

*Бојан Савић<sup>1</sup>*

## **Политика финансијског извештавања предузећа као инструмент креирања вредности за акционаре**

### **Financial reporting policy as tool for creating value for stockholders**

#### **Резиме**

Процес финансијског извештавања одавно је прерастао оквире рачуноводствене функције предузећа. Реч је о важном инструменту менаџмента који служи не само полагању рачуна, већ и комуницирању са инвестиционом заједницом у циљу креирања финансијске репутације предузећа. Финансијско извештавање доприноси ефикасности тржишта капитала, што је предуслов развоја целокупне привреде. Отуда се у савременим тржишним условима финансијско извештавање од стране менаџмента никако не сме посматрати искључиво као нормативно наметнута обавеза. Политика финансијског извештавања представља скуп инструмената који су усмерени на циљно обликовање финансијских извештаја. Другим речима, садржина и форма финансијских извештаја прилагођавају се дефинисаним циљевима предузећа. Важно је међутим напоменути да се целокупан процес одвија у складу са позитивном законском регулативом, општеприхваћеним рачуноводственим принципима и МСФИ. У супротном, не би се могло говорити о легалним радњама, већ о кривотвореном финансијском извештавању. Циљ овог написа је да укаже на домете политике финансијског извештавања у креирању, управљању и одржању вредности за власнике предузећа. Наиме,

<sup>1</sup> Универзитет у Београду, Пољопривредни факултет, bsavic@agrif.bg.ac.rs

стратегије, циљеви и политике предузећа своју верификацију имају управо на тржишту. Кроз активности на комерцијалном тржишту предузеће креира вредност. Међутим, тестирање вредности врши се на тржишту капитала. Значај финансијског извештавања рефлектује се на оба наведена тржишта.

**Кључне речи:** *политика финансијског извештавања, вредности за власнике, информациона асиметрија, агенцијски однос, тржиште капитала.*

## Summary

Financial reporting process has long outgrown the framework of accounting functions of the company. It is an important management tool that serves not only accountability, but also communicating with the investment community in order to create financial reputation of the company. Financial reporting contributes to the efficiency of capital markets as a precondition for development of the entire economy. Hence, in the contemporary market economy financial reporting by management can not be seen solely as normative the imposed obligations. Financial reporting policy is a set of tools aimed at the target format of the financial statements. In other words, the content and form of financial statements, adjusted to the defined goals of a company. It is important however to note that the entire process is carried out in accordance with current legislation, generally accepted accounting principles and IFRS. Otherwise, you would not be able to talk about the legal action, but a counterfeit financial reporting. The aim of this paper is to highlight the achievements of the policy of financial reporting in the creation, management and maintenance of value for business owners. Specifically, strategies, objectives and policies of the company verifying their right to have a market. Through the activities of the commercial market enterprise creates value. However, testing is done on the value of the capital market. The importance of financial reporting is reflected in both these markets.

**Keywords:** *financial reporting policy, value for stockholders, information asymmetry, agency relationship, capital market.*

## Увод

Циљно обликовање финансијских извештаја у протеклим декадама привлачило је значајну пажњу научне и стручне јавности широм света. У питању је феномен који је без сумње изазвао бројне полемике и контрадикторности, у смислу, да су се са различитих конгреса и научних скупова рачуновођа могли чути апели о неопходности забране циљног обликовања

финансијских извештаја (што говори у прилог униформном финансијском извештавању), али и мишљења према којима је неопходно очувати флексибилност финансијског извештавања, будући да се природа и околности пословања појединих предузећа значајно разликују, чиме се настоји повећати информациони садржај приказаних финансијских извештаја. Рачуноводствена флексибилност која је инкорпорирана у МСФИ у виду различитих рачуноводствених третмана појединих пословних догађаја и трансакција и поред изражених напора хармонизације и унификације процеса финансијског извештавања, без сумње представља потврду неопходности да се билансним адресатима пруже релевантне информације, односно информације које су корисне за одлучивање. Процене и просуђивања као манифестација рачуноводствене флексибилности представљају интегрални део припремања финансијских извештаја и као такве доприносе релевантности приказаних рачуноводствених информација.

Политика финансијског извештавања управо своје исходиште има у рачуноводственој флексибилности и допуштеној дискрецији менаџмента. Другим речима, рефлектује праксу која је утемељена на рачуноводственој и корпоративној регулативи, а своју материјализацију добија у виду селекције рачуноводствених политика, вршења различитих процена и присуђивања, одлучивања о додатном обелодањивању, као и иницирању реалних економских трансакција. Иако мотиви обликовања садржине и форме финансијских извештаја могу бити различити (опортунизам менаџмента, унапређење ефикасности пословања и информисање корисника), максимизација личних циљева менаџмента и преливање вредности на рачун акционара се никако не може сматрати прихватљивом праксом. Околност да се кроз повећану ефикасност пословања истовремено повећава степен благостања власника сугерише да политика финансијског извештавања као свој коначан циљ мора имати креирање и очување вредности за власнике.

Као саставни део стратегије креирања вредности за власнике односно менаџмента заснованог на вредности, политика финансијског извештавања несумњиво може пружити значајан допринос. Ово пре свега у подручју редуковања информационог гена на релацији предузеће - инвеститори, затим кроз минимизовање агенцијских трошкова, сигнализирања будућих новчаних токова предузећа и доприноса ефикаснијем одлучивању даваоца капитала.

Полазећи од наведеног циља у раду ће се размотрити проблеми информационе асиметрије који су присутни у пракси, њихове могуће последице и значај политике финансијског извештавања за њихово превазилажења. Такође, предмет разматрања биће и донети политике финансијског извештавања у напорима максимизације вредности за власнике и улози финан-

сијског извештавања у обезбеђењу ефикасног функционисања тржишта капитала.

## **1. Агенцијски однос и информациона асиметрија као исходиште неефикасности тржишта капитала**

Околност да менаџмент поседује супериорније информације о пословању предузећа и да је степен расположивости додатних (преко обима предвиђеног стандардима) информација под упливом дискреције менаџмента, иницира питање последица информационе асиметрије. Наиме, могуће је препознати најмање два облика у којима се асиметрично информисање испољава: постојање привилегованих информација и непотпуно (селективно) информисање. Обе наведене форме могу угрозити интересе бројних учесника на тржишту капитала, чиме се нарушава једна од основних претпоставки његовог функционисања - принцип једнакости инвеститора.

Информације доступне ужем кругу инвеститора стављају у неравноправан положај мале и несофистициране инвеститоре, услед чега они могу претрпети значајну штету. То је и разлог што закони који регулишу промет хартија од вредности забрањују употребу тзв. привилегованих информација. Наведене привилеговане информације о пословању предузећа представљају пословну тајну и као такве не треба да буду јавно доступне. Међутим, њихова злоупотреба на тржишту капитала има карактер информационе асиметрије и указује на неадекватну правну заштиту инвеститора. У таквом амбијенту, услед губитка поверења инвеститора тражња за финансијским информацијама опада.

Када је реч о непотпуном информисању као резултанти агенцијског односа, наредна четири аксиома приказују шта се дешава уколико финансијски извештаји не приказују потпуну слику о предузећу (Miller, Bahnsen, 2002, р. 6).

- непотпуне информације повећавају неизвесност;
- неизвесност генерише ризик;
- ризик условљава да инвеститори захтевају веће стопе приноса;
- последични раст трошкова капитала и пад цена акција.

У јавним акционарским друштвима, услед значајне дисперзије власништва, инвеститори нису у могућности да непосредно партиципирају у процесу управљања. Исто тако, може се догодити да они не поседују неопходна знања и стручност, нити намеру да се појаве у улози носиоца менаџерске функције. То је разлог што са растом предузећа и усложњавањем привредног амбијента, по правилу у великим корпорацијама власник и менаџер

нису персонализовани у једном лицу, власништво је подвојено од контроле, односно управљање је поверено професионалним менаџерима.

Према Џенсену (Jensen) под агенцијским односом се подразумева уговор којим једно или више лица ангажују друго лице, да за уговорену новчану надокнаду, у њихово име и за њихов рачун изврши одређене услуге. Примењено на предузеће, власници се појављују у улози принципала, док менаџмент репрезентује агента. Наведени однос претпоставља делегирање ауторитета за доношење одлука како би се пословање предузећа могло усмеравати у одговарајућем правцу. То имплицира да агент активно партиципира у управљању предузећем, дефинише визију, мисију, циљеве и стратегије, док власници немају непосредни увид у одлуке и активности менаџмента, услед чега између њих постоји неравноправна позиција. Агенцијска теорија истражује однос између агента и принципала, и као таква представља форму теорије игара (Kelly, 1983, стр. 194).

У фокусу агенцијске теорије се налази уговор о ангажовању, закључен између фирме и менаџмента, односно уговор о позајмљивању којим се регулишу релације између менаџмента и кредитора. Полазне премисе агенцијске теорије односе се на рационално понашање свих учесника у игри, као и посматрање предузећа као сета уговорних односа. Уколико се корпорација посматра као пул на уговорима заснованих релација, неопходно је размотрити како наведени споразуми утичу на одабир рачуноводствених политика, затим какве су њихове импликације на новчане токове предузећа и коначно на богатство акционара и менаџмента. Услед чињенице да се рачуноводствена метрика користи за реализацију бројних уговора, агенцијска теорија се користи за објашњење реакција уговорних страна на промене рачуноводствених метода.

Чињеница да су принципиали физички удаљени од предузећа, као и да већину информација о ефикасности менаџмента сазнају из финансијских извештаја опште намене, имплицира да они располажу информацијама које су по обиму и квалитету инфериорније у односу на сазнања (приватне информације) менаџмента. Таква околност позната је као информациона асиметрија.

Амбијент информационе асиметрије посебно је погодан за настанак два агенцијска проблема: негативну селекцију и ризик злоупотребе менаџмента (морал хазард) (Покрајчић, 2006, стр. 276). Разлоге треба тражити у чињеници да су компензације менаџмента засноване на перформансама фирме, као и да је мерење рачуноводствених показатеља под непосредном контролом тог истог менаџмента, пружајући им могућност да упливом на финансијске извештаје реализују личне циљеве.

Неповољна селекција представља ситуацију у којој инвеститори услед недовољне информисаности доносе погрешне одлуке, односно купују хартије од вредности одређених фирми (које су прецењене), несвесни њиховог ниског квалитета. Овај проблем у литератури се означава као „лимун проблем”. Прецизније речено, менаџмент настоји да обликовањем финансијских извештаја маскира неповољну ситуацију, услед чега предузећа са незадовољавајућим перформансама могу изгледати као просперитетна (Ronen, Yaari, 2007, p. 189). То имплицира да је питање неповољне селекције тесно повезано са квалитетом исказаног добитка.

Ризик злоупотребе означава ситуацију у којој чланови менаџерског тима, након што су им инвеститори поверили ресурсе, своје напоре нису ставили у функцију најефикасније заштите и унапређења интереса принципала, већ напротив, одлуке доносе сагласно личним циљевима. У наведеним околностима, принципал може посматрати једино исход, а не и саму акцију агента. Додатни проблем садржан је у чињеници да на основу ефеката инвеститори не могу проценити да ли је менаџмент уложио адекватан напор, односно да ли су одређене пословне, финансијске и инвестиционе активности инициране и реализоване сагласно њиховим циљевима. Тако, на пример, акционари су заинтересовани за сигурност својих улагања, као и способност предузећа да редовно измирује обавезе према њима (исплату дивиденди), затим за раст тржишне вредности предузећа (капиталне добитке), као и континуитет пословања. С друге стране, менаџмент предузећа оријентисан је на краткорочне перформансе и личне интересе који се најчешће реализују преко максимизације профита. Отуда је приликом састављања финансијских извештаја примарно заокупљен питањем „како могу најбоље исказати жељени резултат”, пре него „како најбоље приказати економску реалност предузећа”? Из наведеног произилази да је проблем ризика злоупотребе претежно мотивационе природе.

Претходно размотрени агенцијски проблеми условљавају појаву бројних агенцијских трошкова и то: трошкова мониторинга, затим трошкова уговарања, као и резидуалне губитке (Kelly, 1983, p. 194). Рационални принципал ће захтевати мониторинг менаџмента, што претпоставља мерење ефеката, надзор и контролинг менаџмента, односно овај процес иницира настанак трошкова припремања финансијских извештаја, затим трошкове ревизије финансијских извештаја, као и исплате менаџменту по основу компензационих шема. Принципали ће сагласно претпоставци о рационалном понашању настојати да наведене трошкове пребаце на агента, односно редуковаће његову плату за износ очекиваних агенцијских трошкова (Брканић, 2002, стр. 44).

С друге стране, могућа је и „*ex post*” заштита принципала преко утврђивања параметара уговора за наредну годину, на основу резултата које је менаџмент постигао у текућој години. Тако, на пример, уколико принципал није у потпуности задовољан оствареним резултатима, уговором се може предвидети нижи износ плата и других фиксних примања агента за наредну годину (Indjeikian, Matejka, Merchant, Van der Stede, 2010, p. 8). Из наведеног произилази да агенти имају подстицај за мониторинг којим се ограничава њихово опортунистичко понашање - минимизирањем агенцијских трошкова, увећава се њихово лично богатство. Основу за наведени мониторинг као што је истакнуто чине финансијски извештаји. Сагласно томе, агенти имају мотив да финансијске извештаје прикажу на начин који им обезбеђује највећу корисност према уговору. То даље значи да ће приликом доношења одлука из подручја финансијског извештавања, разматрати одредбе уговора које су закључили са принципалом. Природа споразума опредељује информације које ће менаџмент обликовати и обелоданити.

Резидуални губици као део укупних агенцијских трошкова, обухватају трошкове који се могу приписати ефектима дивергенције интереса агента и принципала. То другим речима значи да свест акционара о могућем конфликту интереса редукује цену коју су спремни да плате за акције посматраног предузећа. Услед тога долази до смањења тржишне вредности предузећа. Резидуални губици могу се умањити преко подстицаја и контроле менаџмента.

Ублажавање конфликтних интереса претпоставља закључивање подстицајних уговора између агента и принципала, као и ефикасан систем мониторинга (контроле). Основу за награђивање менаџмента између осталог чини и рачуноводствени добитак. У зависности од склоности менаџмента према ризику тренд добитка у финансијским извештајима ће се разликовати. Тако, на пример, менаџмент који има значајну аверзију према ризику настојаће да уједначи добитке како би избегао негативне импликације смањења добитка на цене акција. С друге стране, менаџмент који је склон ризику преферираће варијабилне добитке, како би се остварили позитивни ефекти на бонусе, политичке трошкове<sup>2</sup>, уговоре о позајмљивању. У наведеном уговорном односу обе стране настоје да максимизирају личну корисност уз уважавање општих интереса: агенти теже максимизирању уговорене премије, док су принципали заинтересовани за максимизирање

<sup>2</sup> Под политичким трошковима се сматрају трошкови који настају као директна или индиректна последица активности предузетих од стране регулативе а које су усмерене на пословање предузећа, на пример, додатни надзор пословања од стране антимонополске комисије, контрола цена производа и услуга предузећа, губитак одређених повластица уколико се на бази финансијских извештаја утврди да је предузеће високо-профитабилно и да у том смислу није неопходна одређена подршка државе.

приноса на уложени капитал. Из наведеног не треба извучити закључак да билансна политика има позитивне ефекте искључиво на интересе менаџмента. Наиме, поред менаџмента, постојећи акционари су такође заинтересовани за обликовање финансијских извештаја, посебно уколико се тиме омогућава већа способност предвиђања будућих добитака, и ако се таквом праксом редукују трошкови капитала.

Када је реч о мониторингу, ова активност препуштена је надзорном одбору, интерном ревизору и одбору ревизора акционарског друштва. Председника и чланове надзорног одбора бира скупштина акционара, док интерног ревизора и чланове одбора ревизора бира управни одбор предузећа. Надзорни одбор, интерни ревизор и одбор ревизора поред осталог, скупштину акционара извештавају о рачуноводственој пракси и пракси финансијског извештавања предузећа (Закон о привредним друштвима, 127/08).

Другим речима, информациона супериорност менаџмента представља значајан извор његове дискреције, која своје импликације има и на процес финансијског извештавања. Повлашћена позиција менаџмента у односу на акционаре огледа се и у чињеници да менаџмент ужива 100% од сваке новчане јединице коју прима на име компензација, док сноси само део агенцијских трошкова. Акционари настоје да те трошкове умање односно да уговор конципирају на начин да се повећа удео компензација заснованих на капиталу (акције, опције на акције), као и изношењем експлицитног захтева да менаџмент поседује одређени број акција предузећа којим управља. Партиципирање менаџмента у власништву имплицира да они сnose економске консеквенце својих акција, услед чега ће настојати да редукују агенцијске трошкове, а тиме и потребу за скупим обелодањивањем (Gelb, 2000, р. 170). Оптималан ниво обелодањивања зависи од висине агенцијских трошкова. Већи удео менаџмента у власништву значи већи информациони садржај обелодањивања и нижи степен манипулисања добитком. Ово из разлога, што се наведеним компензацијама уједначава интерес менаџмента са интересима власника.

Фама (Fama) указује да кључни механизми који подстичу менаџмент да ради у интересу власника обухватају тржиште менаџера и тржиште корпоративне контроле, као и да су уговори неопходни само у случају имперфектности наведених тржишта (Kelly, 1983, р. 195). Тржиште корпоративне контроле односи се на претњу непријатељског преузимања предузећа, уколико својим потезима менаџмент угрози његов опстанак и континуитет пословања, док се тржиште менаџера као механизам дисциплиновања агената манифестује на њихову репутацију. Наиме, уколико менаџмент стекне репутацију да ради у интересу власника, тражња за њима ће бити висока, а тиме и њихове компензације. Околност да у реалном животу ни једно тр-

жиште није савршено ефикасно имплицира да је одређени степен информационе асиметрије увек присутан и као такав представља важну компоненту понашања менаџмента предузећа. Услед информационе асиметрије тржишна вредност предузећа ће бити прецењена или потцењена од стране инвеститора. Менаџмент ће тржишту емитовати оне информације о вредности предузећа које су подређене уговорним и интересима корпоративног управљања. На пример, у случају када су акције потцењене, менаџмент може искористити прилику за откуп акција предузећа, а уколико су акције прецењене, то је добар моменат за емисију новог кола акција.

## 2. Улога политике финансијског извештавања у обезбеђењу транспарентности пословања

Агенцијски однос који је у одређеном степену иманентан свим предузећима у којима је власничка функција подвојена од управљачке (а то је случај са готово свим акционарским друштвима која се котирају на берзи), представља исходиште дискреције менаџмента у подручју финансијског извештавања. Наиме, информациони домети обелодањених финансијских извештаја детерминисани су још једним чиниоцем а то је избор система финансијског извештавања којим менаџмент непосредно утиче на прецизност исказаних рачуноводствених информација. Политика финансијског извештавања предузећа се може посматрати као сет рачуноводствених политика и процедура, као и одлука о степену добровољног обелодањивања, изабраних са циљем да се свесно обликује годишњи обрачун како би се код корисника финансијских извештаја наметнуо одређени утисак о имовинском, финансијском и приносном положају предузећа, као подршка реализацији одређених циљева предузећа (Шкарић-Јовановић, 2006, стр. 143, Stocken, P. Verrecchia, R. 2004, p. 1181).

У пракси се не ретко од стране лаика, политика финансијског извештавања поистовећује са активностима које су усмерене на замагљивање пословања у складу са интересима и самовољом менаџмента. Међутим, важно је напоменути да је наведено тумачење погрешно, будући да такве радње нису ни легалне, нити доприносе ефикаснијем тржишту капитала, већ одражавају креативно рачуноводство. Супротно описаном, политика финансијског извештавања одражава дух начела уредног књиговодства и као таква треба да допринесе ефикаснијем одлучивању инвеститора и функционисању тржишта капитала. У датом контексту, финансијско извештавање има улогу да повећа транспарентност пословања. Околност да у условима волатилних резултата и нестабилних финансијских тржишта, билансни адресати нису увек у могућности да докуче информациони садржај

финансијских извештаја тј. да препознају перспективу предузећа, политика финансијског извештавања има важну улогу сигнализирања. Као инструмент комуникације са инвестиционом заједницом, као и другим стејкхолдерима, политика финансијског извештавања усмерена је на реализацију циљева предузећа на тржишту капитала. Међутим, из тога не треба извучити закључак да ће се реализација циљева остварити на рачун инвеститора. Напротив, реч је о „игри” у којој обе стране треба да имају корист – код предузећа она се огледа у прибављању неопходног капитала и прилици да се реализује дефинисане стратегије како би се стекла и очувала конкурентска предност, док инвеститори имају прилику да боље разумеју пословање, препознају стабилна и перспективна предузећа и тиме донесу ефикасније одлуке о својим улозима.

Значај политике финансијског извештавања огледа се између осталог у томе што може допринети изградњи и очувању финансијске репутације предузећа. Наиме, атрактивност одређеног предузећа за инвеститоре у високом степену детерминисана је финансијском репутацијом предузећа. Резултати истраживања показују да инвеститори сматрају да финансијска репутација представља значајан фактор стицања поверења у приказане перформансе предузећа. Са аспекта инвеститора, изградњи репутације предузећа доприносе следећи елементи: финансијско извештавање, транспарентно комуницирање, перформансе и финансијска снага предузећа, као и способност борда директора. Према мишљењу инвеститора финансијско извештавање има највећи допринос, посебно уколико се одликује високим степеном транспарентности. Другим речима, предузећа са високом финансијском репутацијом настоје да обезбеде висококвалитетне финансијске извештаје (Сао, Myers, Omer, 2011, р. 1). То значи да исказане перформансе одражавају промене у реалној економској вредности предузећа, чиме се редукује проблеми повезани са агенцијским односом.

Комуникација заснована на истинитом и фер приказу економске реалности кључна је за успостављање односа поверења, не само са инвеститори-ма, већ и са осталим заинтересованим субјектима. Чињеница је да изградња репутација траје годинама, а може нестати са само једним неадекватним обелодањивањем. Када је реч о факторима који нарушавају репутацију, инвеститори акценат стављају на неадекватну комуникацију предузећа, односно финансијско извештавање ниског квалитета. Оно је често условљено погрешним признавањем прихода, као и другим елементима пристрасног и неетичног извештавања. Управо на овом подручју се препознаје разлика између политике финансијског извештавања и тзв. „креативног” рачуноводства.

Улога финансијског извештавања у решавању проблема неповољне селекције (као последице информационе асиметрије) огледа се у благовременом обелодањивању релевантних и поузданих информација, односно у конверзији инсајдерских у јавне информације. Када је реч о проблему моралног хазарда, решење је у поузданом мерењу перформанси, као исходишту за мониторинг. Из наведеног произилази да се проблем информационе асиметрије може ублажити уколико се менаџмент предузећа уместо опортунизма определи за приступ сигнализирања преко финансијских извештаја, као и ангажовањем ревизорске фирме која ужива кредибилитет у финансијској заједници.

Редуковању проблема информационе асиметрије свакако доприносе и активности независних професионалаца као што су финансијски аналитичари који посредују између фирме и инвеститора, али и других медијатора тј. контролора (гатекееперс), чија улога је да заштите интересе инвеститора. То се постиже не само преко мониторинга субјеката који партиципирају на тржишту капитала, што између осталог претпоставља да финансијски извештаји буду састављани и презентирани на непристрасан начин, у складу са прихваћеним рачуноводственим принципима и стандардима, него и помоћу надзора понашања корпоративних инсајдера. Циљ је да се повећа кредибилитет финансијског извештавања и очува поверење у финансијски систем.

### **3. Политика финансијског извештавања као подршка креирању вредности за акционаре**

Креирање вредности за акционаре представља један од стратегијских циљева савремених предузећа. Наведено померање фокуса са максимизације краткорочних профита ка дугорочном креирању вредности иницира питање да ли је и на који начин промена основног корпоративног циља условила промену става менаџмента према пракси финансијског извештавања? Наиме, тежња ка максимизацији профита често је резултирала применом техника агресивног и креативног рачуноводства, присвајањем богатства акционара од стране бескрупулозних менаџера, као и колапсом фирми. Описане консеквенце сугеришу да тежња ка максимизацији профита редукује вредност за акционаре. Разлоге између осталог треба тражити у дисфункционалном понашању менаџера који у настојању да одрже високу стопу профита, пројекте који су економски оправдани, али обећавају нижу стопу приноса од просечно достигнуте одбацују, како би се очувале високе перформансе предузећа. С друге стране, високо профитабилни пројекти праћени су високим степеном ризика који може угрози-

ти опстанак предузећа. Када је реч о финансијском извештавању, агресивно и креативно рачуноводство, осим билансних адресата, понекада заварavaju и саму техноструктуру, у смислу да благовремено не уочавају, нити реагују на ургентне проблеме у пословању.

Однос између менаџмента и акционара (агента и принципала) као што је истакнуто, у великим корпорацијама регулисан је уговором о компензацијама. Циљ је да се агенти стимулишу да своје напоре ставе у функцију власничких интереса. Саставни део компензационог пакета за менаџмент поред плате обухвата опције на акције, бонусе, готовинске стимулације, акције тј. удео у власништву (Малинић, 1999, стр. 308). Наведене компоненте имплицирају да је уговор конципиран на начин који богатство менаџмента чини осетљивим на промене у цени акција. Када је реч о акционарима, принос се може остварити у облику готовинских дивиденди и капиталних добитака. Основна претпоставка за реализацију капиталних добитака јесте повећање тржишне вредности предузећа. Принос акционара представља основни мотив који стоји иза њихових инвестиционих, односно одлука о куповини акција одређеног предузећа. Околност да тржиште капитала за потребе вредновања предузећа интерпретира између осталог и информације садржане у финансијским извештајима, имплицира да реализацији наведених циљева у значајном степену доприноси и политика финансијског извештавања. Другим речима, поред заштите вредности, финансијском извештавању се додељује и задатак креирања вредности.

Тржиште капитала се од стране значајног броја инвеститора и менаџера перципира као краткорочно оријентисано. Разлоге треба тражити у чињеници да цене акција предузећа која су у дугом року супериорна у смислу пословне ефикасности и позиционирања у грани, нису увек екстремно високе. Када је реч о менаџменту, он често не уочава непосредну везу између стратегијских одлука и акција с једне, и креирања вредности с друге стране (Rapraort, Maubonssin, 2001, p. 2). Додатно, портфолио менаџери су оријентисани на постизање краткорочних резултата и максимизирање личних користи. Тиме се објашњава избор рачуноводствених политика који није увек рационалан са аспекта дугорочног максимизирање вредности, али који у кратком року повећава цене акција. У датом контексту, дугорочно посматрано, инвеститори (а не спекуланти) ће изгубити из најмање два разлога: прво, краткорочни добици пружају мало вредних информација о дугорочним новчаним токовима предузећа, и друго, консензус процена и исказаних добитака је предмет арбитражног рачуноводственог избора који има мало заједничког са реалним перформансама.

Упркос наведеним перцепцијама, тржиште капитала оријентисано је на дуго рок (Koller, Geodhart, Wessels, Copeland, 2005, p. 77). Миопија једног

дела инвестиционе заједнице може се приписати погрешној интерпретацији тржишних реакција на публиковане добитке. У случају напред поменутих натпросечно ефикасних предузећа, уколико цене акција у потпуности рефлектују конкурентску предност, нема места очекивању да ће акционари остварити натпросечне приносе (капиталне добитке). Супериорни приноси могући су само за оне инвеститоре који коректно антиципирају промене у будућој конкурентској позицији предузећа и са њима повезаним променама новчаних токова, а које нису рефлектоване у текућој цени акција. Цене акција рефлектују будуће новчане токове предузећа. Уколико је основа за вредновање предузећа дисконтовани новчани ток, односно ако добитак сам по себи не представља адекватну апроксимацију вредности, могуће је поставити питање зашто тржиште реагује на обелодањивање добитака и зашто сагласно томе, менаџмент настоји да добитке обликује?

У настојању да се одговори на наведена питања неопходно је поћи од информационе перспективе финансијског извештавања. Наиме, добици текућег периода служе као основа за прогнозирање будућих новчаних токова и просперитета предузећа. Уколико предузеће прикаже више или ниже добитке од очекиваних, тржиште такве информације користи за ревидирање претходно формираних прогноза дугорочних новчаних токова. Тако, на пример, ако је тржиште разочарано текућим добитком, неповољни сигнали о будућим новчаним токовима условиће пад цене акција посматраног предузећа. Истраживања показују да промене у исказаним добицима, примарно условљене променом рачуноводствених метода које не тангирају новчане токове, немају уплив на цену акција (Rappaport, Mauboussin, 2001, p. 5). То надаље имплицира да тржиште не реагује механички, односно уколико нема сигнала о будућем просперитету предузећа, изостаће и промене у ценама акција. У прилог говоре и резултати једне америчке студије која је обухватила 54 предузећа, и истражила импликације промена у рачуноводству гудвила (goodwill) на цене акција. Наиме, у оквиру „Пројекта за унапређење МРС” који је објављен 2004. године од стране IASB, изменама МРС 38 - *Немајеријална улајања* предвиђено је да се од првог јануара 2005. године гудвил не отписује, већ да се крајем сваке године његова вредност тестира са аспекта импаритетних губитака. У таквим околностима, добици предузећа која су имала значајне износе признатог гудвила услед изостајања трошкова амортизације, показали су тенденцију раста у односу на претходне периоде. Повећање добитка по акцији, било је праћено и апresiasiјом цена акција. Међутим, у року од две седмице цене акција су се вратиле на иницијални ниво (Koller et al, 2005, p. 83). Такав феномен може се објаснити перцепцијом тржишта да наведена промена рачуноводственог третмана не утиче на будуће новчане токове предузећа.

С друге стране, одређене промене у рачуноводственим проценама и политикама непосредно рефлектују промене у будућим новчаним токовима. Тако, на пример, високи импаритетни отписи гудвила који је приказан у активи као резултат недавно спроведене аквизиције, сугерише да се очекиване користи наведене операције нису реализовале, односно да су стварне користи ниже од очекиваних. Услед тога, нижи добици рефлектују неочекиване промене у будућим новчаним токовима, и као такви се реперкутују на цене акција. То имплицира да политика отписивања има уплив на цене акција у степену у коме обликује претпоставке инвеститора у погледу будућих новчаних токова предузећа.

Посматрано кроз перспективу информационог садржаја, политика финансијског извештавања се може означити као корисна, неутрална и штетна (Ronen, Yaari, 2007, p. 116). Наиме, феномен обликовања финансијско-рачуноводствених информација сматра се корисним уколико инвеститорима шаље сигнале о дугорочном просперитету предузећа. Неутрални карактер имају одлуке и поступци који пласирају сигнале о краткорочним перформансама, док се деструктивном политиком финансијског извештавања (креативним рачуноводством) сматра пракса која шаље погрешне сигнале билансним адресатима.

Иако се процес вредновања примарно заснива на очекиваним новчаним токовима, значај информација о добитку се не оспорава. Наиме, информације о рентабилитету су важне за инвеститоре услед чињенице да приказани добици представљају оквир за исплату дивиденди, процену способности инвестирања и органског раста предузећа, измирење обавеза (отплата главнице врши се из добитка након опорезивања), што имплицира расположивост већег износа будућих новчаних токова за акционаре.

Уколико се прихвати став о релевантности дивиденди, цена акција се може приказати као функција садашње вредности будућих дивиденди. Осим висине, неопходно је нагласити и аспект стабилности дивиденди. Као што је познато, услед аверзије према ризику инвеститори вреднују стабилност (добитака и дивиденди) у односу на профитне „шокове”. Такве преференције сугеришу менаџменту потребу конципирања и вођења политике исказивања уједначених, односно мање флукутирајућих резултата. Циклуси у привреди, као и фазе у животном циклусу предузећа, имају импликације и на испословане резултате. Приказивање стабилних добитака међутим, није могуће без политике финансијског извештавања и обрачунске основе рачуноводства, тј. рачуноводствених политика. Смањена перцепција ризика и последично нижи трошкови капитала (захтевана стопа приноса на капитал) као круцијални елемент дисконтног фактора, указују да рачуноводствене политике представљају саставни део стратегије мак-

симизирања вредности за акционаре. Тако, на пример, менаџмент фирме која има неочекивано лоше перформансе у односу на претходни период, на основу искуства може проценити да су тешкоће пролазног карактера. У том случају се може одредити да примени портфолио рачуноводствених политика које повећавају добитак, надајући се преокрету - побољшању перформанси у следећем периоду. У случају да се очекивања испуне, стратегија уједначавања је успешна и тржиште ће доделити вредносну премију за исказивање стабилних перформанси. Разлоге треба тражити у редукованој перцепцији ризика. Наиме, за дати степен ризика, повећање добитка резултираће растом цена акција.

По аналогiji, идентичан ефекат може се очекивати у условима смањеног ризика и непромењеног добитка. Међутим, уједначавање добитака је без утицаја на цене акција ако је тржиште перфектно, са довољно информација да препозна козметичке промене у финансијским извештајима. Повећање, као и стабилност добитка могуће је постићи и реалним економским одлукама као саставним делом политике финансијског извештавања. Тако, на пример, одобравање попушта купцима крајем пословне године са циљем да се повећају приходи од продаје, доприноси реализацији жељеног нивоа резултата у текућем периоду. Међутим, импликације наведених одлука са становишта креирања вредности могу бити неповољне. Ово због тога, што се форсирањем продаје „позајмљују” новчани токови из будућих периода. Наиме, након враћања цене на иницијални ниво, обим продаје ће се редуковати, чиме се у питање доводе будући новчани токови, а тиме и вредност предузећа.

О креирању вредности за власнике може бити речи само уколико је стопа приноса на инвестиционе пројекте виша од трошкова капитала, односно нижи просечни трошкови капитала пружају могућност да реализована вредност за акционаре буде виша, што представља додатни аргумент за политику стабилних добитака. Трошкови акцијског капитала дефинишу се као стопа приноса коју акционари очекују да остваре као компензацију за преузети ризик инвестирања у одређено предузеће. Овај принос као што је истакнуто манифестује се у форми дивиденди и раста цена акција. Капитални добици као потенцијални принос за акционаре представља позитивну разлику између ниже куповне и више продајне цене акција. У односу на готовинске дивиденде, супериорност капиталних добитака је вишеструка: пре свега, она се огледа у домену пореских предности, у смислу да се капитални добици опорезују нижом стопом у односу на дивиденде. Затим, реализација капиталних добитака заснива се на дискрецији акционара која се рефлектује у одабиру тренутка продаје акција. Најзад, према истраживањима *Standard & Poor's 500*, просечна стопа раста дивиденди у дугом року

износи око 8%, односно у периоду од пет година, акционари могу очекивати да по основу дивиденди приме износ у распону од 10-15% од цене акција, а често и нижи износ, с обзиром да бројне фирме не исплаћују дивиденде (Rapaport, Maubonssin, 2001, р. 2). Наведени аргументи објашњавају преференције акционара ка фирмама чија тржишна вредност има тенденцију раста.

Полазећи од чињенице да се тржишна вредност предузећа може дефинисати као збир књиговодствене вредности и очекиване будуће профитабилности предузећа, значај политике финансијског извештавања се препознаје у обезбеђењу информационе основу за утврђивање оба наведена елемента. Наиме, преко избора рачуноводствених политика, метода вредновања, отписивања као и одлука о капитализацији или расхоровању одређених трошкова, врши се непосредан ефекат на билансне вредности појединих позиција.

Циљеви на подручју креирања вредности могу се реализовати не само обликовањем резултата, него и прилагођавањем прогноза односно очекивања инвестиционе заједнице. Финансијски извештаји су предмет обликовања како би предузеће постигло одговарајући „праг”, односно избегло приказивање губитака и смањење добитака. Тиме се реализује консензус прогноза финансијских аналитичара. Да би предузеће генерисало претпоставке за креирање вредности и у будућим периодима, применом конзервативнијих рачуноводствених политика може утицати на редуковање нивоа добитка који аналитичари и инвеститори очекују. У супротном, немогућност погађања „мете” биће кажњена редуковањем цене акција. Нижи „праг” односно консензус прогноза пружа могућност реализације додатног позитивног уплива на вредност акција. Реч је о тзв. ефекту профитног изненађења. Претпоставимо илустрације ради, да предузеће процењује да ће пословну годину завршити са добитком по акцији (EPS) у износу од 2 €, а да тренутна очекивања тржишта износе 2,2 €. Предузеће у датом случају може путем информација у кварталним извештајима редуковати очекиване профите. Уколико у тим напорима постигне успех и очекивања тржишта капитала најпре сведе на износ добитка по акцији од 1,7 €, накнадним исказивањем добитка по акцији од 2 €, менаџмент ће бити у прилици да реализује тржишну премију. Иако, одступање добитка износи 0,2 € по акцији у односу на иницијална очекивања, укупан ефекат промене цена акција може бити позитиван.

Међутим, може се догодити да упркос изузетним напорима менаџмента у постизању стратегијских циљева, перцепиране вредности акција од стране тржишта буду знатно ниже у односу на процене менаџмента. Другим речима, могуће је да менаџмент предузећа сматра да је вредност акци-

ја на тржишту потцењена. Разлоге наведених одступања треба тражити у могућностима да тржиште не препознаје вредност примењених стратегија, затим да менаџмент поседује супериорније информације, као и да је оптимизам менаџмента без покрића. Наведени разлози између осталог последица су информационог геша, односно чињенице да учесници на тржишту не поседују довољно релевантних информација о посматраном предузећу. То даље имплицира високу неизвесност и високу дисконтну стопу, што ће се негативно одразити на садашњу вредност очекиваних новчаних токова, и последично на цене акција.

С друге стране, постоји могућност да су цене акција прецењене у односу на калкулације менаџмента, услед пласираних информација о просперитету предузећа, на основу којих акционари очекују виши принос него што менаџмент предвиђа. Уколико менаџмент није у могућности ни мерама реалне политике финансијског извештавања наведена очекивања испуни, неминован је пад цена акција. Отуда, важан аспект креирања и реализације вредности представља ефикасна комуникација на релацији менаџмент – инвеститори, а информациона перспектива политици финансијског извештавања управо томе служи. Наиме, висококвалитетно финансијско извештавање гради поверење инвеститора у кредибилитет рачуноводствених извештаја, а без поверења тржиште капитала не може ефикасно функционисати. Фундаментални циљ наведене комуникације је да се инвеститорима обезбеди информације, унутар граница које не угрожавају конкурентност предузећа, како би се обезбедила одговарајућа интерпретација и прогноза на бази кључних покретача вредности (повећање продаје, стопа пословног добитка, редуковање просечних трошкова капитала, повећање конкурентске предности). Редуковањем информационе асиметрије редукују се трансакциони трошкови, повећава ликвидност акција, што имплицира смањење захтеване стопе приноса и раст цена акција (Bartov, Bodnar, 1996, p. 400). Максимизација вредности фирме преко редуковања агенцијских трошкова претпоставља примену рачуноводствених политика које ће омогућити ефикасан мониторинг, пре него присвајање богатства од стране менаџмента. То надаље подразумева да су имплементиране рачуноводствене политике оптималне и да сигнализирају будуће новчане токове предузећа. Транспарентност финансијских извештаја негативно је повезана са трошковима капитала (Barth, Konchitchki, Landsman, 2013, p. 307).

Важно је истаћи да вредност за акционаре генеришу суштинске односно трансакције које утичу на реалне економске перформансе, а не козметичке промене. Политика финансијског извештавања може се посматрати као помоћни инструмент - самостално примењена у кратком року, може повећати цене акција. Полазећи од перспективе ефикасности, обликовање

финансијских извештаја врши се на начин да се преко уплива на новчане токове повећа вредност предузећа. Информациона перспектива финансијског извештавања разматра обим обелодањивања релевантних информација које обезбеђују подлогу за процену будућих новчаних токова, без директног уплива на њих. Значај дискреционе примене рачуноводствених политика може се објаснити преко нерационалног понашања инвеститора, као и имперфектним деловањем тржишта капитала. Када је реч о нерационалном понашању инвеститора, оно се огледа у пренаглашеној или недовољној реакцији на одређене финансијске информације.

Први случај, у литератури се означава као „преокрет” (reversal) који подразумева високе осцилације у вредности акција - навише и наниже: када фирма годинама успешно послује, инвеститори настоје такав тренд да екстраполирају и у наредним периодима што је праћено значајним скоком цена акција. Први пут када фирма не испуни очекивања, цене акција нагло депресирају. Други феномен познат је као „замах” (momentum) и подразумева да цене акција настављају да се по инерцији крећу одређеним трендом због тога што инвеститори реагују споро, односно не ревидирају своја очекивања у кратком року, истовремено потцењујући значај информација о променама у исказним добицима, дезинвестирању, откупу сопствених акција и друго (Scott, 2003, p. 176).

Иако је тржиште неефикасно у смислу да цене акција у одређеним околностима одступају од фундаменталне вредности, таква имперфектност није довољно ни честа, нити значајна да обезбеди дугорочно генерисање вредности за акционаре. Уколико политика финансијског извештавања дискреционог карактера није подржана стратегијским одлукама и акцијама усмереним ка креирању реалне економске вредности, краткорочно повећање исказаног добитка конвертоваће се у уништавање дугорочне вредности. Деструкција вредности није искључиво резултат некавалитетних финансијских извештаја, напротив, често је праћена неадекватним пословним моделом предузећа, некомпетентним менаџментом, погрешним економским одлукама, непрофесионалним понашањем ревизора. Некавалитетни финансијски извештаји представљају средство за маскирање (прикривање) незадовољавајућег финансијског здравља предузећа. У том контексту, неоспорно је да би губици инвеститора настали по основу колапса великих фирми широм света, били далеко нижи да је обезбеђено квалитетно и транспарентно финансијско извештавање.

## Закључак

Приликом конципирања политике финансијског извештавања и избора инструмената за обликовање рачуноводствених извештаја менаџмент антиципира исходе својих одлука и активности. Императив генерисања вредности за акционаре захтева да се редукују трошкови који могу настати. У том смислу, кључно је да се обезбеди несметан приступ капиталу по повољној цени. Другим речима, вредност за акционаре посредством политике финансијског извештавања креира се преко редуковања трошкова капитала, као и агенцијских трошкова. Наиме, преко оптималног избора рачуноводствених политика пружа се могућност сигнализације будућих новчаних токова, боље разумевање пословања и ефикаснији мониторинг. Тиме се редукују информациони ризици којима су изложени даваоци капитала. Сагласно томе, политика финансијског извештавања треба да буде тако конципирана да допринесе промоцији транспарентности пословања кроз високо-квалитетне финансијске извештаје, чиме се доприноси ефикаснијој алокацији капитала. Наиме, већа транспарентност дисциплинује менаџмент и доприноси да се поверени ресурси користе на најефикаснији начин, спрече проневере и креира вредност за власнике. Кроз повећање ликвидности вредносних папира посматраног предузећа (обима трговања) услед повећаног информационог садржаја финансијских извештаја и раст цена акција, менаџмент истовремено креира и јача личну репутацију и степен благостања. Отуда политика финансијског извештавања представља игру са „win-win” исходом.

## Литература

- Barth, M., Konchitchki Y. & Landsman W. (2013). Cost of capital and earning transparency. *Journal of Accounting and Economics*. Vol. 55, pp. 206-224.
- Bartov, E. & Bodnar, G. (1996). Alternative accounting methods, information asymmetry and liquidity. *The Accounting Review*. Vol. 71, No. 3, pp. 397-418.
- Брканић, В. (2002). *Оптимизација биланчне структуре*. Загреб: РРИФ.
- Сао, Y. Myers, L. & Omer, T. (2011). Does Company Reputation Matter for Financial Reporting Quality? *Evidence from Restatements*. Преузето 20.05.2013. <http://ssrn.com/abstract=1317343>
- Gelb, D. (2000). Managerial Ownership and Accounting Disclosures: An Empirical Study. *Review of Quantative Finance and Accounting*, No 15, pp. 169-185.
- Indjejikian, R., Matejka, M., Merchant, K. & Van der Stede, W. (2009), Performance targets in annual bonus plans during recession: Survey evidence on the discontinuity in earnings distributions. Working paper.

- Kelly, L. (1983). The development of Positive Theory of Corporate Managements Role in External Financial Reporting. Публиковано у *Accounting theory and Policy*, eds. Bloom, R. Elgers, P., Harcourt Brace Jovanovich. Inc. pp. 189-235.
- Koller, T., Geodhaxt, M., Wessels, D. & Copeland, T. Valuation, measuring and managing the value of companies.
- Малинић, Д. (1999). *Политика добити корпоративног предузећа*. Београд: Економски факултет.
- Miller, P. B. & Bahnsen, P. R. (2002). *Quality financial reporting*. India: McGraw-Hill Education.
- Покрајчић, Д. (2006). *Економика предузећа - принципи и циљеви*. Београд: Економски факултет.
- Rappaport, A. & Maubonssin, M. (2001). The trouble with earnings and price/earnings multiples. Преузето 20.05.2013. са <http://www.expectationsinvesting.com/pdf/earnings.pdf>,
- Ronen, J. & Yaari, V. (2007). *Earnings management, Emerginig Insight in Theory, Practice and Research*. New York: Springer-Verlag.
- Scott, W. (2003) *Financial Accounting theory*, Pearson.
- Stocken, P. & Verrecchia, R. (2004). Financial reporting system choice and disclosure management. *The Accounting Review*. Vol. 79, No. 4, pp. 1181-1203.
- Шкарић-Јовановић, К. (2006). Политика финансијског извештавања – инструмент за реализацију циљева управе предузећа на финансијским тржиштима. У *Међународна професионална (рачуноводствена) регулатива као основа квалитетног финансијског извештавања*. Савез рачуновођа и ревизора Србије: Златибор, стр. 141-155.
- Закон о привредним друштвима*. Службени гласник Републике Српске, 127/08, 58/09, 100/11.