acta Economica*, 12(20), 59-75.
- Šodan, S. (2012). Conditional conservatism and the cost of debt: Evidence from Central and Eastern Europe. *Croatian Operational Research Review*, 3(1), 245-255.
- Šoškić, D., Živković, B. (2007). *Finansijska tržišta i institucije*, Ekonomski fakultet, Beograd

- Tarca, A. (2012). The case for global accounting standards: Arguments and evidence, raspoloživo na https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2204889, preuzeto 27. juna 2019. godine
- Thomas, W.B., Herrmann, D.R., Inoue, T. (2004). Earnings Management Through Affiliated Transactions. *Journal of International Accounting Research*, 3(2), 1-25.
- Walker, R. (1976). An Evaluation of the Information Conveyed by Consolidated Statements, *ABACUS*, 12(2), 77-115.
- Walker, R. G. (1978). *Consolidated Statements: a History and Analysis*, New York: Arno Press
- Watts, R. (1977). Corporate Financial Statements, A Product of the Market and Political Processes. *Australian Journal of Management*, 4, 53-75.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1978). Towards a positive theory of the determination of accounting standards. *The Accounting Review*, 53(1), 112-134.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1979). The Demand for and Supply of Accounting Theories: The Market for Excuses. *The Accounting Review*, 54(2), 273-305.
- Watts, R. L., Zimmerman, J. L. (1990). Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective. *The Accounting Review*, 65(1), 131-156.
- Watts, R.L. (2003). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207-221.
- Wen, H., Moehrle, S. (2016). Accounting for Goodwill: An academic literature review and analysis to inform the debate. *Research in Accounting Regulation*, 28(1), 11-21.
- Wolk, H. I., Dodd, J. L., Rozycki, J. J. (2008). *Accounting Theory: Conceptual Issues in a Political and Economic Environment*, Sage Publications, Inc.
- Zarowin, P. (2002). *Does Income Smoothing Make Stock Price More Informative?* New York University Stern School of Business

PRILOG 1

OCENE VREDNOSNE RELEVANTNOSTI REZULTATA U RAZLIČITIM SPECIFIKACIJAMA MODELA PANELA

Tabela P1.1. Konsolidovani model vrednosne relevantnosti rezultata (1c) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela sa prinosom akcija matice na 30.04.

$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \varepsilon_{jt}$ broj opservacija: 275							
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE	PCSE	PCSEIVE	PCSEIVEPSAR1
β_0	0,0924*** (0,0276)	0,0775*** (0,0289)	0,0188 (0,0569)	0,0924*** (0,0276)	0,0923 (0,0730)	0,5281* (0,3085)	0,4755** (0,2280)
β_1	-0,0281 (0,0230)	0,0063 (0,0302)	0,0067 (0,0277)	-0,0281 (0,0230)	-0,0281 (0,0274)	0,0067 (0,0321)	-0,0068 (0,0245)
β_2	-0,0181 (0,0208)	-0,0701** (0,0342)	-0,0639** (0,0317)	-0,0181 (0,0208)	-0,0181 (0,0279)	-0,0639* (0,0366)	-0,0280 (0,0293)
R^2	0,0082	/	/	/	0,0155	0,3468	0,4301
F-test (p-vrednost)	0,1197	0,0256	0,0000	/	/	/	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,1177	0,0875	0,0000	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,9316	/	/	/	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,2043	/	/	/	/	/	/
Mean VIF	1,31	/	/	/	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,6436	0,3276	/	/	/	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,0000	/	/	/	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/	/	/	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000	/	/	/
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,1537	/	/	/
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹	/	/	/
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)		0,0151					

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima.

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima.

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima.

RE: model sa slučajnim individualnim efektima.

PCSE: model sa panel-korigovanim standardnim greškama.

PCSEIVE: model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim st. greškama.

PCSEIVEPSAR1: model sa individualnim i vremenskim efektima, panel-korigovanim st. greškama i i panel-specifičnom AR1 strukturom.

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P1.2. Pojedinačni model vrednosne relevantnosti rezultata (1s) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela sa prinosom akcija matice na 30.04.

$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{s_{jt}} + \beta_2 X_{s_{jt}} + \epsilon_{jt}$							
broj opservacija: 275							
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE	PCSE	PCSEIVE	PCSEIVEPSARI
β_0	0,0945*** (0,0274)	0,0841*** (0,0289)	0,0259 (0,0573)	0,0945*** (0,0274)	0,0944 (0,0712)	0,5244* (0,3064)	0,4731** (0,2275)
β_1	-0,0491* (0,0261)	-0,0209 (0,0360)	-0,0130 (0,0334)	-0,0491* (0,0261)	-0,0491 (0,0337)	-0,0130 (0,0399)	-0,0213 (0,0283)
β_2	-0,0213 (0,0239)	-0,0638 (0,0413)	-0,0605 (0,0386)	-0,0213 (0,0239)	-0,0213 (0,0354)	-0,0605 (0,0478)	-0,0162 (0,0394)
R^2	0,0224	/	/	/	0,0295	0,3500	0,4207
F-test (p-vrednost)	0,0169	0,0108	0,0000	/	/	/	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0159	0,0494	0,0001	0,0000
BP / CW test							
heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,4704	/	/	/	/	/	/
Ramsey RESET test							
specifikacije (p-vrednost)	0,7568	/	/	/	/	/	/
Mean VIF	1,37	/	/	/	/	/	/
Shapiro-Wilk W test							
normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,7015	0,3809	/	/	/	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,0000	/	/	/	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/	/	/	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000	/	/	/
Hausman test							
specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,4430	/	/	/
Sargan-Hansen test							
prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹	/	/	/
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0001	0,0000
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)		0,0252					

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima.

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima.

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima.

RE: model sa slučajnim individualnim efektima.

PCSE: model sa panel-korigovanim standardnim greškama.

PCSEIVE: model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim st. greškama.

PCSEIVEPSARI: model sa individualnim i vremenskim efektima, panel-korigovanim st. greškama i i panel-specifičnom ARI strukturom.

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P1.3. Dualni model vrednosne relevantnosti rezultata (1d) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela sa prinosom akcija matice na 30.04.

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \beta_3 \Delta X_{s_{jt}} + \beta_4 X_{s_{jt}} + \varepsilon_{jt}$$

broj opservacija: 275

Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE	PCSE	PCSEIVE	PCSEIVEPSARI
β_0	0,0935*** (0,0275)	0,0813*** (0,0290)	0,0258 (0,0574)	0,0935*** (0,0275)	0,0935 (0,0711)	0,5333* (0,3084)	0,4875** (0,2293)
β_1	0,0331 (0,0450)	0,0817 (0,0551)	0,0638 (0,0504)	0,0331 (0,0450)	0,0331 (0,0407)	0,0638 (0,0468)	0,0553* (0,0334)
β_2	-0,0066 (0,0551)	-0,1005 (0,0803)	-0,0863 (0,0735)	-0,0066 (0,0551)	-0,0066 (0,0642)	-0,0863 (0,0812)	-0,1373*** (0,0463)
β_3	-0,0803 (0,0526)	-0,1072 (0,0677)	-0,0817 (0,0623)	-0,0803 (0,0526)	-0,0803 (0,0588)	-0,0817 (0,0632)	-0,0936** (0,0368)
β_4	-0,0154 (0,0638)	0,0434 (0,0977)	0,0324 (0,0901)	-0,0154 (0,0638)	-0,0154 (0,0925)	0,0325 (0,1136)	0,1438* (0,0738)
R^2	0,0319	/	/	/	0,0319	0,3553	0,4313
F-test (p-vrednost)	0,0663	0,0236	0,0000	/	/	/	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0634	0,1074	0,0000	0,0000
BP / CW test							
heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,5730	/	/	/	/	/	/
Ramsey RESET test							
specifikacije (p-vrednost)	0,0741	/	/	/	/	/	/
Mean VIF	7,37	/	/	/	/	/	/
Shapiro-Wilk W test							
normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,6454	0,3406	/	/	/	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,0000	/	/	/	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/	/	/	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000	/	/	/
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,2188	/	/	/
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹	/	/	/
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)		0,0222					

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima.

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima.

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima.

RE: model sa slučajnim individualnim efektima.

PCSE: model sa panel-korigovanim standardnim greškama.

PCSEIVE: model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim st. greškama.

PCSEIVEPSARI: model sa individualnim i vremenskim efektima, panel-korigovanim st. greškama i i panel-specifičnom AR1 strukturom.

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P1.4. Konsolidovani model vrednosne relevantnosti rezultata (1c) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela sa prinosom akcija matice na 31.05.

$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \varepsilon_{jt}$ broj opservacija: 275							
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE	PCSE	PCSEIVE	PCSEIVEPSARI
β_0	0,1072*** (0,0267)	0,0956*** (0,0275)	0,0944* (0,0562)	0,1072*** (0,0267)	0,1072* (0,0620)	0,5717* (0,3212)	0,5016*** (0,1742)
β_1	-0,0379 (0,0192)	-0,0143 (0,0238)	-0,0149 (0,0225)	-0,0379 (0,0192)	-0,0338 (0,0235)	-0,0149 (0,0252)	-0,0271 (0,0198)
β_2	-0,0086 (0,0200)	-0,0494 (0,0307)	-0,0425 (0,0292)	-0,0086 (0,0200)	-0,0086 (0,0267)	-0,0425 (0,0321)	-0,0222 (0,0284)
R^2	0,0163	/	/	/	0,0163	0,3301	0,4231
F-test (p-vrednost)	0,1070	0,0377	0,0000	/	/	/	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,1051	0,1131	0,0000	0,0000
BP / CW test							
heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,6961	/	/	/	/	/	/
Ramsey RESET test							
specifikacije (p-vrednost)	0,4379	/	/	/	/	/	/
Mean VIF	1,17	/	/	/	/	/	/
Shapiro-Wilk W test							
normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,4420	0,2265	/	/	/	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,0000	/	/	/	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/	/	/	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000	/	/	/
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,1747	/	/	/
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹	/	/	/
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)		0,0757					

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima.

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima.

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima.

RE: model sa slučajnim individualnim efektima.

PCSE: model sa panel-korigovanim standardnim greškama.

PCSEIVE: model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim st. greškama.

PCSEIVEPSARI: model sa individualnim i vremenskim efektima, panel-korigovanim st. greškama i i panel-specifičnom ARI strukturom.

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P1.5. Pojedinačni model vrednosne relevantnosti rezultata (1s) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela sa prinosom akcija matice na 31.05.

$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{s_{jt}} + \beta_2 X_{s_{jt}} + \epsilon_{jt}$ broj opservacija: 275							
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE	PCSE	PCSEIVE	PCSEIVEPSARI
β_0	0,1054*** (0,0266)	0,0959*** (0,0274)	0,0928 (0,0566)	0,1054*** (0,0268)	0,1054* (0,0601)	0,5679* (0,3203)	0,5006*** (0,1743)
β_1	-0,0342* (0,0207)	-0,0167 (0,0261)	-0,0142 (0,0249)	-0,0342* (0,0207)	-0,0342 (0,0276)	-0,0142 (0,0281)	-0,0259 (0,0207)
β_2	-0,0200 (0,0226)	-0,0599* (0,0352)	-0,0516 (0,0337)	-0,0203 (0,0227)	-0,0200 (0,0349)	-0,0516 (0,0397)	-0,0041 (0,0356)
R^2	0,0126	/	/	/	0,0199	0,3304	0,4136
F-test (p-vrednost)	0,0654	0,0244	0,0000	/	/	/	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0627	0,1729	0,0601	0,0000
BP / CW test							
heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,9346	/	/	/	/	/	/
Ramsey RESET test							
specifikacije (p-vrednost)	0,7690	/	/	/	/	/	/
Mean VIF	1,18	/	/	/	/	/	/
Shapiro-Wilk W test							
normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,4387	0,2275	/	/	/	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,0000	/	/	/	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/	/	/	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	0,4725	/	/	/
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,2960	/	/	/
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	0,2970	/	/	/
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0001	0,0000
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)		0,1149					

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima.

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima.

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima.

RE: model sa slučajnim individualnim efektima.

PCSE: model sa panel-korigovanim standardnim greškama.

PCSEIVE: model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim st. greškama.

PCSEIVEPSARI: model sa individualnim i vremenskim efektima, panel-korigovanim st. greškama i i panel-specifičnom ARI strukturom.

Tabela P1.6. Dualni model vrednosne relevantnosti rezultata (1d) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela sa prinosom akcija matice na 31.05.

$$R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \beta_3 \Delta X_{sjt} + \beta_4 X_{sjt} + \varepsilon_{jt}$$

broj opservacija: 275

Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE	PCSE	PCSEIVE	PCSEIVEPSARI
β_0	0,1067*** (0,0267)	0,0955*** (0,0277)	0,0939* (0,0568)	0,1067*** (0,0267)	0,1067* (0,0611)	0,5707* (0,3207)	0,5102** (0,1744)
β_1	-0,0323 (0,0431)	0,0055 (0,0525)	-0,0059 (0,0492)	0,03- (0,0431)	-0,0323 (0,0354)	-0,0059 (0,0408)	-0,0090 (0,0260)
β_2	-0,0434 (0,0528)	-0,0277 (0,0771)	-0,0238 (0,0722)	0,0433 (0,0528)	0,0434 (0,0513)	-0,0238 (0,0708)	-0,0698** (0,0347)
β_3	-0,0009 (0,0472)	-0,0239 (0,0584)	-0,0107 (0,0549)	-0,0008 (0,0472)	-0,0009 (0,0463)	-0,0107 (0,0457)	-0,0266 (0,0256)
β_4	-0,0650 (0,0596)	-0,0303 (0,0884)	-0,0254 (0,0833)	-0,0650 (0,0596)	-0,0650 (0,0739)	-0,0254 (0,0897)	0,0883* (0,0534)
R ²	0,0083	/	/	/	0,0228	0,3316	0,4241
F-test (p-vrednost)	0,1820	0,1085	0,0000	/	/	/	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,1787	0,2424	0,0234	0,0000
BP / CW test							
heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,4425	/	/	/	/	/	/
Ramsey RESET test							
specifikacije (p-vrednost)	0,5447	/	/	/	/	/	/
Mean VIF	7,08	/	/	/	/	/	/
Shapiro-Wilk W test							
normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,4754	0,2602	/	/	/	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,0000	/	/	/	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/	/	/	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000	/	/	/
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,2379	/	/	/
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹	/	/	/
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/	/	0,0000	0,0000
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)		0,1123					

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima.

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima.

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima.

RE: model sa slučajnim individualnim efektima.

PCSE: model sa panel-korigovanim standardnim greškama.

PCSEIVE: model sa individualnim i vremenskim efektima i panel-korigovanim st. greškama.

PCSEIVEPSARI: model sa individualnim i vremenskim efektima, panel-korigovanim st. greškama i i panel-specifičnom ARI strukturom.

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P1.7. Vrednosna relevantnost rezultata sa prinosom akcija na 30.06. – metod ocenjenih uopštenih najmanjih kvadrata

	Konsolidovani model (1c)	Pojedinačni model (1s)	Dualni model (1d)
(1c) $R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \varepsilon_{jt}$			
(1s) $R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{sjt} + \beta_2 X_{sjt} + \varepsilon_{jt}$			
(1d) $R_{jt} = \beta_0 + \beta_1 \Delta X_{cjt} + \beta_2 X_{cjt} + \beta_3 \Delta X_{sjt} + \beta_4 X_{sjt} + \varepsilon_{jt}$			
β_0	1,0212 (0,274)***	1,2131 (0,423)***	1,1894 (0,397)***
β_1	-0,0624 (0,076)	-0,0528 (0,073)	-1,4175 (1,013)
β_2	0,1627 (0,146)	0,1485 (0,145)	1,5859 (1,488)
β_3	/	/	1,2776 (0,947)
β_4	/	/	-1,3231 (1,496)
Wald χ^2 test, p-vrednost	0,0036	0,0035	0,00042
χ^2 test individualnih efekata, p-vrednost	0,5780	0,5001	0,4783
χ^2 test vremenskih efekata, p-vrednost	0,0002	0,0003	0,0004
Združeni χ^2 test za sve objašnjavajuće promenljive u modelu, p-vrednost	0,5269	0,5845	0,5154
Združeni χ^2 test za dodatne objašnjavajuće promenljive u modelu, p-vrednost	/	/	0,3896

Robusne standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

PRILOG 2

OCENE PERZISTENTNOSTI REZULTATA U RAZLIČITIM SPECIFIKACIJAMA MODELA PANELA

**Tabela P2.1. Konsolidovani model perzistentnosti rezultata (2c) - Rezultati ocenjivanja
modela podataka panela (poslovni rezultat)**

$Xc_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 Xc_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$ broj opservacija: 275				
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE
α_0	0,0180*** (0,0064)	0,0385*** (0,0039)	0,0315*** (0,0078)	0,0180*** (0,0044)
α_1	0,4722*** (0,0979)	-0,1110* (0,0595)	-0,1167* (0,0598)	-0,4722*** (0,0455)
R^2	0,2828	/	/	/
F-test (p-vrednost)	0,0000	0,0633	0,1110	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,2378	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)	/	0,0000	/	/

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima

RE: model sa slučajnim individualnim efektima

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P2.2. Pojedinačni model perzistentnosti rezultata (2s) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela (poslovni rezultat)

$Xs_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 Xs_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$				
broj opservacija: 275				
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE
α_0	0,0240*** (0,0091)	0,0401*** (0,0074)	0,0165 (0,0159)	0,0240*** (0,0082)
α_1	0,3587*** (0,1116)	-0,1318** (0,0639)	-0,1394** (0,0645)	0,3587*** (0,0507)
R^2	0,1551	/	/	/
F-test (p-vrednost)	0,0000	0,0404	0,0714	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,2020	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)	/	0,0010	/	/

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima

RE: model sa slučajnim individualnim efektima

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P2.3. Dualni model perzistentnosti rezultata (2d) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela (poslovni rezultat)

$Xc_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 Xc_{jt-1} + \alpha_2 Xs_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$				
broj opservacija: 275				
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE
α_0	0,0182*** (0,0064)	0,0385*** (0,0039)	0,0313*** (0,0078)	0,0182*** (0,0044)
α_1	0,4444*** (0,1123)	-0,1124 (0,0703)	-0,1051 (0,0707)	-0,4446*** (0,0610)
α_2	0,0235 (0,0320)	0,0013 (0,0354)	-0,0111 (0,0358)	0,0235 (0,0344)
R^2	0,2840	/	/	/
F-test (p-vrednost)	0,0000	0,1788	0,1719	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Prosečan faktor rasta varijanse	1,79	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,2317	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)	/	0,0000	/	/

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima

RE: model sa slučajnim individualnim efektima

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P2.4. Konsolidovani model perzistentnosti rezultata (2c) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela (neto rezultat pre poreza)

$Xc_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 Xc_{jt-1} + \epsilon_{jt}$				
broj opservacija: 275				
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE
α_0	0,0088** (0,0044)	0,0194*** (0,0038)	0,0163** (0,0079)	0,0089** (0,0040)
α_1	0,5573*** (0,0577)	0,0390 (0,0709)	0,0392 (0,0717)	0,5573*** (0,0480)
R^2	0,3302	/	/	/
F-test (p-vrednost)	0,0000	0,5831	0,4103	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,0001	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,3154	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)	/	0,0000	/	/

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima

RE: model sa slučajnim individualnim efektima

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P2.5. Pojedinačni model perzistentnosti rezultata (2s) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela (neto rezultat pre poreza)

$Xs_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 Xs_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$				
broj opservacija: 275				
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE
α_0	0,0138** (0,0060)	0,0256*** (0,0046)	0,0155 (0,0099)	0,0138** (0,0051)
α_1	0,4854*** (0,0984)	-0,0402 (0,0659)	-0,0483 (0,0665)	0,4854*** (0,0487)
R^2	0,2669	/	/	/
F-test (p-vrednost)	0,0000	0,5425	0,5950	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,5067	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)	/	0,0000	/	/

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima

RE: model sa slučajnim individualnim efektima

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P2.6. Dualni model perzistentnosti rezultata (2d) - Rezultati ocenjivanja modela podataka panela (neto rezultat pre poreza)

$Xc_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 Xc_{jt-1} + \alpha_2 Xs_{jt-1} + \varepsilon_{jt}$				
broj opservacija: 275				
Varijabla / Model	Pooled	FIE	FIVE	RE
α_0	0,0089** (0,0045)	0,0193*** (0,0038)	0,0163** (0,0079)	0,0088** (0,0040)
α_1	0,4871*** (0,0828)	-0,0296 (0,1038)	-0,0174 (0,1045)	-0,4871*** (0,0866)
α_2	0,0672 (0,0591)	0,0696 (0,0768)	0,0574 (0,0769)	0,0672 (0,0690)
R^2	0,3325	/	/	/
F-test (p-vrednost)	0,0000	0,5709	0,4700	/
Wald test (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
BP / CW test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Ramsey RESET test specifikacije (p-vrednost)	0,0001	/	/	/
Shapiro-Wilk W test normalnosti (p-vrednost)	0,0000	/	/	/
Prosečan faktor rasta varijanse	3,25	/	/	/
F-test individualnih efekata (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
F-test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	0,3468	/
Modifikovani Wald test heteroskedastičnosti (p-vrednost)	/	0,0000	0,0000	/
Breusch-Pagan LM test (p-vrednost)	/	/	/	1,0000
Hausman test specifikacije (p-vrednost)	/	/	/	0,0000
Sargan-Hansen test prekomerne identifikacije parametara	/	/	/	.. ¹
χ^2 test individualnih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
χ^2 test vremenskih efekata (p-vrednost)	/	/	/	/
Wooldridge test autokorelacije (p-vrednost)	/	0,0000	/	/

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Pooled: model sa konstantnim regresionim parametrima

FIE: model sa fiksnim individualnim efektima

FIVE: model sa fiksnim individualnim i vremenskim efektima

RE: model sa slučajnim individualnim efektima

¹ Sargan-Hansen test prijavljuje da su RE ocene ekvivalentne Pooled ocenama.

Tabela P2.7. Razlika u perzistentnosti poslovnog rezultata – system GMM ocene

	Konsolidovani model – 2c (ocenjene specifikacije)				Pojedinačni model - 2s (ocenjene specifikacije)	
	1	2	3	4	1	2
α_0	0,015 (0,006)***	0,019 (0,006)***	0,016 (0,004)***	0,018 (0,005)***	0,026 (0,014)*	0,028 (0,013)**
α_1	0,623 (0,132)***	0,492 (0,142)***	0,513 (0,123)***	0,474 (0,127)***	0,239 (0,125)*	0,217 (0,123)*
Interni instrumenti	Xc, lag (2 2)	Xc, lag (2 4)	Xc, lag (2 2)	Xc, lag (2 4)	Xs, lag (2 4)	Xs, lag (2 4)
Eksterni instrumenti	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina
Procedura ocenjivanja	dvostepena	dvostepena	jednostepena	jednostepena	dvostepena	jednostepena
Broj instrumenata	21	24	21	24	24	24
Broj grupa	55	55	55	55	55	55
Wald χ^2 p-vrednost	0,000	0,001	0,000	0,000	0,055	0,077
A-B test AR(1), p-vrednost	0,040	0,052	0,009	0,009	0,107	0,013
A-B test AR(2), p-vrednost	0,880	0,989	0,971	0,993	0,865	0,918
Sargan test, p-vrednost	0,174	0,122	0,174	0,122	0,058	0,058
Hansen test, p-vrednost	0,410	0,294	0,410	0,294	0,181	0,181

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Tabela P2.8. Ukupna perzistentnost poslovnog rezultata – system GMM ocene

	Dualni model – 2d (ocenjene specifikacije)			
	1	2	3	4
α_0	0,018 (0,005)***	0,019 (0,006)***	0,018 (0,004)***	0,019 (0,005)***
α_1	0,478 (0,154)***	0,416 (0,148)***	0,418 (0,134)***	0,376 (0,138)***
α_2	0,063 (0,039)	0,062 (0,034)*	0,063 (0,034)***	0,060 (0,032)*
Interni instrumenti	Xc i Xs, lag (2 2)	Xc i Xs, lag (2 4)	Xc i Xs, lag (2 2)	Xc i Xs, lag (2 4)
Eksterni instrumenti	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina
Procedura ocenjivanja	dvostepena	dvostepena	jednostepena	jednostepena
Broj instrumenata	27	33	27	33
Broj grupa	55	55	55	55
Wald χ^2 p-vrednost	0,000	0,000	0,000	0,000
A-B test AR(1), p-vrednost	0,038	0,043	0,006	0,006
A-B test AR(2), p-vrednost	0,950	0,988	0,991	0,946
Sargan test, p-vrednost	0,056	0,056	0,056	0,056
Hansen test, p-vrednost	0,246	0,304	0,246	0,304

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Tabela P2.9. Razlika u perzistentnosti neto rezultata pre poreza – system GMM ocene

	Konsolidovani model – 2c (ocenjene specifikacije)				Pojedinačni model – 2s (ocenjene specifikacije)	
	1	2	3	4	1	2
α_0	0,009 (0,005)*	0,010 (0,005)*	0,008 (0,004)**	0,010 (0,004)**	0,018 (0,006)***	0,016 (0,006)***
α_1	0,568 (0,099)***	0,478 (0,073)***	0,590 (0,070)***	0,504 (0,071)***	0,392 (0,105)***	0,396 (0,112)***
Interni instrumenti	Xc, lag (2 2)	Xc, lag (2 4)	Xc, lag (2 2)	Xc, lag (2 4)	Xs, lag (2 4)	Xs, lag (2 4)
Eksterni instrumenti	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina
Procedura ocenjivanja	dvostepena	dvostepena	jednostepena	jednostepena	dvostepena	jednostepena
Broj instrumenata	21	24	21	24	24	24
Broj grupa	55	55	55	55	55	55
Wald χ^2 p-vrednost	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
A-B test AR(1), p-vrednost	0,012	0,012	0,006	0,009	0,060	0,046
A-B test AR(2), vrednost	0,633	0,661	0,628	0,653	0,302	0,337
Sargan test, p-vrednost	0,680	0,380	0,680	0,380	0,779	0,779
Hansen test, p-vrednost	0,344	0,350	0,344	0,350	0,437	0,437

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Tabela P2.10. Ukupna perzistentnost neto rezultata pre poreza – system GMM ocene

	Dualni model – 2d (ocenjene specifikacije)			
	1	2	3	4
α_0	0,008 (0,005)	0,009 (0,005)**	0,008 (0,004)**	0,009 (0,004)**
α_1	0,443 (0,102)***	0,449 (0,082)***	0,439 (0,103)***	0,445 (0,085)***
α_2	0,158 (0,068)**	0,080 (0,046)*	0,150 (0,078)**	0,078 (0,052)
Interni instrumenti	Xc i Xs, lag (2 2)	Xc i Xs, lag (2 4)	Xc i Xs, lag (2 2)	Xc i Xs, lag (2 4)
Eksterni instrumenti	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina	delatnost, godina
Procedura ocenjivanja	dvostepena	dvostepena	jednostepena	jednostepena
Broj instrumenata	27	33	27	33
Broj grupa	55	55	55	55
Wald χ^2 p-vrednost	0,000	0,000	0,000	0,000
A-B test AR(1), p-vrednost	0,011	0,011	0,005	0,007
A-B test AR(2), vrednost	0,586	0,613	0,585	0,621
Sargan test, p-vrednost	0,787	0,606	0,787	0,606
Hansen test, p-vrednost	0,216	0,325	0,216	0,325

Standardne greške date su u zagradi.

*, ** i *** ukazuje na statističku značajnost na nivou 10, 5 i 1%, respektivno.

Biografija autora

Marina Vasilić je rođena 1984. godine u Beogradu, gde je završila osnovnu školu kao nosilac Vukove diplome, kao i Četvrtu gimnaziju, sa prosekom 5,0. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (smer Finansije, bankarstvo i osiguranje) sa prosečnom ocenom 9,12. Master akademske studije na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (smer Računovodstvo, revizija i poslovne finansije) završila je 2012. godine sa prosečnom ocenom 10,00, odbranivši master rad pod nazivom „*Problemi revizije konsolidovanih finansijskih izveštaja*“. Doktorske studije na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu (studijski program Poslovno upravljanje) upisala je 2012. godine, gde je položila sve ispite predviđene nastavnim planom doktorskih studija, sa prosečnom ocenom 9,33.

Radnu karijeru je započela u Revizorskoj kući-Auditor iz Beograda. Od aprila 2011. godine zaposlena je na Poljoprivrednom fakultetu Univerziteta u Beogradu, gde, prvo u zvanju saradnika u nastavi, a kasnije u zvanju asistenta, izvodi časove vežbi na predmetima Finansijsko računovodstvo, Poljoprivredno računovodstvo i Osnovi knjigovodstva.

Tokom svoje karijere učestvovala je, kao rukovodilac ili član tima, na brojnim projektima iz oblasti revizije i poslovno-finansijskog konsaltinga, među kojima su revizije statutarnih i konsolidovanih finansijskih izveštaja, revizije izvršenja ugovornih obaveza nad subjektima privatizacije, konsultantske usluge u procesu privatizacije, stečaja i reorganizacije, projekti pripreme i nadzora nad realizacijom unapred pripremljenih planova reorganizacije, aktuarski obračuni rezervisanja za beneficije zaposlenih, procene vrednosti finansijskih instrumenata, procene vrednosti imovine i kapitala, kao i analize transfernih cena.

Član je Saveta Poljoprivrednog fakulteta Univerziteta u Beogradu i sekretar Katedre teorije troškova, računovodstva i finansija. Član je Nadzornog odbora kompanije Pupin Telecom ad Beograd i komisija za reviziju u društvima Institut za strane jezike ad Beograd, NBB Nekretnine ad Beograd i PPT Armature ad Aleksandrovac.

Govori engleski i ruski jezik i služi se španskim jezikom.

Изјава о ауторству

Име и презиме аутора Марина Василић

Број индекса 3022/2012

Изјављујем

да је докторска дисертација под насловом

ФИНАНСИЈСКО ИЗВЕШТАВАЊЕ О ПЕРФОРМАНСАМА ГРУПЕ И ЕКОНОМСКА РЕАЛНОСТ: КОНСОЛИДОВАНИ ФИНАНСИЈСКИ ИЗВЕШТАЈИ ВС. ПОЈЕДИНАЧНИ ФИНАНСИЈСКИ ИЗВЕШТАЈИ МАТИЧНОГ ПРЕДУЗЕЋА

- резултат сопственог истраживачког рада;
- да дисертација у целини ни у деловима није била предложена за стицање друге дипломе према студијским програмима других високошколских установа;
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио/ла интелектуалну својину других лица.

Потпис аутора

У Београду, _____

Изјава о истоветности штампане и електронске верзије докторског рада

Име и презиме аутора Марина Василић

Број индекса 3022/2012

Студијски програм Пословно управљање

Наслов рада ФИНАНСИЈСКО ИЗВЕШТАВАЊЕ О ПЕРФОРМАНСАМА ГРУПЕ И ЕКОНОМСКА РЕАЛНОСТ: КОНСОЛИДОВАНИ ФИНАНСИЈСКИ ИЗВЕШТАЈИ ВС. ПОЈЕДИНАЧНИ ФИНАНСИЈСКИ ИЗВЕШТАЈИ МАТИЧНОГ ПРЕДУЗЕЋА

Ментор проф. др Дејан Малинић

Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла ради похрањивања у **Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског назива доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис аутора

У Београду, _____

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

ФИНАНСИЈСКО ИЗВЕШТАВАЊЕ О ПЕРФОРМАНСАМА ГРУПЕ И ЕКОНОМСКА РЕАЛНОСТ: КОНСОЛИДОВАНИ ФИНАНСИЈСКИ ИЗВЕШТАЈИ ВС. ПОЈЕДИНАЧНИ ФИНАНСИЈСКИ ИЗВЕШТАЈИ МАТИЧНОГ ПРЕДУЗЕЋА

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигиталном репозиторијуму Универзитета у Београду и доступну у отвореном приступу могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство (CC BY)
2. Ауторство – некомерцијално (CC BY-NC)
3. Ауторство – некомерцијално – без прерада (CC BY-NC-ND)
4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима (CC BY-NC-SA)
5. Ауторство – без прерада (CC BY-ND)
6. Ауторство – делити под истим условима (CC BY-SA)

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци. Кратак опис лиценци је саставни део ове изјаве).

У Београду, _____

Потпис аутора
