



UNIVERZITET U BEOGRADU
Ekonomski fakultet

Snežana R. Miletić

**PROCENA KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA
VELIKIH PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI PRIMENOM
MODELA ZASNOVANIH NA AGREGATNIM MERAMA**

Doktorska disertacija

Beograd, 2021.



UNIVERSITY OF BELGRADE
Faculty of Economics

Snežana R. Miletić

**EVALUATING QUALITY OF FINANCIAL STATEMENTS IN
SERBIAN LARGE COMPANIES USING AGGREGATE
MEASURES**

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2021.

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

Članovi komisije: Prof. dr Zorica Mladenović, redovni profesor,
Univerzitet u Beogradu, Ekonomski fakultet

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

Prof. dr Dejan Jakšić, redovni profesor,
Univerzitet u Novom Sadu, Ekonomski fakultet u Subotici

Datum odbrane: _____

Veliku zahvalnost dugujem:

Mom mentoru, prof. dr Dejanu Maliniću koji me je učio da mislim i pažljivo biram reči. Prava je privilegija imati neizmernu pomoć, podršku i poverenje nesumnjivog računovodstvenog autoriteta koji me nikada nije ostavio bez odgovora na postavljeno pitanje. Želim da mu se zahvalim na vremenu i pažnji koju mi je posvećivao, svakim trenutkom dodajući vrednost mojim veštinama i mom znanju.

Vrhunskom stručnjaku i profesionalcu, prof. dr Zorici Mladenović uz koju sam uspela da prevaziđem nesigurnost u procesu empirijskog istraživanja. Posebno sam joj zahvalna što me je spontanim i iskrenim entuzijazmom motivisala onako kako odatno nikome nije pošlo za rukom.

Prof. dr Dejanu Spasiću i prof. dr Dejanu Jakšiću, na poverenju, interesovanju, korisnim savetima i prijateljskoj podršci. Hvala im jer su ostavljali svoje obaveze i prelazili kilometre kako bi meni omogućili da stignem do cilja.

Mojoj divnoj drugarici, dr Savki Vučković Milutinović, koja mi je na raspolaganje stavila svoj apsolutni sluh, bezrezervnu podršku i pregršt ideja. Ona od mene nikada nije odustala. Hvala joj što postoji.

Mojim roditeljima i sestri, za beskrajnu ljubav i veru na kojima je izgrađeno moje samopouzdanje. Mojoj požrtvovanoj i brižnoj majci, posebno, oličenju energije koja pomera granice. Neprocenjivo je imati ih.

Mom Pavlu, koji mi je pomogao da se ne izgubim u rojevima podataka.

Mom životnom timu, mojoj ligi šampiona, Banetu, Vasiliju i Smiljani, jer su me voleli i razumeli čak i kad su najviše trpeli. Oni su moji davno odbranjeni i mnogo puta citirani doktorati.

Disertaciju posvećujem

prof. dr Nikoli Stevanoviću,

mojoj mudroj, sedoj a zauvek mladoj glavi koja brine, savetuje, zna i razume.

PROCENA KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA VELIKIH PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI PRIMENOM MODELA ZASNOVANIH NA AGREGATNIM MERAMA

Rezime

Kvalitet finansijskih izveštaja je decenijama unazad predmet interesovanja akademske zajednice. Razlog tome je njihov izuzetan informacioni značaj, kao jedinog relevantnog, javno dostupnog i sveobuhvatnog izvora informisanja mnogobrojnih grupa stejkholdera. Pojedinačni slučajevi ispoljavanja rapidne erozije kvaliteta, usled oportunističkog deformisanja finansijsko-računovodstvenih informacija, materijalizovali su se kroz velike gubitke investitora i bankrotstva kompanija i to u zemljama sa dugom računovodstvenom tradicijom i razvijenim tržištima kapitala, što je alarmiralo javnost do granica narušavanja globalnog poverenja u sistem finansijskog izveštavanja. Pouzdanost informacija sadržanih u finansijskim izveštajima se, zbog toga, nameće kao imperativ razvoja i efikasnog funkcionisanja tržišta kapitala, adekvatne alokacije ograničenih resursa ali i kao determinanta kvaliteta odluka koje se na tim informacijama zasnivaju. Procenjivanje njihovog kvaliteta je, posledično, višedimenzionalni problem i složen istraživački zadatak.

Činjenica da su u naučnoj literaturi dominantno zastupljena istraživanja iz ove oblasti sprovedena u razvijenim tržišnim ekonomijama kao i da su, uglavnom, fokusirana na pojedinačne attribute kvaliteta, nametnula je potrebu procenjivanja kvaliteta objavljenih finansijskih izveštaja sveobuhvatnijim pristupom, i u ekonomskom okruženju u kome primarni korisnici finansijskih izveštaja nisu investitori na tržištu kapitala, već kreditori, vlasnici, dobavljači, kupci i ostali stejkholderi. U cilju dobijanja odgovora na brojna otvorena pitanja o kvalitetu finansijskih izveštaja srpskih preduzeća koja posluju upravo u takvom okruženju, koje dodatno karakteriše nizak nivo korporativne kulture i dugogodišnja marginalizacija značaja u uloge finansijskog izveštavanja, u doktorskoj disertaciji su konstruisani agregatni pokazatelji kvaliteta objavljenih finansijskih performansi i upravljanja računovodstvenim rezultatima. Njihova efikasnost testirana je na uzorku velikih kompanija realnog sektora u Srbiji, a definisan je i skup individualnih karakteristika preduzeća koje najbolje objašnjavaju varijacije pomenutih agregatnih mera determinišući kvalitativne karakteristike objavljenih finansijskih performansi.

Rezultati sugerišu da se agregatna mera kvaliteta strukturirana iz računovodstvenih pokazatelja može upotrebljavati sa zadovoljavajućim kapacitetima i u privredama u kojima reakcije sa tržišta kapitala, usled nedovoljnog nivoa njegove razvijenosti, nisu dostupne. Ona omogućava poređenje različitih preduzeća iz perspektive rizika održivosti objavljenih računovodstvenih rezultata, odnosno pokazuje u kojoj meri su publikovane finansijske informacije pouzdana osnova za procenjivanje njihove visine u budućnosti.

Bez obzira na generalno nisku ocenu pouzdanosti finansijskih izveštaja velikih srpskih kompanija, istraživanje je pokazalo da se nivo dostignutog informacionog kvaliteta značajno razlikuje između preduzeća u zavisnosti od njihovih individualnih karakteristika. Dok veća preduzeća imaju kvalitetnije finansijske izveštaje sa aspekta njihove pouzdanosti u pravljenju projekcija finansijskog i rentabilitetnog položaja, veće magnitude u volatilnosti novčanih

tokova i stope prinosa na ukupna ulaganja ugrožavaju perzistentnost i prediktabilnost finansijskih performansi. Finansijski izveštaji visoko zaduženih preduzeća, i onih preduzeća koja u dužem nizu obračunskih perioda iskazuju gubitke, imaju informacione nedostatke usled kojih se na njima zasnovane odluke moraju uzeti sa velikom rezervom.

Poređenje kretanja prosečnih rangova definisanih agregatnih mera pokazalo je da se sa rastom profitabilnosti, smanjuje sposobnost preduzeća da dostignuti nivo finansijskih performansi održe u narednim periodima, ali i da komfornija rentabilitetna zona, umanjuje podsticaje za oportunističkom eksploatacijom računovodstvene fleksibilnosti. Prezentovani nalazi sugerišu da su finansijske performanse grupe preduzeća od javnog interesa, zbog prirode poslovanja, pravne forme i nedovoljnog nivoa kontrole, visoko predvidive dok su, sa druge strane, povezane sa visokim procenjenim rizikom oportunističkog upravljanja računovodstvenim rezultatima.

Generalno, studija pokazuje da podsticaji za oblikovanjem računovodstvenih rezultata ne moraju dominantno poticati sa tržišta kapitala i da se individualne karakteristike preduzeća i te kako mogu dovesti u vezu sa većom ili manjom merom zloupotreba računovodstvene diskrecije. Važnost ovakvog zaključka proizilazi iz činjenice da slabija vidljivost računovodstvenih manipulacija u preduzećima koja nisu listirana na berzama, ne umanjuje veličinu štetnih posledica koje podnose njima pogođeni stejkholderi.

U pogledu kvaliteta finansijskih izveštaja, posebno preduzeća iz realnog sektora privrede Srbije, izazovi su veliki i zahtevaju visoko pozicioniranje na listi nacionalnih prioriteta. Istraživanje doprinosi jačanju argumentacije u prilog neophodnosti snažnije institucionalne podrške i većeg nivoa odgovornosti nacionalnih regulatornih tela za kvalitet sistema finansijskog izveštavanja. Kako bi se svest o potencijalnim pozitivnim ekonomskim konsekvencama kvalitetnijih finansijskih informacija podigla na viši nivo, teorijski i empirijski zaključci targetiraju poželjne aktivnosti države koje bi trebalo da omoguće: veću stabilnost regulative finansijskog izveštavanja, u okviru nje kvalitetnija rešenja istraživanjem identifikovanih problema i ozbiljniji i transparentniji monitoring procesa finansijskog izveštavanja od strane stručnih nezavisnih tela.

Ključne reči: kvalitet finansijskog izveštavanja, prediktabilnost, perzistentnost, volatilnost, obračunske veličine, konzervativizam, relevantnost, pouzdanost, agregatna mera kvaliteta, agregatna mera upravljanja dobitkom.

Naučna oblast: Poslovno upravljanje

Uža naučna oblast: Računovodstvo, revizija i poslovne finansije

UDK broj: 657.375:334.012.62(497.11)(043.3)

EVALUATING QUALITY OF FINANCIAL STATEMENTS IN SERBIAN LARGE COMPANIES USING AGGREGATE MEASURES

Resume

The quality of financial statements has been a prevalent topic of debate among academics for decades. The main reason for the topic's attractiveness lies in the exceptional informational importance of financial statements as the only relevant, publicly available, and comprehensive information source for heterogeneous stakeholders' groups. Rapid quality erosion caused by opportunistic deformation of accounting numbers materialized through significant financial losses of investors and bankruptcies of companies in countries that have a long accounting tradition and developed capital markets. Furthermore, this alerted the public, undermining global confidence in the financial reporting practice. Reliable financial information is, therefore, imposed as an imperative for capital market development and efficiency, optimal resource allocation, but also as a determinant of the decision-making quality. Evaluating the quality of financial statements is, consequently, a multidimensional problem and a complex research task.

The general observation about the state of the literature is that empirical studies are conducted in developed countries and commonly focused on a single property of earnings as a proxy for earning quality. Hence the need to examine earnings quality through a more comprehensive approach, including emerging markets where the primary users of financial statements are not shareholders but creditors, owners, suppliers, customers, and other stakeholders. Serbian companies operate in an environment characterized by a low corporate culture and long-term marginalization of financial reporting. To answer many issues regarding the quality of Serbian companies' financial statements operating in such an environment, we constructed aggregate indicators of earnings quality and earnings management. Their usefulness was tested on a sample of large non-financial companies in Serbia to define firm characteristics that can capture the variation in aggregate earnings quality measures and are the primary determinant of firm-level earning quality.

Aggregate earnings quality measure was computed for each company averaging its rankings over the exclusively accounting-based earnings attributes. The results suggest aggregate earnings quality measure can be used as a proxy for earnings quality in countries where stock returns and other market data are not available due to an insufficient level of capital market development. Aggregate earnings quality measure enables the ranking of companies according to the sustainability risk of accounting earnings stream. It shows to what extent the accounting data is a reliable indicator of future company performance.

Despite the low overall quality of financial statement in large Serbian companies, the study reveals that the level of financial information quality varies among companies as a function of their operating characteristics. While larger companies are likely to have higher-quality earnings for evaluating current performance and predicting future performance, greater cash flow and return on assets volatility are likely to compromise earnings persistence and predictability. Higher leveraged firms and firms that perform poorly and have more incidences

of losses are also expected to have low-quality earnings that require caution in the decision-making process.

A comparison of average aggregate earnings quality ranking and aggregate earnings management ranking by profitability reveals that firms with a higher return on assets are likely to have a reduced ability to preserve the achieved level of current earnings in future periods. Moreover, greater profitability reduces the incentives for earnings management. The presented findings also suggest that a net income of a public enterprise is highly predictable. On the other hand, it is associated with a high risk of earnings manipulation, which can be explained by the strategic importance of public enterprises, regulatory regime and underperforming corporate governance.

In general, the study indicates that capital market incentives for earnings management do not have to be pervasive and that individual characteristics of a company may play a determinant role in explaining a greater or lesser degree of accounting discretion abuse in undeveloped markets. This result's importance is based on the fact that the low visibility of accounting manipulations in companies that are not listed on the stock exchange does not diminish the losses of affected stakeholders.

Improving financial statements quality, especially in Serbian non-financial entities, is a challenging, top-priority task. The research contributes to strengthening the argument favouring more substantial institutional support and greater responsibility of national regulatory bodies for the financial reporting quality. The research results and conclusions target the state's desirable activities to advance the regulatory framework and its implementation. This should further contribute to the stability of the financial reporting practice and better solutions to the identified problems, but also more rigorous, professional, transparent, and independent monitoring of the financial reporting process. These activities will raise awareness of the potential positive economic consequences of high-quality financial information.

Keywords: financial statements quality, predictability, persistence, volatility, accruals, conservatism, relevance, reliability, aggregate earnings quality measure, aggregate earnings management measure.

Scientific field: Business administration

Scientific subfield: Accounting, Auditing, and Corporate Finance

UDK number: 657.375:334.012.62(497.11)(043.3)

SADRŽAJ

UVOD	1
I INSTITUCIONALNI OKVIR KVALITETA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA	11
1. Konceptualni okvir finansijskog izveštavanja: determinante korisnosti	11
1.1 Fundamentalne determinante korisnosti.....	12
1.2 Unapređujuće determinante korisnosti	16
2. Teorijski okvir istraživanja kvaliteta finansijskog izveštavanja	19
3. Finansijsko-izveštajno okruženje	26
4. Regulacija finansijskog izveštavanja kao determinanta kvaliteta.....	32
5. Ekonomske konsekvence (ne)kvalitetnog finansijskog izveštavanja	39
II KONCEPTUALNI PRISTUPI MERENJU KVALITETA	45
1. Pregled empirijskih istraživanja na području kvaliteta.....	45
1.1 Pregled determinističkih studija kvaliteta.....	47
1.2 Pregled konsekvencijalnih studija kvaliteta.....	52
2. Definisanje, kategorizacija i merenje obračunskih veličina	55
3. Merenje kvaliteta zasnovano na informacijama iz finansijskih izveštaja	65
3.1 Perzistentnost vs tranzitorni karakter dobitka	65
3.2 Prediktabilnost finansijskih performansi	70
3.3 Volatilnost vs uravnoteženo iskazivanje dobitka.....	76
4. Merenje kvaliteta zasnovano na poređenju tržišnih i računovodstvenih vrednosti.....	79
4.1 Računovodstveni konzervativizam u funkciji kvaliteta finansijskih informacija ...	79
4.1.1. Uslovljenost konzervativizma i njegove ekonomske implikacije	80
4.1.2. Merenje konzervativizma.....	87
4.2. Relevantnost kao determinanta kvaliteta	92
5. Kvalitet finansijskih izveštaja u kontekstu ocene ekonomskih performansi preduzeća	99
III EMPIRIJSKA ANALIZA KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA VELIKIH PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI	106
1. Metodologija prikupljanja podataka i definisanje uzorka	106
2. Analiza deskriptivnih mera osnovnih pokazatelja finansijskih performansi velikih preduzeća u Republici Srbiji.....	111
3. Metodološki okvir istraživanja, razvoj hipoteza i definisanje promenljivih	117
3.1 Definisane pojedinačnih mera kvaliteta i njihova empirijska verifikacija	118

3.1.1	Modeliranje pokazatelja perzistentnosti različitih nivoa objavljenih finansijskih performansi.....	118
3.1.2	Modeliranje pokazatelja prediktabilnost različitih nivoa objavljenih finansijskih performansi.....	120
3.1.3	Modeliranje pokazatelja volatilnosti različitih nivoa objavljenih finansijskih performansi.....	122
3.1.4	Modeliranje pokazatelja kvaliteta obračunskih veličina	123
3.1.5	Modeliranje pokazatelja računovodstvenog konzervativizma	125
3.2	Definisanje hipoteza i empirijska verifikacija pojedinačnih mera kvaliteta	128
3.2.1	Perzistentnost, prediktabilnost, volatilnost i tranzitornost različitih definicija računovodstvenog rezultata.....	128
3.2.2	Obračunske komponente neto obrtnog kapitala u funkciji pravilnije alokacije novčanih tokova	136
4.	Definisanje agregatne mere kvaliteta i rangiranje preduzeća	140
5.	Definisanje i empirijska verifikacija uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta	149
5.1	Determinante agregatne mere kvaliteta objavljenih neto rezultata.....	149
5.2	Determinante agregatne mere kvaliteta objavljenih rezultata iz poslovnih aktivnosti i neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda.....	161
6.	Analiza robustnosti rezultata bazirana na alternativnim sadržajima agregatne mere kvaliteta	167
IV IMPLIKACIJE KREATIVNE RAČUNOVODSTVENE PRAKSE NA KVALITET FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA		171
1.	Pojmovno određenje upravljanja dobitkom.....	171
2.	Motivi manipulisanja dobitkom.....	175
2.1	Podsticaji sa tržišta kapitala.....	177
2.2	Ugovorni podsticaji.....	183
2.3	Regulatorni podsticaji.....	187
3.	Tehnike manipulisanja dobitkom.....	189
4.	Upozoravajući signali u funkciji procene rizika od manipulacija.....	197
4.1	Analiza finansijskih izveštaja u funkciji procene rizika od manipulacija.....	200
4.2	Procenjivanje rizika od manipulacija zasnovano na ekonometrijskim modelima	203
5.	Definisanje i empirijska verifikacija agregatne mere upravljanja finansijsko-izveštajnim rezultatima	212
5.1	Definisanje pojedinačnih atributa i agregatne mere upravljanja dobitkom	212
5.2	Empirijska verifikacija agregatne mere upravljanja dobitkom	217

6. Implikacije upravljanja dobitkom na kvalitet finansijskih izveštaja.....	227
ZAKLJUČAK.....	233
LITERATURA	239
PREGLED TABELA	255
PREGLED SLIKA.....	259
BIOGRAFIJA	260
Izjava o autorstvu	262
Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada	263
Izjava o korišćenju	264

UVOD

Kvalitet finansijskog izveštavanja je, već decenijama, aktuelna tema od krucijalnog značaja na svim nivoima: globalnom, nacionalnom i nivou pojedinačnih izveštajnih entiteta. Činjenica je da su najveće otkrivene malverzacije finansijskim izveštajima nastale upravo u zemljama sa razvijenim tržištima kapitala i dugom računovodstvenom tradicijom. Slučajevi koji su odjeknuli u javnosti zbog ogromnih direktnih gubitaka koje su pretrpeli, pre svega, investitori, ali i nenadoknadivog gubitka poverenja od kojeg se računovodstvena profesija i sistem finansijskog izveštavanja još uvek oporavljaju, pokazali su da je kvalitetno izveštavanje cilj koji je nemoguće dostići ispunjavanjem samo formalnih uslova (postojanjem i primenom profesionalne regulative i određenim stepenom razvijenosti privrede).

U okviru računovodstvene profesije, neprestano se modifikuju postojeći modeli i kreiraju novi kako bi se podigao stepen korisnosti informacija publikovanih u finansijskim izveštajima. Posledica ovih trendova je sve bogatiji instrumentarijum koji omogućava vrlo brzo i efikasno pretvaranje apsolutnih iznosa bilansnih pozicija u relativne veličine, indikatore, trendove, mere performansi, i olakšava svođenje preduzeća na isti imenitelj, a zarad donošenja kvalitetnijih investicionih odluka.

Regulatorna tela pitanje kvaliteta postavljaju na vrh piramide prioriteta, potencirajući njegovu važnost kroz krovne postulate profesionalne regulative. To je uočljivo već u definiciji cilja finansijskog izveštavanja iz koga nedvosmisleno proizilazi da na sintagmi „korisne informacije“ izvire svrha finansijskog izveštavanja, te da je kvalitet finansijskih izveštaja određen stepenom njihove korisnosti u odlučivanju o alokaciji resursa.

Pažnja svih korisnika finansijskih izveštaja primarno je fokusirana na informaciju o visini objavljenog dobitka kroz koju se prelamaju interesi različitih stejkholdera. Informaciona vrednost dobitka počiva na činjenici da su retke transakcije, ekonomski događaji, odluke, principi i politike koje neće imati odraza u ovom pokazatelju. Ne postoji ni jedna interesna grupa korisnika finansijskih izveštaja koja bi zanemarila dobitak kao ključni pokazatelj uspešnosti korišćenja preduzeću poverenih ekonomskih resursa. Dobitak je osnovni instrument za polaganje računa vlasnicima, kriterijum ocenjivanja efikasnosti preduzeća i njegove uprave, okvir za raspodelu dividendi, garancija solventnosti, osnovica za utvrđivanje oporezive dobiti, signalizator smera kretanja u internoj i eksternoj alokaciji kapitala, bazični input u predikcijama budućih finansijskih performansi. U jednom od fundamentalnih radova, koji se bavi informacionim sadržajem računovodstvenog dobitka, autori zaključuju da je, od svih informacija koje su tokom godine dostupne o pojedinačnom preduzeću, više od polovine sadržano u objavljenom godišnjem rezultatu (Ball i Brown, 1968, p. 176).

Zbog toga upotrebna vrednost dobitka daleko prevazilazi upotrebnu vrednost bilo koje druge finansijske informacije. Posledično, u naučnoj i stručnoj javnosti, uvreženo je mišljenje da kvalitet finansijskih izveštaja počiva na kvalitetu objavljenih dobitaka/gubitaka. Merenje kvaliteta izveštajnog dobitka je višedimenzioni koncept na kome istraživači rade poslednjih dvadeset godina.

Praksa je pokazala da je neto rezultat, kao poslednji ishod računa dobitka/gubitka, podložan različitim vrstama deformacija usled priznavanja njegovih komponenti – prihoda i rashoda – prema principu nastanka događaja i prisutnosti procena u njegovom odmeravanju, ali da je istovremeno najpotpunija slika rentabilnosti, s obzirom da inkorporira sve faktore uticaja na finansijske performanse izveštajnog entiteta. Sa druge strane, novčani tokovi, čiji se konstitutivni elementi priznaju po principu blagajne, otporniji su na manipulacije pa predstavljaju nezaobilaznu promenljivu u procesu ocenjivanja kvaliteta informacija koje su sadržane u objavljenom dobitku, iako tokovi novca, u odnosu na tokove vrednosti značajno sužavaju perspektivu posmatranja finansijskih performansi.

Kvalitet objavljenog dobitka je kategorija, čije merenje predstavlja izazov najvećim akademskim autoritetima iz računovodstvene oblasti. Generalno govoreći, atributi (činioci) kvaliteta se mogu podeliti na računovodstvene attribute (mere se isključivo na bazi računovodstvenih informacija i temelje se na pretpostavci da je osnovna funkcija dobitka da izvrši pravilnu alokaciju novčanih tokova na periode, koristeći se obračunskim veličinama) i tržišne attribute (u njihovom merenju koriste se kombinovano računovodstvene i tržišne informacije, pri čemu se dobitak posmatra kao refleksija ekonomskog dobitka aproksimiranog tržišnim prinosom na akcije).

Perzistentnost, prediktabilnost i volatilnost su računovodstveni atributi kvaliteta zasnovani na ponašanju neto rezultata u nizu uzastopnih obračunskih perioda. Perzistentnost kao atribut kvaliteta dobitka izvedena je iz korisnosti koju ima u procesu investicionog odlučivanja i u modelima vrednovanja, jer investitori vide perzistentne rezultate održivim, i kao takve ih visoko vrednuju. Prediktabilnost kao kvalitativnu karakteristiku finansijskih informacija, istraživači definišu u kontekstu sposobnosti prošlih rezultata da predvide buduće rezultate. Ovaj atribut visoko je poželjan jer omogućava korisnicima da preciznije projektuju buduće profitne performanse i novčane tokove, na čijem se diskontovanju zasniva procena sadašnje vrednosti preduzeća. Volatilnost je prirodna karakteristika poslovnog okruženja svakog preduzeća i odražava se i na varijabilitet izveštajnog neto rezultata. Što je nivo iskazanog dobitka u funkciji vremena uravnoteženiji (ima mali stepen volatilnosti), on se smatra perzistentnijim pa mu je i sposobnost predviđanja veća. Zahvaljujući računovodstvenim načelima, dobitak apstrahuje pojedine informacije sadržane u visoko volatilnim novčanim tokovima, koje nisu uvek relevantne za odlučivanje u svakoj situaciji, niti za sve grupe korisnika finansijskih izveštaja. Sa druge strane, ova osobina dobitka može biti predmet zloupotrebe od strane menadžera koji, koristeći se tehnikama uravnotežavanja (income smoothing), mogu prikrivati informacije o realnim promenama u finansijskim performansama preduzeća.

Inkrementalnu informativnu vrednost dobitku, u odnosu na novčane tokove, daju obračunske veličine. One su direktan autput računovodstvenog procesa, preciznije, posledica su primene načela nastanka događaja i principa uzročnosti. Strukturirane su iz računovodstvenih procena, posledica odabranih računovodstvenih politika i internih informacija nedostupnih eksternim korisnicima finansijskih izveštaja. Njihova uloga može biti dvojaka. Sa jedne strane, obračunske komponente dobitka mogu podići kvalitet objavljenih rezultata ukoliko se preko njih signaliziraju povlašćene informacije i umanjuje informaciona asimetrija. Sa druge strane, u rukama oportunistički nastrojenog menadžmenta, obračunske veličine mogu poslužiti

ostvarivanju ciljeva jedne interesne grupe na račun ostalih, usled čega se značajno narušava informaciona vrednost izveštajnog rezultata (Dechow, 1994, p. 5).

Konzervativizam, u smislu kvaliteta dobitka, podrazumeva asimetričnost u priznavanju negativnih i pozitivnih tokova rentabiliteta. Dosledna primena načela opreznosti dovodi do bržeg priznavanja loših vesti u neto rezultatu, u odnosu na dobre vesti. Mišljenja u pogledu konzervativizma kao determinante kvaliteta dobitka su podeljena. Dok jedni smatraju da asimetrično priznavanje gubitaka i dobitaka udaljava objavljenu visinu dobitka od njegove stvarne veličine, drugi polaze od toga da menadžeri radije objavljuju dobre vesti, pa ih načelo opreznosti prisiljava da objave i gubitke, usled čega su konzervativne zarade visoko kvalitetna informacija (Ball i Shivakumar, 2005).

Relevantnost dobitka se, u istraživačkom smislu, posmatra kao njegova sposobnost da objasni varijacije u promenama cena akcija ili varijacije u promenama u ukupnom prinosu akcionara. Veća eksplanatorna moć dobitka čini ga korisnijom informacijom u donošenju investicionih odluka te povećava njegov informacioni kvalitet. U ocenjivanju vrednosne važnosti objavljenog dobitka ne sme se prenebregnuti činjenica da dobitak nije jedina informacija na koju investitori reaguju, te da na cene akcija utiče poduži niz internih i eksternih, računovodstvenih i neračunovodstvenih faktora.

Sprovedena analiza velikog broja naučnih radova, iz najuglednijih računovodstvenih časopisa, pokazala je da su empirijska istraživanja, uglavnom, fokusirana na pojedinačne atribute kvaliteta, te da su izuzetno retka ona koja ispituju uticaj određenih faktora na kvalitet finansijskog izveštavanja aproksimiranog nekom agregatnom merom kvaliteta. Osim toga, u naučnoj literaturi dominantno su zastupljena istraživanja sprovedena u razvijenim tržišnim ekonomijama. Mere kvaliteta, koje počivaju na podacima o reakcijama cena akcija na objavljene računovodstvene rezultate, ne mogu se izmeriti u zemljama sa nerazvijenim tržištem kapitala. Primera radi, u Srbiji je krajem 2018. godine na regulisano tržište kapitala bilo uključeno svega tridesetak preduzeća pri čemu je, zbog visoke koncentracije vlasništva, obim transakcija bio veoma mali. Takve okolnosti, isključile su Srbiju iz uzoraka na kojima su sprovedena međunarodna i regionalna istraživanja kvaliteta finansijskog izveštavanja. Dakle, izražena je potreba a nedovoljna ponuda ove vrste istraživanja u finansijsko-izveštajnom okruženju u kome primarni korisnici računovodstvenih informacija nisu investitori na tržištu kapitala, već kreditori, vlasnici, dobavljači, kupci i ostali stejkholderi.

Shodno svemu rečenom, doktorska disertacija za predmet ima modeliranje agregatnog pokazatelja kvaliteta objavljenih finansijskih izveštaja i agregatnog pokazatelja upravljanja računovodstvenim rezultatima velikih preduzeća realnog sektora u Srbiji. Istraživanje je sprovedeno na uzorku velikih preduzeća iz nekoliko razloga. Iako po brojnosti ne prelaze učešće od 1% u ukupnom broju preduzeća, ona generišu oko 40% ukupnog prometa kao i preko 50% bruto dodate vrednosti, što su dovoljni pokazatelji njihovog uticaja na celokupnu privredu. Drugo, velika preduzeća imaju zakonsku obavezu da prilikom priznavanja, vrednovanja, prezentacije i obelodanjivanja pozicija u finansijskim izveštajima primenjuju MSFI, usled čega na ovakvom uzorku postoji uniformnost u pogledu regulatornog okvira finansijskog izveštavanja. Konačno, velika preduzeća privlače veću pažnju javnosti (usled velikog obima angažovanog kapitala, velikog broja zaposlenih, velikih prometa ili obavljanja delatnosti od javnog značaja) pa su pod većim stepenom eksternog, političkog i nadzora

regulatornih tela. Posledično, od većih preduzeća očekuje se da više pažnje i sredstava posvećuju kvalitetu finansijskih izveštaja i boljem funkcionisanju sistema internih kontrola što umanjuju rizik pojave proceduralnih grešaka, grešaka u procenama ali i različitim vrsta zloupotreba.

Iz definisanog predmeta istraživanja proizilazi i njegova svrha koja se ogleda u određivanju skupa determinanti čiji je uticaj na kvalitet finansijskih izveštaja (u poslovnom ambijentu koji karakteriše nizak nivo razvijenosti tržišta kapitala) značajan, a koja se može postići realizacijom sledećih ciljeva istraživanja:

- Sistematizacija i kritička analiza dosadašnjih istraživanja i spoznaje o problematici kvaliteta finansijskog izveštavanja i njegovih determinanti.
- Postavljanje konceptualnog modela za utvrđivanje agregatne mere kvaliteta finansijskih izveštaja prilagođenog privredama sa nerazvijenim tržištem kapitala a utemeljenog na naučnim pretpostavkama i empirijska verifikacija modela kroz rangiranje preduzeća prema kvalitetu objavljenih finansijskih performansi.
- Kvantifikacija i analiza prirode veze između relevantnih individualnih karakteristika preduzeća i agregatnog pokazatelja kvaliteta objavljenih finansijskih performansi, zasnovana na naučno utemeljenoj metodologiji.
- Postavljanje konceptualnog modela za utvrđivanje agregatne mere upravljanja dobitima utemeljenog na naučnim pretpostavkama i empirijska verifikacija modela kroz rangiranje preduzeća prema sklonosti ka upravljanju visinom rezultata objavljenih u finansijskim izveštajima.
- Formulisanje preporuka na osnovu dobijenih rezultata i definisanje mogućih područja budućih naučnih istraživanja iz ove oblasti.

Pored uvodnog dela, zaključnih razmatranja i pregleda literature, materija izložena u doktorskoj disertaciji strukturirana je, u skladu sa prirodom predmeta i neophodnim obimom istraživanja, u četiri međusobno povezana dela.

U prvom delu doktorske disertacije pod nazivom „Institucionalni okvir kvaliteta finansijskog izveštavanja“ analiziran je uticaj različitih institucionalnih faktora na kvalitet finansijskog izveštavanja. Na samom početku razmotreno je mesto i značaj kvaliteta u Konceptualnom okviru, bazičnom dokumentu na kome se temelji celokupna globalna profesionalna računovodstvena regulativa i, s tim u vezi, zahtevane kvalitativne karakteristike računovodstvenih informacija bez kojih one ne mogu poslužiti primarnom cilju finansijskog izveštavanja. Zarad teorijskog utemeljenja promenljivih i adekvatne interpretacije njihovog međusobnog odnosa, uloga kvalitetnih informacija je, u nastavku, stavljena u kontekst najznačajnijih računovodstvenih teorija, normativne i pozitivne računovodstvene teorije, i sagledana iz perspektive ekonomskih koncepata: transakcionih troškova, informacione asimetrije, agencijskog problema i efikasnog ugovaranja. Nadalje su analizirani dometi postojećih regulatornih okvira, na globalnom nivou, u pogledu obezbeđivanja finansijsko izveštajnog okruženja koje stimuliše kvalitetno finansijsko izveštavanje kao preduslov pravilne alokacije resursa, ali i problemi u primeni profesionalne regulative u Republici Srbiji. Na kraju prve glave su sumirane implikacije (ne)kvalitetnog finansijskog izveštavanja kako na pojedinačne izveštajne entitete i njihove investitore, tako i na industrije, tržišta, privredu i kredibilitet računovodstvene profesije, pa i čitavog sistema finansijskog izveštavanja.

Drugi deo doktorske disertacije pod nazivom „Konceptualni pristupi merenju kvaliteta“ je u celini posvećen sistematizaciji i analizi raznovrsnih pristupa merenju kvaliteta i informacionim perspektivama pojedinačnih atributa kvaliteta finansijskih izveštaja. Pojedini autori su u svojim istraživanjima obezbedili empirijske dokaze da je kvalitet obračunskih veličina najznačajnija komponenta kvaliteta iskazane dobiti (Francis et al., 2004; Dechow, 1994). Iz tog razloga, kvalitet obračunskih veličina predstavlja predmet posebnog razmatranja. Osim toga, mere kvaliteta zasnovane isključivo na informacijama sadržanim u finansijskim izveštajima su razmatrane odvojeno od mera kvaliteta koje počivaju na sučeljavanju tržišnih i računovodstvenih vrednosti. Na taj način sagledani su doprinosi tržišnih determinanti merenju kvaliteta finansijskih izveštaja, što je od velike važnosti za empirijski deo istraživanja koji, usled nedostupnosti podataka uslovljene nerazvijenošću tržišta kapitala, nije obuhvatio ovu vrstu pokazatelja. Računovodstveni dobitak je konačan ishod aktivnosti preduzeća preduzetih u obračunskom periodu, koji se dobija stavljanjem u odnos prihoda i njima korespondentnih rashoda čije je priznavanje i vrednovanje definisano računovodstvenim načelima i principima. Računovodstveni sistem konvertuje neuočljive stvarne finansijske performanse u konkretne veličine izražene u formi brojeva. Usled toga je, na kraju ovog dela, kvalitet objavljenog računovodstvenog dobitka posmatran kao funkcija vernog predstavljanja stvarnih finansijskih performansi izveštajnog entiteta, koja bi trebalo da posluži kao pouzdana osnova u procenjivanju budućih rentabilitetnih ostvarenja.

Treći deo doktorske disertacije pod nazivom „Empirijska analiza kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji“ predstavlja materijalizaciju saznanja i zaključaka u vezi sa predmetom istraživanja kroz empirijsku primenu na sekundarnim podacima prikupljenim iz finansijskih izveštaja velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije. U uvodnom delu je prikazana metodologija prikupljanja podataka kako bi se sagledala ispunjenost pretpostavki o izboru jedinica posmatranja u uzorak. Nakon toga, izvršena je analiza strukture uzorka iz više različitih aspekata. U sledećoj fazi su predstavljene deskriptivne statističke mere najznačajnijih promenljivih koje omogućavaju sagledavanje konteksta i poslovnog ambijenta u kome je istraživanje sprovedeno. Zatim je postavljen metodološki okvir istraživanja koji se sastoji iz tri iteracije, pa su, u skladu sa faznom prirodom modela, promenljive i hipoteze postepeno definisane i testirane. Pored toga, u okviru ovog dela, dat je i pregled ekonometrijskih metoda koji su, u istraživanjima sličnog karaktera, korišćeni u svrhe ocenjivanja modela. Dobijeni rezultati praćeni su ekonomskom interpretacijom znaka, veličine i značajnosti koeficijenata uz objašnjavajuće promenljive i izvođenjem zaključaka o determinantama čiji se uticaj na kvalitet ne sme zanemariti. Na osnovu komparativne analize pokazatelja kvaliteta modela i rezultata većeg broja ekonometrijskih testova (na primer, heteroskedastičnosti, multikolinearnosti i postojanja opšte greške specifikacije) za polazne i alternativne regresije, procenjen je kapacitet primenjenih modela u objašnjavanju uzročno-posledičnih veza posmatranih veličina.

Kompleksnost predmeta istraživanja podrazumeva da empirijski deo ne može obuhvatiti sve determinante koje mogu intuitivno biti dovedene u vezu sa kvalitetom finansijskih izveštaja. Zato je na kraju, a zbog ocene preciznosti i prihvatljivosti iznetih zaključaka, testirana robusnost rezultata, u odnosu na alternativne sadržaje agregatne mere, kako bi se skrenula pažnja na ograničenja u vezi sa metodologijom merenja kvaliteta.

Četvrti deo doktorske disertacije pod nazivom „Implikacije kreativne računovodstvene prakse na kvalitet finansijskih izveštaja“ obrađen je aktuelan i široko rasprostranjen problem deformisanja dobre prakse finansijskog izveštavanja, na koji nisu ostale imune ni najrazvijenije svetske privrede. Ako se visoko kvalitetni finansijski izveštaji odlikuju objektivnim prikazivanjem finansijskog i prinosnog položaja, što je moguće onda kada su odabrane računovodstvene politike, nivo obelodanjivanja i karakter prosuđivanja stavljeni u službu minimiziranja odstupanja, u finansijskim izveštajima prikazane, od stvarne slike preduzetih aktivnosti preduzeća, onda se kreativna računovodstvena praksa može apostrofirati kao najznačajniji faktor distorzije kvaliteta finansijskih izveštaja. Kreativno računovodstvo može uzimati oblike na skali od benignih računovodstvenih trikova do prevara velikih razmera, pa je u uvodu izvršeno njegovo pojmovno određenje, definisani faktori (uslovi) koji pogoduju razvoju kreativne računovodstvene prakse, objašnjena motivacija glavnih aktera i ciljevi koji se manipulacijama žele postići. To omogućava bolje prepoznavanje situacija koje pogoduju manipulacijama i definisanje preporuka za predupređivanje neželjenih oblika ponašanja u praksi finansijskog izveštavanja i informacionih rizika koji iz njih proizilaze. Nakon toga, pažnja je posvećena najčešće primenjivanim tehnikama realnih i računovodstvenih manipulacija, sa ciljem sagledavanja preliivanja uticaja primenjene tehnike u posmatranom obračunskom periodu, na različite segmente finansijskih izveštaja tog perioda, kao i na finansijske izveštaje budućih obračunskih perioda. Kako je posledice kreativne računovodstvene prakse moguće izmeriti samo poređenjem oblikovanih veličina sa realnim veličinama koje je zbog, kompleksne prirode finansijskog izveštavanja u ovakvim okolnostima teško pouzdano proceniti, izazovi u ovom domenu ne samo da su veliki, već je vrlo često nemoguće dokazati postojanje računovodstvenih manipulacija, za koje se smatra da široko prožimaju praksu finansijskog izveštavanja. Zato su u nastavku analizirani istraživački dometi u polju dostupnih instrumenata (modela) čija je svrha detekcija kreativne računovodstvene prakse i definisanje upozoravajućih signala koji bi trebalo da povećaju pozornost korisnika finansijskih izveštaja u situacijama uvećanog rizika. U nastavku su učinjeni napor da se, po uzoru na relevantna međunarodna istraživanja, koncipira agregatna mera upravljanja dobitkom, te da se kroz empirijsku verifikaciju na definisanom uzorku, izvedu zaključci o determinantama koje povećavaju rizik pojave oportunističkog upravljanja računovodstvenim rezultatima. Konačno, povezivanje saznanja o implikacijama manipulacija dobitkom sa pojedinačnim atributima kvaliteta, omogućilo je donošenje zaključaka o ograničenjima pojedinih mera kvaliteta u uslovima postojanja deformisanih finansijskih izveštaja, kao i o dometima pristupa zasnovanih na obračunskim komponentama dobitka u detektovanju računovodstvenih manipulacija.

Na osnovu definisanog predmeta i ciljeva koji se istraživanjem žele postići, formulisano je šest istraživačkih hipoteza. One su testirane na uzorku godišnjih finansijskih izveštaja velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije u periodu 2009-2017.

H₁: Neto dobitak je kvalitetnija mera finansijskih performansi u odnosu na poslovni dobitak i dobitak pre ostalih prihoda i rashoda iz svih posmatranih perspektiva kvaliteta.

Pojedinačni atributi kvaliteta (perzistentnost, prediktabilnost, volatilnost i konzervativizam) su izvedeni na bazi naučno utemeljenih modela, pri čemu je odabir modela bio uslovljen raspoloživim podacima diktiranim zvaničnim bilansnim šemama u Republici Srbiji i

nedostupnošću relevantnih podataka usled nerazvijenog tržišta kapitala. Aproksimacija pojedinačnih mera kvaliteta je sprovedena za tri nivoa računovodstvenih rezultata (poslovni rezultat, rezultat pre ostalih prihoda i rashoda i neto rezultat pre oporezivanja), za svako preduzeće u uzorku. Hipoteza je testirana poređenjem deskriptivnih statistika i testiranjem statističke značajnosti razlika u aritmetičkim sredinama navedenih atributa kvaliteta za svaki od pokazatelja finansijskih performansi. Imajući u vidu načine merenja pojedinih aspekata kvaliteta, u kojima veliki značaj imaju novčani tokovi iz poslovne aktivnosti, potvrđena su očekivanja u pogledu nejednoznanih rezultata testiranja ove hipoteze, jer se pokazalo da nijedan od tri nivoa računovodstvenih rezultata nema apsolutnu dominaciju informacionog kvaliteta u odnosu na druge.

H₂: Obračunske komponente neto obrtnog kapitala su adekvatna aproksimacija kratkoročnih obračunskih veličina, koje podižu kvalitet računovodstvenih rezultata kroz pravilniju alokaciju novčanih tokova.

Od svih definisanih atributa kvaliteta, jedino se kvalitet obračunskih veličina ne može staviti u kontekst poređenja različitih nivoa računovodstvenih rezultata, jer odabrani model polazi od veze između promena neto obrtnog kapitala, kao aproksimacije kratkoročnih obračunskih veličina, i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti u tri uzastopna obračunska perioda. Cilj testiranja hipoteze *H₂* je potvrđivanje opravdanosti primene modela zasnovanog na promenama neto obrtnog kapitala u objašnjavanju obračunske osnove računovodstva i utemeljenosti pretpostavke da obračunske komponente obrtnog kapitala dovode do pravilnije alokacije novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti. Rezultati ocenjivanja modela na svakom pojedinačnom preduzeću iz uzorka pokazali su da se prošlim, tekućim i budućim novčanim tokovima može objasniti veliki deo varijacija u obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala, kao i da su promene u neto obrtnom kapitalu negativno povezane sa tekućim novčanim tokovima, a pozitivno povezane sa novčanim tokovima prethodnog i narednog obračunskom perioda.

H₃: Agregatna mera kvaliteta objavljenih neto rezultata ne koincidira nužno sa kvalitetom finansijskih performansi.

Hipoteza *H₃* imala je za cilj preciziranje aspekata kvaliteta koje pokriva agregatna mera, odnosno definisanje njenih informacionih ograničenja. Uzimajući u obzir činjenicu da je agregatna mera kvaliteta, najvećim delom, rezultat osobina koje računovodstveni rezultati ispoljavaju u svom ponašanju kroz vreme, njeni informacioni dometi mogu se dovesti u vezu sa procenjivanjem pouzdanosti objavljenih računovodstvenih rezultata kao osnove za projektovanje budućih finansijskih performansi, na šta prezentovani rezultati ukazuju. To podrazumeva da ona nije odraz stepena usklađenosti finansijskih izveštaja sa propisanim okvirom finansijskog izveštavanja, jer je ovaj aspekt kvaliteta podrazumevani preduslov, koji mora biti ispunjen kako bi agregatna mera mogla vršiti svoju informacionu funkciju u proceni drugih aspekata kvaliteta. Osim toga, rezultati sugerišu da agregatna mera ima sposobnost da, u prvom krugu, detektuje preduzeća sa ozbiljnim finansijskim problemima, ali da ne može prepoznati izvrsna rentabilitetna ostvarenja u situacijama kada su u celini, ili delimično, tranzitornog karaktera zbog čega nemaju ni visok stepen održivosti. Hipoteza *H₃* je testirana poređenjem prosečne vrednosti ranga agregatne mere kvaliteta po privrednim sektorima,

pravnoj formi preduzeća, učestalosti pojave gubitaka, dužini trajanja operativnog ciklusa, visini učešća neto rezultata u ukupnoj imovini i analizom poduzorka javnih preduzeća.

H₄: Nivo kvaliteta informacija o finansijskim performansama determinisan je individualnim karakteristikama preduzeća (veličinom, volatilnošću novčanih tokova, volatilnošću stope prinosa na ukupna ulaganja, učestalošću pojave gubitaka, stepenom zaduženosti i pripadnošću privrednom sektoru).

Hipoteza je testirana na bazi višestrukog regresionog modela u kome je agregatna mera kvaliteta neto dobitka - zavisna promenljiva, dok su objašnjavajuće promenljive - naučno utemeljene aproksimacije individualnih karakteristika preduzeća (veličine, dobitnih performansi, stepena zaduženosti, dužine operativnog ciklusa, volatilnosti novčanih tokova, pripadnosti sektoru i dr.). S obzirom na to da je agregatna mera kvaliteta za svako preduzeće izvedena na bazi podataka iz finansijskih izveštaja, kao prosečna vrednost u vremenskom periodu od devet godina (2009-2017), ona varira samo između preduzeća ali ne i kroz vreme. Shodno tome, nezavisne promenljive (individualne karakteristike preduzeća), izvedene su ili kao standardna devijacija određenih pokazatelja iz finansijskih izveštaja za pomenuti vremenski period, ili kao njihov prosek. Za ocenu višestrukog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta neto dobitka, korišćeni su standardni ekonometrijski modeli. Zaključak da se agregatna mera kvaliteta, definisana istraživanjem, može primenjivati u privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala sa kapacitetima koji ne odstupaju značajnije od kapaciteta agregatnih mera koje obuhvataju i indikatore sa tržišta kapitala, a korišćene su u međunarodnim istraživanjima, jedan je od najznačajnijih doprinosa ove disertacije.

H₅: U makroekonomskom okruženju koje nepovoljno utiče na strukturu finansiranja preduzeća, stopa prinosa na vlasnički kapital (ROE) je inferiorna determinanta kvaliteta objavljenih informacija o finansijskim performansama u odnosu na stopu prinosa na ukupna ulaganja (ROA).

Nakon promene specifikacije višestruke regresije kojom je testirana hipoteza H_4 , na način da je objašnjavajuća promenljiva zasnovana na stopi prinosa na ukupna ulaganja, zamenjena promenljivom zasnovanom na stopi prinosa na vlasnički kapital, hipoteza je testirana poređenjem značajnosti ocenjenih regresionih koeficijenata ovih objašnjavajućih promenljivih. Testiranje je potvrdilo očekivanja da stopa prinosa na vlasnički kapital nema statistički značajan doprinos u objašnjavanju varijacija u rangu agregatne mere kvaliteta, iz dva razloga. Prvi razlog je visoka zaduženost velikih srpskih preduzeća koja značajno smanjuje učešće sopstvenog kapitala u finansijskoj strukturi sa jedne strane, i skroman profitni potencijal velikih srpskih preduzeća sa druge strane, što sinergetski pomera fokus investitora sa ostvarivanja što više stope prinosa na uloženi kapital, na održavanje dostignutog nivoa poslovnih aktivnosti, jer ih i najmanji pad u obimu aktivnosti izlaže riziku erodiranja uloženog kapitala. Drugi razlog je jednostavan obrazac izračunavanja ove stope, koji marginalizuje relevantne informacije za procenu kvaliteta objavljenih finansijskih performansi.

H₆: Intenzitet i značaj uticaja pojedinih determinanti na agregatne mere kvaliteta dobijene na bazi različitih pokazatelja uspešnosti značajno se razlikuju.

Nakon izvođenja agregatnih mera kvaliteta za tri pokazatelja rentabilnosti preduzeća (neto dobitka pre oporezivanja, dobitka pre ostalih prihoda i rashoda i poslovnog dobitka), hipoteza

je testirana poređenjem veličine i značajnosti ocenjenih parametara različitih specifikacija prostih i višestrukih linearnih regresionih modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatne mere kvaliteta, u kojima se menja zavisna promenljiva. Rezultati sugerišu da se smanjenjem obuhvatnosti računovodstvenih pokazatelja ostvarenih finansijskih performansi, umanjuje i upotrebna vrednost agregatnih mera kvaliteta koje su na takvim pokazateljima zasnovane.

Doktorska disertacija doprinosi razvoju domaće literature na području kvaliteta finansijskog izveštavanja jer sveobuhvatno sistematizuje i detaljno analizira: probleme definisanja i merenja kvaliteta računovodstvenih informacija; percepcije kvaliteta koje se mogu značajno razlikovati između pojedinačnih korisnika finansijskih izveštaja; rezultate velikog broja istraživanja na području kvaliteta; koristi i ograničenja postojećih modela; razlike u ambijentima razvijenih i tranzicionih privreda koje impliciraju neophodnost različitih pristupa merenju kvaliteta finansijskih informacija; kao i veliki broj faktora koji opredeljuju nivo dostignutog kvaliteta. Mnogobrojna empirijskih istraživanja na ovom području, koja su vršena, uglavnom, u privredama sa razvijenim tržištima kapitala, ukazuju na aktuelnost i relevantnost obrađene teme, dok njihovi nejednoznačni, često konfliktni rezultati upućuju na kompleksnost, ozbiljnost i izazovnost teme. Paradoksalno je, međutim, da se istraživanja kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, tek od nedavno, sprovode u privredama u razvoju, i da je u Srbiji njihov broj izuzetno skroman. Imajući sve ovo u vidu, kao i nespornu i neizostavnu ulogu kvalitetnog sistema finansijskog izveštavanja u razvoju korporativnog ambijenta, može se zaključiti da je problematika predmetnog istraživanja u skladu sa globalnim naučnim trendovima, te da je realizacija istraživanja bila ne samo opravdana, već i preko potrebna. Doktorska disertacija doprinosi popunjavanju velikog praznog prostora u empirijski zasnovanim ocenama kvaliteta finansijskog izveštavanja srpskih preduzeća i ima za cilj da motiviše domaće autore na ekstenzivno angažovanje intelektualnih i svih ostalih resursa usmerenih na uključivanje Srbije u međunarodni računovodstveni uzorak i promovisanje značaja kvalitetnih računovodstvenih informacija.

Osim teorijske nadogradnje postojećeg nivoa znanja o kvalitetu finansijskih izveštaja, pre svega o kvalitetu informacija o dobitku, u aplikativnom smislu, ova disertacija pruža doprinos koncipiranjem modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta računovodstvenog dobitka, koji je autentičan iz najmanje dva razloga. Prvi razlog odnosi se na činjenicu da je model u potpunosti prilagođen tranzicionim privredama sa plitkim i nedovoljno likvidnim tržištima kapitala, i s tim u vezi, obuhvata maksimalan broj atributa kvaliteta merljivih u ovakvim okolnostima. Drugi razlog odnosi se na to da su, koliko nam je poznato, agregatne mere kvaliteta, do sada isključivo korišćene za rangiranje i poređenje između zemalja, dok je u ovom istraživanju učinjen napor da se agregatne mere definišu i spuste na nivo preduzeća, kako bi se, rangiranje moglo vršiti u okvirima nacionalnih privreda. Oblikovani model(i), u praktičnom smislu, mogu pomoći širokom krugu korisnika (pre svega sadašnjim i potencijalnim investitorima, kao i poveriocima) u procenjivanju vrednosti preduzeća i procenjivanju sa njima povezanim informacionim rizicima.

Konačno, ovo istraživanje, sudeći po, iako metodološki relativno doslednoj, ali dovoljno deskriptivnoj komparativnoj analizi agregatne mere upravljanja dobitkom, ukazuje na poražavajuća „dostignuća“ najvećih srpskih preduzeća u pogledu kvaliteta finansijsko-

računovodstvenih informacija, alarmantno upućujući na goreću potrebu posvećivanja države ovoj fundamentalnoj determinanti razvoja tržišta kapitala i privrede, bez koje nije moguće kreirati pouzdan i siguran informacioni ambijent sa potencijalom privlačenja domaćih i stranih investitora.

I INSTITUCIONALNI OKVIR KVALITETA FINANSIJSKOG IZVEŠTAVANJA

1. Konceptualni okvir finansijskog izveštavanja: determinante korisnosti

Prema Međunarodnoj organizaciji za standardizaciju – ISO (engl. International Organisation for Standardization), kvalitet je termin relativnog značenja i definiše se kao „stepen (nivo) u kome skup inherentnih karakteristika objekta ispunjava zahteve“ (ISO 9000: 2015 Vocabulary - Quality and Safety Mgt System). Svaki element ove, najčešće navođene definicije, implicira određenu sadržinu: stepen (nivo) - ukazuje na to da je kvalitet varijabilna kategorija koja se može gradirati; skup inherentnih karakteristika - podrazumeva da kvalitet čini više osobina ili atributa koji su nerazdvojivo povezani sa objektom čiji se kvalitet želi oceniti; objekat - se može odnositi na materijalne i nematerijalne, uočljive i neuočljive kategorije; zahtevi - impliciraju potrebe i očekivanja korisnika u najširem smislu. Dakle, kvalitet je, u svakodnevnom govoru, često pominjan izraz čija je suština mnogo kompleksnija nego što se na prvi pogled čini. Pre svega iz razloga što je sadržina pojma kvaliteta zapravo određena perspektivom posmatranja. Javna dostupnost i primarno informaciona uloga finansijskih izveštaja impliciraju mnoštvo perspektiva iz kojih se njihov kvalitet može ocenjivati, pa je analizu neophodno započeti determinantama kvaliteta računovodstvenih informacija, definisanim Konceptualnim okvirom finansijskog izveštavanja.

Sa stanovišta najznačajnijih međunarodnih računovodstvenih regulatornih tela, Odbora za međunarodne računovodstvene standarde – IASB (engl. International Accounting Standards Board) i Odbora za standarde finansijskog računovodstva – FASB (engl. Financial Accounting Standards Board), kvalitet računovodstvenih informacija opredeljen je skupom njihovih karakteristika koje ih čine korisnim, i kojima svaki napravljeni računovodstveni izbor mora težiti. Naime, fleksibilnost je osobina imanentna prirodi računovodstvenog sistema, zbog čega je u svakom koraku procesa finansijskog izveštavanja potrebno doneti određene odluke. Na prvom mestu, neophodno je definisati imovinu, obaveze, prihode i rashode, kao i kriterijume koje ove kategorije moraju zadovoljiti kako bi bile priznate u finansijskim izveštajima. Izbori se moraju praviti i u pogledu koncepata vrednovanja (koncept istorijskih troškova, koncept tekućih troškova, koncept fer vrednosti, koncept neto ostvarive vrednosti, koncept sadašnje vrednosti očekivanih novčanih tokova), i metoda alokacije troškova na periode. Preciziranje nivoa raščlanjavanja (agregiranja) informacija koje će biti publikovane u finansijskim izveštajima i odabir podataka koji će biti obelodanjeni i obrazloženi u Napomenama uz finansijske izveštaje su dodatni primeri koji mogu poslužiti kao ilustracija važnih izbora koji proizilaze iz procesa finansijskog izveštavanja.

Osim toga, važno je napomenuti da je moguće identifikovati najmanje tri nivoa na kojima se računovodstveni izbori prave. Primarnu selekciju (prvi nivo) vrše odbori nadležni za definisanje računovodstvenih standarda koja imaju profesionalni autoritet da zahtevaju od privrednih subjekata određeni način finansijskog izveštavanja ili da zabrane primenu

neprihvatljivih računovodstvenih metoda. Nacionalna zakonodavna tela, na drugom nivou selekcije određuju da li će sistem finansijskog izveštavanja biti utemeljen na međunarodnoj, regionalnoj ili nacionalnoj regulativi, kakva će biti sadržina i struktura finansijskih izveštaja, a kolika učestalost njihovog sastavljanja. Treći nivo selekcije je u ingerenciji izveštajnih entiteta. Iako se sa povećanjem broja usvojenih računovodstvenih standarda, opseg individualnih izbora ograničava, različiti načini na koje je standarde moguće implementirati, kao i odabir alternativa za računovodstveno obuhvatanje događaja, transakcija i okolnosti koji standardima nisu regulisani, uvek će ostavljati dovoljno prostora za subjektivno prosuđivanje i vođenje manje ili više efikasnih računovodstvenih politika koje mogu poslužiti kao instrumenti ostvarivanja određenih ciljeva. U tom smislu, da bi računovodstvene informacije bile poželjan i vredan resurs, moraju se odlikovati hijerarhijom kvalitativnih karakteristika među kojima je najvažnija korisnost u procesu donošenja odluka.

Odbor za međunarodne računovodstvene standarde objavio je Okvir za pripremu i prezentaciju finansijskih izveštaja još davne 1989. godine. Nedugo nakon toga otpočele su fazne aktivnosti njegovog revidiranja sa ciljem da se u što većoj meri izađe u susret informacionim potrebama korisnika finansijskih izveštaja. Taj proces završen je u martu 2018. godine objavljivanjem Konceptualnog okvira finansijskog izveštavanja - konačnog, integralnog i jedinstvenog bazičnog dokumenta, na kome se temelji celokupna profesionalna regulativa.

Nakon višedecenijske primene MRS (Međunarodnih računovodstvenih standarda) i MSFI (Međunarodnih standarda finansijskog izveštavanja) u velikom krugu zemalja, IASB je bio u mogućnosti da preciznije definiše probleme i posledice sa kojima se izveštajni entiteti suočavaju u komunikaciji sa korisnicima putem finansijskih izveštaja. Zbog toga, u svakoj fazi revidiranja Konceptualnog okvira, preispitivanja nisu bili pošteđeni čak ni osnovni postulati, koji se odnose na cilj izveštavanja, krug korisnika i determinante kvaliteta računovodstvenih informacija.

1.1 Fundamentalne determinante korisnosti

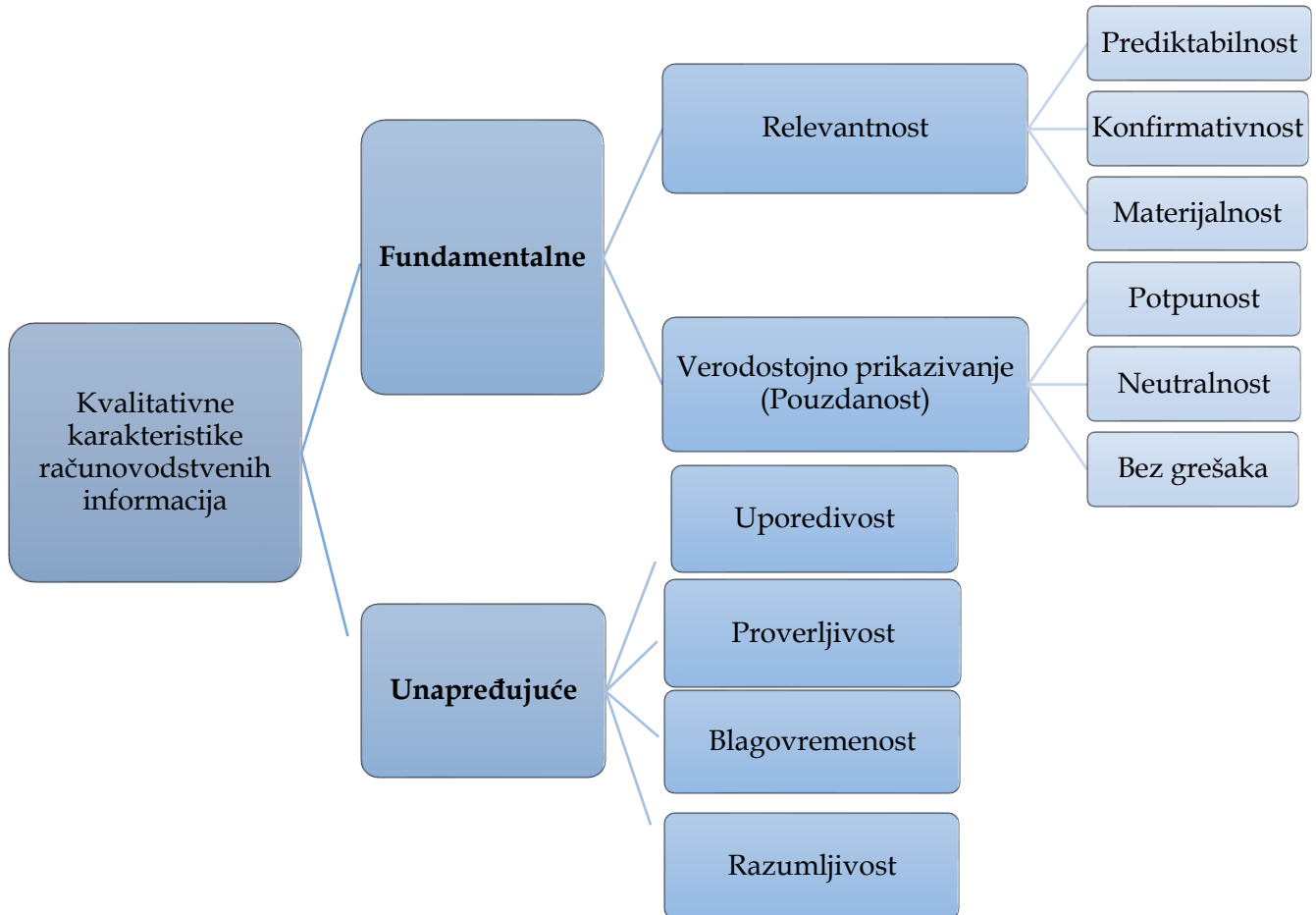
Cilj finansijskog izveštavanja (opšte namene) je da obezbedi finansijske informacije o izveštajnom subjektu koje su sadašnjim i potencijalnim investitorima i poveriocima korisne u procesu donošenja odluka povezanih sa obezbeđivanjem resursa izveštajnom entitetu (IFRS - Conceptual Framework for Financial Reporting, 2018, p. 8). Dakle, kvalitet finansijskih izveštaja određen upravo stepenom njihove korisnosti u procesu odlučivanja o alokaciji ograničenih resursa.

Konceptualni okvir definiše šest kvalitativnih karakteristika finansijskih informacija koje opredeljuju njihovu korisnost, pri čemu ih segmentira u dva nivoa (Slika 1). Prvi nivo su fundamentalne karakteristike i njih čine relevantnost i verodostojno prikazivanje. Drugi nivo su unapređujuće karakteristike u koje spadaju: uporedivost, proverljivost, blagovremenost i razumljivost.

Da bi bile korisne, informacije sadržane u finansijskim izveštajima moraju imati obe fundamentalne kvalitativne karakteristike. Nivoi relevantnosti i pouzdanosti (verodostojnog prikazivanja) mogu se razlikovati između računovodstvenih informacija, jer se relevantnost može poboljšavati po cenu niže pouzdanosti, i obrnuto, ali se kompromis (trade-off) ne sme postići na način da se potpuno izgubi jedna od fundamentalnih determinanti kvaliteta.

Preferencije ka većoj relevantnosti (pouzdanosti) izraženije su u određenim modelima odlučivanja, ili među određenim grupama korisnika finansijskih izveštaja u odnosu na druge, pa se konsenzus o relativnoj važnosti ovih karakteristika ne može postići na opštem nivou. Generalna saglasnost ipak postoji oko toga da bi, izostanak jedne od determinanti, doveo ne samo do narušavanja korisnosti finansijskih informacija, već i do navođenja korisnika na donošenje pogrešnih investicionih odluka, čime bi u pitanje bila dovedena efikasnost funkcionisanja tržišta i privrede u celini.

Slika 1. Hijerarhija kvalitativnih karakteristika računovodstvenih informacija



Izvor: Izrada autora prema IFRS - *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2018.

Relevantnost, kao fundamentalna karakteristika finansijske informacije, je njena „sposobnost da napravi razliku u odlukama koje donose korisnici“ (IFRS - *Conceptual Framework for Financial Reporting*, 2018, p. 14), pomažući im u formiranju projekcija ishoda prošlih, sadašnjih i budućih događaja, ili potvrđujući/korigujući njihova očekivanja. Dakle, relevantnost se operacionalizuje kroz prediktivnu i/ili konfirmativnu vrednost informacije. Finansijske informacije, same po sebi, ne moraju biti projekcije, da bi bile korisne u formulisanju, potvrđivanju ili menjanju očekivanja donosioca odluka u pogledu budućih događaja ili ishoda. Da bi informacija imala prediktivnu vrednost, dovoljno je da se može koristiti kao ulazni podatak u procesu predviđanja budućih ishoda tj. da na osnovu računovodstvene informacije

korisnici finansijskih izveštaja mogu graditi svoja očekivanja o budućim performansama izveštajnog entiteta.

Konfirmativnost je sposobnost informacije da potvrdi ili promeni prošla ili sadašnja očekivanja korisnika zasnovana na ranijim evaluacijama. Sposobnost predviđanja i sposobnost potvrđivanja u međusobnoj su sprezi: ukoliko finansijski izveštaji pružaju korisnicima povratnu informaciju o posledicama prošlih događaja i transakcija, i pomažu im da razumeju kako su prošle odluke i aktivnosti menadžmenta uticale na sadašnji finansijski i rentabilitetni položaj preduzeća, onda im omogućavaju da ocene koliko su uspešna bila njihova predviđanja u ranijim periodima, ali i da koriguju svoja očekivanja u budućnosti. Bilo da povećava verovatnoću realizacije prethodno formulisanog očekivanja (potvrđuje) ili značajno menja prethodno percipiranu verovatnoću realizacije mogućeg ishoda, relevantna računovodstvena informacija pravi razliku za korisnike. Relevantnost informacija se može posmatrati i u kontekstu odluka koje su već donete, ukoliko mogu potvrditi ili promeniti stepen neizvesnosti u realizaciji rezultata ranijih odluka (bez uticaja na promene u odlukama).

Osim prediktivne i konfirmativne vrednosti, materijalnost računovodstvenih informacija je, u Konceptualnom okviru, pridružena kao strukturni element relevantnosti, imajući u vidu da se materijalno značajnim smatraju one informacije čije izostavljanje ili pogrešno prikazivanje može napraviti razliku u procesu donošenja odluka. Prosuđivanje o materijalnoj značajnosti određene stavke uslovljeno je ne samo njenom kvantitativnom veličinom već i njenom prirodom, kao i kontekstom (ne)obelodanjivanja, pa nijedan od odbora (IASB i FASB) ne definišu pragove materijalnosti. Primera radi, pogrešna klasifikacija sredstva može biti materijalno značajna ukoliko menja relativni odnos između stalnih i obrtnih sredstava, i materijalno beznačajna ako menja relativan odnos pozicija u okviru grupe Nekretnine, postrojenja i oprema. Takođe, činjenica da tranzitorni iznosi prihoda nisu posebno obelodanjeni (izdvojeni) ima različitu materijalnu značajnost u zavisnosti od toga da li takav prihod uzrokuje, ili ne uzrokuje, da se neto gubitak (koji bi bio prikazan u bilansu uspeha da tranzitornog prihoda nije bilo) pretvori u neto dobitak. Zbog toga je materijalnost karakteristika finansijskih informacija koja je podložna relativnom, a ne apsolutnom, odmeravanju u odnosu na specifičnosti preduzeća i okolnosti. Njena široko prožimajuća priroda sa jedne strane, i nemogućnost postavljanja jasne granice između materijalno značajnih i beznačajnih informacija, sa druge strane, čine je visoko zavisnom od ostalih fundamentalnih karakteristika i ograničavaju izdvajanje materijalnosti kao posebnog kvalitativnog koncepta.

Da bi finansijski izveštaji pružili korisne informacije, ekonomski resursi, obaveze, kao i transakcije i događaji koje ih menjaju, moraju biti verodostojno prikazani. To znači da u prezentovanju informacija prioritet uvek treba dati suštini ekonomskog fenomena koji se prikazuje čak i onda kada je ona različita od pravne forme. Prezentovanjem potpunih, neutralnih i informacija koje ne sadrže greške, u velikoj meri se postiže verodostojnost¹. Potpunost podrazumeva obelodanjivanje svih materijalno značajnih informacija (uključujući

¹ Korisnost računovodstvenih informacija je, prema FASB-u, opredeljena relevantnošću i pouzdanošću, pri čemu su verodostojno prikazivanje, proverljivost i neutralnost strukturni elementi pouzdanosti. Kako je u SFAC No.2 (1980, p. 18) navedeno da pouzdanost počiva na verodostojnosti kojom finansijski izveštaji prikazuju ono što bi po svojoj svrsi trebalo da prikažu, pri čemu u IASB-ovom Konceptualnom okviru pouzdanost, kao kvalitativna karakteristika finansijskih informacija nije definisana, ova dva termina će, nadalje, biti korišćena kao sinonimi.

opise i objašnjenja) koje su korisnicima neophodne da bi razumeli ekonomski fenomen. To podrazumeva da se o svakoj grupi sredstava (obaveza) moraju obelodaniti informacije u vezi sa: njihovom prirodom, vrednošću (sa objašnjenjem da li ta vrednost predstavlja istorijske troškove ili fer vrednost), značajnim faktorima i okolnostima koji mogu uticati na promenu njihovog kvaliteta i prirode, i postupkom koji je korišćen prilikom njihovog vrednovanja. Jasno je da finansijski izveštaji ne mogu prikazati sve informacije, ali se oni koje ne sadrže materijalno značajne informacije poistovećuju sa geografskim kartama (mapama) koje, iako pouzdane, ne prikazuju most preko reke koji realno postoji, što korisnicima može uzrokovati dodatne, nepotrebne troškove (FASB, SFAC No. 2, 1980, p. 21). Usled toga se potpunost, u granicama izvodljivosti (troškova), smatra neophodnom komponentom obe fundamentalne kvalitativne determinante kvaliteta računovodstvenih informacija.

Verodostojno prikazivanje u konačnoj verziji Konceptualnog okvira se u velikoj meri oslanja na koncept neutralnosti koji eliminiše bilo kakvu vrstu pristrasnosti i manipulacija u selekciji, odmeravanju i prezentovanju finansijskih informacija. Neutralnost se, ipak, ne može poistovetiti sa odsustvom svrhe ili uticaja na ponašanje korisnika. Naprotiv, ona sugeriše da proces formulisanja i implementiranja računovodstvenih standarda za svrhu mora imati dostizanje definisanog cilja finansijskog izveštavanja, a ne dostizanje željenog rezultata, niti prikazivanje prebojene slike finansijskog i rentabilitetnog položaja kojom se ponašanje usmerava u određenom pravcu. Dakle, računovodstvena neutralnost je kriterijum za evaluaciju računovodstvenih politika, imajući u vidu da se sa povećanjem informacione pristrasnosti, smanjuje kredibilitet finansijskih izveštaja. Osim toga, neutralnost doprinosi manjoj verovatnoći favorizovanja interesa jedne grupe korisnika. U tom smislu je u Konceptualnom okviru došlo i do redefinisavanja koncepta računovodstvene opreznosti. Ona je ograničena isključivo na procenjivanje u uslovima neizvesnosti, sa ciljem dobijanja neutralnih procena. Ovako definisana „uslovna opreznost“ ne dozvoljava procenjivanje ili potcenjivanje računovodstvenih kategorija, dok se asimetričnost kriterijuma za priznavanje toleriše samo u slučajevima (standardima) u kojima za posledicu ima odabir najrelevantnijih a pouzdanih informacija.

Verodostojnost ne implicira ni izvesnost, ni preciznost. Posledično, izveštavanje o intervalima (procenjenih) vrednosti ili verovatnoćama koje se mogu pripisati različitim vrednostima mogu biti pouzdaniji način pružanja informacija donosiocima odluka od jedinstvene vrednosti računovodstvene kategorije i neizvesnosti koja je okružuje. Na taj način je potrebno razumeti i zahtev da finansijske informacije ne smeju sadržati greške. Ova karakteristika ne podrazumeva tačnost računovodstvenih informacija u svim aspektima, već pruža garanciju da je proces dobijanja informacija odabran i implementiran bez grešaka. Primera radi, procena neuočljive cene ili vrednosti ne može biti tačna ili netačna, ali može biti pouzdana ili verodostojna ukoliko je iznos procene jasno objašnjen, uz navođenje prirode i ograničenja metodologije kojom je dobijena. Ovakve procene su esencijalna komponenta pripreme finansijskih izveštaja pa ni visok nivo neizvesnosti ne mora nužno umanjiti njihovu sposobnost pružanja korisnih informacija.

1.2 Unapređujuće determinante korisnosti

Unapređujuće (poboljšavajuće) kvalitativne karakteristike su poželjni atributi finansijskih informacija. Njihovom maksimizacijom se može podići kvalitet finansijskih izveštaja samo pod uslovom da oni imaju oba fundamentalna atributa. Uporedive, proverljive, blagovremene i razumljive informacije nisu a priori korisne, jer mogu verodostojno odražavati nevažne ekonomske fenomene (ili prikazivati relevantne ekonomske fenomene na neverodostojan način).

Veliki broj odluka koje donose korisnici finansijskih izveštaja počivaju na izboru između različitih alternativa. Potreban (ali ne i dovoljan) uslov donošenja kvalitetnih odluka je da se alternative mogu porediti, iz čega i proizilazi zahtev komparabilnosti finansijskih informacija. Uporedivost je kvalitativna karakteristika računovodstvenih informacija koja omogućava donosiocima odluka da detektuju i bolje razumeju sličnosti i razlike: u kvantitativnim veličinama određenih pozicija preduzeća u različitim obračunskim periodima; i u finansijskom i rentabilitetnom položaju analiziranih privrednih subjekata. Poteškoće finansijskog poređenja preduzeća, uzrokovane upotrebom različitih računovodstvenih metoda, dugi niz godina smatrane su glavnim podsticajem razvoja računovodstvenih standarda. Iako je inicirala razvoj profesionalne regulative, uporedivost je danas samo unapređujuća karakteristika koja se stavlja u funkciju relevantnosti i pouzdanosti, što znači da se zarad povećanja stepena komparabilnosti, nijedna od veličina koje su predmet poređenja ne sme dobiti metodom koja redukuje relevantnost ili verodostojnost informacija. S toga bi se moglo reći da komparabilnost nije kvalitativna karakteristika računovodstvenih informacija, već karakteristika kvaliteta veze koja postoji između računovodstvenih informacija. Konzistentnost u primeni računovodstvenih principa i metoda, iz perioda u period u okviru jednog izveštajnog entiteta, i između preduzeća u okviru istog obračunskog perioda, instrument je kojim se pospešuje uporedivost. Ipak, preterano insistiranje na konzistentnosti može ugroziti dalji razvoj računovodstva. Srećom, zamena prevaziđenih računovodstvenih metoda, savremenijim metodama koje su primerenije novonastalim okolnostima, može se obaviti bez preteranog ugrožavanja uporedivosti finansijskih informacija perioda pre i nakon zamene, ukoliko se efekti ovih promena adekvatno obelodane. Žrtvovanje konzistentnosti prihvatljivo je ako se od izmena računovodstvenih politika očekuju značajna poboljšanja u ostalim kvalitativnim karakteristikama finansijskih informacija, koja prevazilaze troškove obelodanjivanja efekta promena.

Smisao proverljivosti kao determinante kvaliteta finansijskih informacija je da omogući razuman stepen uveravanja da računovodstveni pokazatelji verno prezentuju ekonomske kategorije i pojave koje bi po svojoj svrsi trebalo da predstavljaju. Proverljive računovodstvene informacije su one koje za ishod imaju rezultate koji bi bili dobijeni i u ponovljenom procesu, od strane informisanih i nezavisnih profesionalaca, a uz korišćenje iste metodologije. Ovako definisana, proverljivost ne doprinosi ni relevantnosti ni pouzdanosti. Ne ulazeći u ocenu podobnosti primenjenih metoda merenja, proverljivost, u velikom broju slučajeva, pruža samo garanciju da su proceduralna pravila primenjena pažljivo i nepristrasno. U tom smislu, ona doprinosi minimiziranju pristrasnosti u procesu merenja, pre nego minimiziranju pristrasnosti samih računovodstvenih informacija. Neke računovodstvene informacije, kao što su npr. količina novca u blagajni, ili cena koja je plaćena za neko sredstvo, mogu biti direktno

verifikovane, čime se odstranjuje svaka vrsta pristrasnosti. Druge pak, poput troškova amortizacije, dopuštaju samo indirektnu verifikaciju koja podrazumeva proveru veličina koje su ušle u obračun, proveru primenjene formule i rekalkulaciju rezultata, što onemogućava otklanjanje pristrasnosti koja može postojati u procesu selekcije računovodstvene (amortizacione) metode. Niži hijerarhijski značaj proverljivosti, kao obeležja kvaliteta, jasno se može uočiti na primeru računovodstvenih informacija, kao što su objašnjenja i očekivanja, koje mogu biti visoko relevantne, pa čak i pouzdane, a da su pri tom gotovo neproverljive. Obelodanjivanje pretpostavki, faktora i okolnosti koje ih podržavaju, donekle redukuje problem, omogućavajući zadržavanje u finansijskim izveštajima neproverljivih informacija koje imaju fundamentalne kvalitativne karakteristike.

Blagovremenost je sporedni aspekt relevantnosti, i podrazumeva da računovodstvene informacije moraju stići do korisnika u periodu u kome imaju kapacitet da utiču na njihove odluke. Pravovremenost sama po sebi, ne čini informacije relevantnim, dok sa druge strane, zakasnela dostupnost informacija degradira njihovu relevantnost. Brzina pružanja finansijskih informacija može se prilagođavati u korist ili na štetu drugih kvalitativnih karakteristika. Ponekad donosioci odluka više vrednuju brze, a neprecizne računovodstvene procene, od preciznijih na koje moraju dugo čekati. Na taj način se, žrtvovanje određenog stepena pouzdanosti, pod pretpostavkom da on nije materijalno značajan, nadomešta povećanjem relevantnosti, i unapređenjem opšte korisnosti finansijskih informacija. Sledi da je brzina obelodanjivanja računovodstvenih informacija često ishod balansiranja između relevantnosti i pouzdanosti, pri čemu je važno da konačni ishod bude uvećanje korisnosti računovodstvenih informacija, bez obzira na relativan uticaj komponenti koje je čine.

Razumljivost kao determinanta kvaliteta finansijskih izveštaja je funkcija dva faktora: sposobnosti (veština) korisnika računovodstvenih informacija i prirode računovodstvenih informacija. Kao ni bilo koji drugi alat, ni finansijske informacije ne mogu biti od velike pomoći korisnicima koji ne mogu ili ne žele da ih koriste, kao ni onima koji ih koriste pogrešno. To ne znači da su finansijski izveštaji namenjeni isključivo računovodstvenim profesionalcima, naprotiv, u njima sadržane informacije trebalo bi da budu razumljive svakom ko ima „razuman stepen poznavanja poslovne i ekonomske aktivnosti, te spremnost da informacije proučava sa očekivanim stepenom revnosti“ (IFRS - Conceptual Framework for Financial Reporting, 2018, p. 19). Priroda ekonomske pojave predstavljene finansijskom informacijom ponekad može biti toliko kompleksna, da je čak ni korisnici koji zadovoljavaju pomenute kriterijume, ne mogu razumeti bez profesionalne pomoći. Ukoliko takve informacije razume i koristi izuzetno uzak krug donosioca odluka, troškovi njihovog dobijanja nadilaze koristi njihove upotrebe, pa je njihovo izostavljanje iz finansijskih izveštaja indikovano. Sa druge strane finansijski izveštaji ne smeju isključivati relevantne finansijske informacije samo zato što određena grupa korisnika nema sposobnost njihovog razumevanja, ili je odabrala da ih ne koristi. U tom smislu, adekvatno klasifikovanje, sažimanje/rašćlanjavanje, obeležavanje i jasno prezentovanje finansijskih informacija, predstavljaju minimalan napor koji izveštajni entiteti mogu učiniti kako bi finansijski izveštaji bili razumljiviji širem krugu korisnika.

Na kraju je potrebno podvući da su sve kvalitativne karakteristike u svom konačnom obliku i konkretnoj situaciji, ishod odmeravanja troškova i koristi. Ukoliko koristi posedovanja računovodstvene informacije ne prevazilaze troškove njenog dobijanja, vrlo je verovatno da

tražnja za takvom informacijom u budućnosti neće postojati. Ono što finansijske informacije razlikuje od ostalih dobara kojima se trguje na tržištima, je to što koristi nisu ograničene isključivo na korisnike, niti troškove podnose isključivo oni koji informacije proizvode, već su i troškovi i koristi široko diversifikovani. Javni karakter finansijskih izveštaja implicira da najveći deo troškova koji se odnose na prikupljanje i obradu podataka, sastavljanje i objavljivanje finansijskih izveštaja, njihove revizije, dodatna obelodanjivanja koji mogu dovesti do gubitka konkurentne prednosti, kao i eventualne posledice sudskih sporova koji se pokreću usled štete nanete korisnicima, podnose izveštajni entiteti. To ipak ne znači da korisnici finansijskih informacija ne moraju snositi troškove njihove analize, interpretacije i odbacivanja nepotrebnih informacija, a najveći od svih troškova korisnika se meri gubicima koje pretrpe ukoliko odluke zasnivaju na nekvalitetnim, pogrešnim ili falsifikovanim računovodstvenim informacijama.

Generalno posmatrano, koristi kvalitetnih finansijskih izveštaja su, za sve grupe stejkholdera, u najmanju ruku, teško sagledive i nemerljive. Osim što direktno doprinose efikasnijem ugovaranju i odlučivanju, čime se povećava materijalno bogatstvo investitora i poverilaca, doprinos stvaranju povoljnijeg poslovnog ambijenta i efikasnijem funkcionisanju tržišta i privrede se indirektno može preneti na individualne korisnike, kroz kvalitetnije sisteme u kojima obavljaju svoju poslovnu i investicionu aktivnost. Sa druge strane, izveštajni entiteti bi, veliki broj informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, prikupljali i proizveli za sopstvenu upotrebu, čak i kada karakter finansijskih izveštaja ne bi bio obavezujući. Deo troškova pripremanja i publikovanja kvalitetnih računovodstvenih informacija, koji nije kompenzovan sopstvenim potrebama, izveštajni subjekti nadoknađuju uživanjem u lakšem pristupu tržištima kapitala, većem stepenu poverenja stejkholdera i boljoj reputaciji.

IASB i FASB, u krovnim dokumentima profesionalne regulative, eksplicitno naglašavaju značaj visoko kvalitetnih finansijskih izveštaja, pružajući precizna objašnjenja sadržine pojedinačnih karakteristika korisnosti računovodstvenih informacija. No, kako je njihova težnja, kvalitetno informisanje širokog kruga korisnika, pri čemu se preferencije ka karakteristikama kvaliteta razlikuju, ne samo među grupama korisnika, već i među korisnicima koji pripadaju istim grupama a u zavisnosti od konteksta odlučivanja, osim davanja hijerarhijskog prioriteta fundamentalnim karakteristikama, u konceptualnim okvirima izostalo je sugerisanje relativnog značaja pojedinih karakteristika u strukturi opšte korisnosti finansijskih informacija.

Veliki finansijski skandali, podržani prevarnim finansijskim izveštavanjem, otkrili su mnoge slabosti sistema finansijskog izveštavanja. Kako regulatorna tela ulažu ogromne napore na unapređivanju profesionalne regulative, kroz kontinuiran i dinamičan proces uvođenja novih i finog štelovanja postojećih standarda, uzroci ovih slabosti pre bi se mogli tražiti u etičkim i profesionalnim odlikama pojedinaca koji se nalaze na prvim linijama odgovornosti. Bez neophodnih kompetencija, stručnosti, objektivnosti, nezavisnosti i integriteta onih koji realizuju diskreciona prava, devalvacija kvaliteta je neminovna u fazi implementacije, zbog čega ni najsavršenija regulatorna rešenja ne mogu dati zadovoljavajuće kvalitativne ishode.

Sa druge strane, fleksibilnost imanentna profesionalnoj regulativi, koja se nametnula kao jedini prihvatljiv način uređivanja kompleksnog sistema finansijskog izveštavanja, pa dolazi do izražaja i kada je u pitanju balansiranje kvalitativnih karakteristika računovodstvenih informacija, otvorila je širok prostor istraživanjima nivoa kvaliteta realizovanog u praksi,

relativnog doprinosa pojedinih determinanti generalnoj korisnosti finansijskih informacija i podsticaja koji, iako sporadično, dovode do oportunističkog tumačenja i primene nerigidnih pravila, suprotno njihovoj suštini.

2. Teorijski okvir istraživanja kvaliteta finansijskog izveštavanja

Do sredine sedamdesetih godina prošlog veka, računovodstvena literatura imala je dominantno normativni karakter i fokus na tome šta bi trebalo da bude sadržaj finansijskih izveštaja. Malo pažnje je posvećivano objašnjavanju kompleksnih fenomena i pojava, kao i formulisanju teorije korporativnog finansijskog izveštavanja u formi konzistentnih, međusobno povezanih hipoteza koje bi bile predmet formalnog testiranja. Pripadnici Ročesterske škole (Watts, Zimmerman, Jensen, Meckling i drugi) uočili su da razvoj normi u finansijskom izveštavanju koje mogu postići definisane ciljeve, zahteva uspostavljanje teorije koja objašnjava i predviđa efekte tih normi. Polazeći od teorije cena, koja pretpostavlja da pojedinci maksimiziraju sopstvenu korisnost na inovativan i kreativan način, oni su videli finansijske izveštaje kao rezultat interakcije između ovako posmatranih pojedinaca, u tržišnom i političkom procesu, čime je započeo razvoj pozitivne računovodstvene teorije.

Watts i Zimmerman (1979) su videli računovodstvenu teoriju kao ekonomsko dobro i istraživali su prirodu ponude i tražnje za ovim dobrom. Oni su smatrali da je regulativa finansijskog izveštavanja ishod političkog procesa u kome pojedinci pokušavaju da iskoriste prinudnu snagu regulacije kako bi postigli transfer bogatstva. Kako su računovodstvena pravila i procedure jedan od načina da se utiče na transfer bogatstva, pojedinci kreiraju tražnju za teorijama koje bi rezultovale propisivanjem pravila koja omogućavaju ovakve željene transfere. Dalje, zbog toga što se interesi pojedinaca međusobno razlikuju, postoji i tražnja po svakom pojedinačnom računovodstvenom pitanju za većim brojem teorija. Upravo ta diversifikacija individualnih interesa sprečava generalni konsenzus oko jedinstvene računovodstvene teorije.

1932. godine Njujorška berza i Američki institut ovlašćenih javnih računovođa (AICPA) otpočeli su saradnju koja je vodila kodifikaciji opšteprihvaćenih računovodstvenih principa. Iste godine, od svih preduzeća koja su se prijavljivala za listiranje na Njujorškoj berzi, bilo je zahtevano da imaju godišnje finansijske izveštaje, revidirane od strane nezavisnih javnih računovođa. Međutim, finansijski izveštaji su dobrovoljno publikovani javnosti i pre nego što je takva obaveza za korporacije uvedena od strane regulatornih tela. Benston (1969) je utvrdio da su još 1926. godine, sve firme, listirane na Njujorškoj berzi (ukupno 333 preduzeća), objavljivale bilans stanja i neto rezultat, da je 55% firmi objavljivalo prihode od prodaje, 45% firmi je obelodanjivalo troškove prodatih proizvoda, a 71% firmi je publikovalo informacije o troškovima amortizacije. Takvi podaci pokazuju da su predstavnici preduzeća (menadžeri) imali podsticaje da obelodanjuju računovodstvene informacije i bez prinude regulatornih tela, jer su odredbe o obelodanjivanju finansijskih informacija bile uključene u ugovore o osnivanju preduzeća, kao i u ugovore o zaduživanju preduzeća. S toga se mogu postaviti dva značajna pitanja: kako se može objasniti dobrovoljno obelodanjivanje računovodstvenih informacija i odakle potiče potreba eksternog regulisanja sadržine i kvaliteta finansijskih izveštaja?

Velika većina ekonomske literature koja se oslanjala na neoklasičnu teoriju preduzeća posmatrala je poslovne organizacije kao „crne kutije“ koje maksimiziraju profit u okruženju u

kome se ugovori sprovode perfektno i bez troškova, apstrahujući time probleme povezane sa nepotpunim informacijama i ograničenim kognitivnim sposobnostima, kao i internu kompleksnost samih preduzeća. U takvim okolnostima, pod teorijom preduzeća se zapravo podvodila teorija tržišta, u kojoj su preduzeća predstavljala važne aktere. Prema North, (1993) nekompletne informacije, koje su pri tom skupe i asimetrično raspoređene između strana u razmeni, kao i ograničene mentalne sposobnosti u procesuiranju informacija, uzrokuju nastanak transakcionih troškova i formiranje institucija čiji je zadatak redukovanje neizvesnosti u razmeni koju obavljaju pojedinci. Značajan zaokret u razvoju teorije preduzeća napravio je Coase (1937) u pionirskom radu u kome je poslovne organizacije posmatrao kao rezultat troškovno efikasnijeg načina tržišnog posredovanja (snižavanja troškova korišćenja cenovnog mehanizma) u uslovima neizvesnosti. On je napravio konekciju između institucija, transakcionih troškova i neoklasične teorije, konekciju koju, kako North smatra, ekonomska profesija ni do danas u potpunosti ne razume.

U osnovi korporativnih preduzeća nalazi se pravna fikcija, kao vešto osmišljen institucionalni aranžman koji je poslužio realizaciji ograničene odgovornosti vlasnika. Jensen i Meckling (1976, p. 311) su, definisali korporativne oblike preduzeća kao „veštačke zakonske tvorevine koje su sačinjene od skupa ugovornih odnosa između pojedinaca i koje karakteriše postojanje deljivih rezidualnih prava na imovinu preduzeća, a koja se mogu otuđiti (prodati) bez saglasnosti drugih ugovornih strana“. Njihova definicija preduzeća proizašla je iz agencijske teorije.

Agencijska veza je ugovor pod kojim jedna ili više osoba (principali) angažuju druge osobe (agente) da izvrše određene usluge u njihovo ime, što podrazumeva i delegiranje autoriteta donošenja odluka. Pod pretpostavkom da obe strane ovog ugovornog odnosa teže da maksimiziraju sopstvenu korisnost, postoji verovatnoća da agenti neće uvek delovati u najboljem interesu principala. Tokom šezdesetih i sedamdesetih godina prošlog veka ekonomisti su istraživali disperziju rizika između pojedinaca i grupa pojedinaca. Agencijska teorija proširila je taj problem na ugovorne strane, principale i agente, koji mogu preferirati različite aktivnosti (jer ih karakteriše različit stepen averzije prema riziku), pri čemu principali nisu uvek u mogućnosti da verifikuju postupke agenata. Jedinica analize agencijske teorije je ugovor između principala i agenta, a fokus teorije je na određivanju efikasnog načina ugovaranja, uzimajući u obzir niz pretpostavki (Eisenhardt, 1989, p. 59):

- pretpostavke ponašanja (lični interesi, ograničena racionalnost i averzija prema riziku),
- organizacione pretpostavke (razmimoilaženje interesa principala i agenata, efikasnost kao kriterijum efektivnosti i informaciona asimetrija),
- informacione pretpostavke (informacija je dobro kojim se trguje),
- ugovorne pretpostavke (moralni hazard, negativna selekcija i podela rizika).

Pripadnici pozitivne agencijske teorije identifikuju situacije u kojima postoje konflikti interesi principala i agenata i nastoje da opišu mehanizme upravljanja koji ograničavaju oportunističko ponašanje agenata. Generalno, oni su sugerisali dva moguća načina predupređivanja agencijskog problema. Prvi način su ishodno orjentisani agencijski ugovori u kojima se nagrade za agente vezuju za povećanje koristi za principale, čime se obe strane usmeravaju na forsiranje istih aktivnosti, a interesi dovode na istu liniju. Drugi način odnosi se na izgradnju informacionog sistema koji će principalima omogućiti da verifikuju ponašanje agenata, a zbog

svoje nadzorne uloge, informacijski sistem ograničava agente u ponašanju koje značajno odstupa od interesa principala. I jedan i drugi način redukuju dva osnovna problema apostrofirana agencijskim ugovorima:

- Moralni hazard (Šta agent radi?) - odnosi se na delovanje agenta koje ne dostiže ugovorom definisan stepen napora, pa čak i na preduzimanje „skrivenih aktivnosti“ koje nisu podređene interesima principala, a koje principali ne mogu otkriti usled inferiorne informacione pozicije; Moralni hazard je posledica činjenice da principali ne mogu direktno kontrolisati i ocenjivati sprovođenje unapred dogovorenih aktivnosti (transakcija);
- Negativna selekcija (Kako agent radi?) - se odnosi na nepotpune informacije koje principal poseduje u pregovorima oko sadržaja ugovora (transakcija) ali i u procesu realizacije ugovora što agentima daje mogućnost da pogrešno prikazuju svoje performanse i ostvarene rezultate angažovanja. Principali, dakle, ne mogu pouzdano proceniti sposobnost agenata da posao obave na pravi način.

Oba problema proizilaze iz neuočljivog ponašanja, pa je središte agencijske teorije pronalaženje balansa između nadzora u ponašanju agenata (informacioni sistem) i transferisanju rizika na agente (kompenzacione šeme). Agencijska teorija etablirala je značaj podsticaja i sebičnih interesa u organizacionom razmišljanju, i ustanovila da je nemoguće, bez dodatnih troškova, osigurati da agenti donose optimalne odluke iz perspektive principala.

Razdvajanje funkcije vlasništva od funkcije upravljanja u korporativnim oblicima preduzeća, dovelo je do toga da se odnos između akcionara (vlasnika) i menadžera u potpunosti uklopi u definiciju agencijske veze, te da se agencijski troškovi definišu (prema: Jensen i Meckling, 1976, p. 308) kao suma:

- Troškova monitoringa (ne uključuju samo troškove posmatranja ponašanja menadžera i merenja njihovih performansi već i troškove revizije, uspostavljanja formalnih internih kontrola, budžetskih restrikcija i podsticajnih kompenzacija za menadžere, kojima se njihovi interesi približavaju interesima vlasnika);
- Troškova obavezivanja (javljaju se u formi ugovornih garancija da će računovodstvene informacije biti revidirane od strane javnih računovođa, obavezivanja menadžera protiv malverzacija i ugovornog ograničavanja moći menadžera u procesu donošenja odluka koje umanjuje verovatnoću da će menadžeri, ostvarujući lične ciljeve, nanositi štetu vlasnicima, dok sa druge strane onemogućavaju menadžere da u potpunosti iskoriste prednosti profitabilnih poslovnih alternativa); i
- Rezidualnih gubitaka (definišu se kao smanjenje bogatstva principala uzrokovano donošenjem odluka od strane agenata koje ne maksimiziraju bogatstvo principala).

Dakle, vlasnici (principali) mogu ograničiti delovanje koje nije na liniji njihovih interesa (nepoželjno ponašanje agenata) ustanovljavanjem adekvatnih podsticaja za agente i/ili monitoring sistema. Bez obzira na neizbežne agencijske troškove, korporativni oblici preduzeća preživeli su tržišni test i suočavanje sa drugim alternativnim načinima ulaganja kapitala, imajući u vidu da milioni pojedinaca dobrovoljno poveravaju ogromne sume kapitala menadžerima, na bazi kompleksnog seta ugovornih odnosa koji suštinski opisuju prava

ugovornih strana, čiji su interesi često u koliziji. Rastuća upotreba korporativnih formi, kao i rast tržišne vrednosti ovih korporacija pokazuju da poverioci i investitori nisu razočarani rezultatima, uprkos agencijskim troškovima koji su svojstveni korporativnim formama organizovanja poslovnih aktivnosti. Zasluge, u velikoj meri, pripadaju računovodstvu i kontrolnim sistemima koji imaju značajnu ulogu u sve tri dimenzije poslovnih organizacija (Jensen, 1983, p. 325):

- merenju performansi;
- sistemima nagrađivanja i kažnjavanja; i
- sistemu diversifikacije ovlašćenja učesnicima unutar preduzeća.

Ekonomija informacija, čiji su tvorci, Akerlof, Spence i Stiglitz, dobili Nobelovu nagradu za ekonomiju 2001. godine, dovela je do revolucije u naučnim istraživanjima omogućavajući bolje razumevanje uloge institucija i forme u kojoj su organizovane. Osim toga, ekonomija informacija (teorija asimetričnih informacija) pružila je intelektualnu podlogu naučnim granama, poput računovodstva, finansija i korporativnog upravljanja, koje su do tada bile lišene adekvatnog teorijskog okvira. Bazična pretpostavka teorije asimetričnih informacija je da tržišta nisu efikasna, te da su javne politike i institucije neophodne, posebno u onim sektorima u kojima informacije imaju značajnu ulogu. Ovo se posebno odnosi na finansijski sektor, iznad svih ostalih, čija je suština u prikupljanju i procesuiranju informacija koje bi trebalo da omoguće efikasnu alokaciju ograničenih resursa. Informaciona simetrija postoji u situacijama u kojima su pojedinci dobro i podjednako informisani pa određena grupa pojedinaca ne može zloupotребiti preferencijalnu informacionu poziciju na štetu ostalih grupa. U realnom svetu, ova pretpostavka je kritična. Informaciona asimetrija u kojoj agenti imaju informacije koje drugima nisu dostupne, predstavlja poseban set problema koji dovode do ozbiljnih distorzija na tržištima. Pride, agenti se mogu angažovati na produbljivanju već postojeće informacione asimetrije, motivisani mogućnošću ostvarivanja dodatnih profita. Zbog toga je uloga regulative, javnih politika i institucija u postavljanju „pravila igre“ od velikog značaja u procesu upravljanja informacijama (više o ovome videtu u: Stiglitz, 2017).

Iz agencijske teorije i teorije asimetričnih informacija, stavljenih u kontekst korporativnih oblika preduzeća, nedvosmisleno proizilaze i uloga i značaj kvalitetnog finansijskog izveštavanja. Iako se produkovanjem kvalitetnih finansijskih izveštaja ne mogu eliminisati ni agencijski problem, ni asimetrične informacione pozicije ugovornih strana, dimenzije ovih problema mogu se svesti na značajno manju meru.

Nekoliko je teorija koje pokušavaju objasniti regulaciju sistema finansijskog izveštavanja. Jedna od njih je teorija efikasnog tržišta. Ona polazi od pretpostavke da tržišta najefikasnije funkcionišu bez regulatornih intervencija, tj. da se maksimum efikasnosti postiže ukoliko je tržišno ponašanje determinisano odnosom ponude i tražnje. Kako se računovodstvo može posmatrati kao informaciona industrija, tržište bi određivalo koje računovodstvene informacije je potrebno obezbediti kao i kakvog kvaliteta bi trebalo da budu. Međutim, ovakva teorija je prilično nerealistična jer neregulisano tržište ne može dostići socijalno prihvatljiv ekvilibrijum cene za računovodstvene informacije, iz razloga što se one moraju posmatrati kao javno dobro. Obezbeđivanjem finansijskih informacija postojećim kreditorima i investitorima, one besplatno postaju dostupne potencijalnim kreditorima i investitorima kao i finansijskim analitičarima.

Kako kompanije imaju monopol u snabdevanju računovodstvenim informacijama, ekonomski je opravdana njihova težnja da ih proizvode u manjem obimu a po većoj ceni, pa jedino regulatorne intervencije mogu omogućiti finansijsko izveštavanje koje može izaći u susret realnoj tražnji za finansijskim informacijama a time i efikasnom funkcionisanju tržišta kapitala. U literaturi postoje stavovi da bi i u uslovima slobodnog (neregulisanog) tržišta, regulatorna tela morala intervenisati jer korisnici nisu sposobni da procene koje informacije su im potrebne, dok računovođe ne mogu postići konsenzus oko najefikasnijih procedura isporuke željenih informacija. Osim toga, korisnost računovodstvenih informacija se značajno unapređuje ukoliko se one mogu uporediti sa javno dostupnim informacijama koje pružaju druge kompanije.

Prema teoriji javnog interesa regulatorna intervencija uzrokovana je imperfektnošću tržišta. Do ispoljavanja tržišnih anomalija dolazi u uslovima postojanja monopola, ograničenog ulaska u industrijske grane (sektore), izražene informacione asimetrije, javne prirode dobara koja su predmet razmene i slično, što sve zajedno, onemogućava funkcionisanje cenovnog mehanizma i dovodi do nepoželjnih tržišnih ishoda i neefikasne alokacije resursa. Državna intervencija u procesu formulisanja i implementacije profesionalne računovodstvene regulative neophodna je zarad ublažavanja efekta imperfektnosti tržišta finansijskih informacija, pri čemu se stavlja u službu javnog interesa preko jačanja poverenja u tržište kapitala. Poslednji primer ovakve intervencije usledio je nakon zloupotrebe informacione asimetrije od strane korporativnih menadžera i računovođa, a na račun investitora koji nisu znali koje informacije su im potrebne ili nisu znali da evaluiraju informacije koje su dobijali, što je dovelo do finansijskog kraha kompanije Enron Corporation i revizorske kuće Arthur Andersen. Posledična regulatorna reakcija javila se u vidu Sarbanes-Oxley zakona, jednog od najznačajnijih akata zaštite javnog interesa u novijoj korporativnoj istoriji, koji je značajno podigao kvalitativne zahteve finansijskog izveštavanja i korporativnog upravljanja (Canada, Kuhn i Sutton, 2007).

Teorija privatnih interesa polazi od ideje da država ima pravo prinude koje može selektivno koristiti da pomogne ili naštetiti pojedinim biznisima, te da regulatorne aktivnosti reflektuju relativnu političku moć pojedinih interesnih grupa. Stigler (1971) je u svojoj Teoriji ekonomske regulacije sugerisao da je tržište regulacije slično tržištu kapitala, te da se bogatstvo transferiše onim konstituentima tražnje koji ponude najviše. Zbog toga se preduzeća, čiji su ciljevi asimilirani, organizuju u interesne grupe, kako bi mogla vršiti veći politički uticaj. Regulacija je mehanizam transferisanja bogatstva ka dobro organizovanim privatnim grupama koje usluge vraćaju obezbeđivanjem većeg broja glasova političarima i finansiranjem njihovih kampanja. Teorija dakle predviđa da će regulatorna tela koristiti svoju moć da bogatstvo preusmeravaju od onih sa manjom političkom moći ka onima čija je politička moć veća.

Teorija kontrole takođe polazi od pretpostavke da regulativa ima potencijal redistribucije bogatstva, pa entiteti koji su predmet regulacije teže da uspostave kontrolu nad regulatornim telima (agencijama). U skladu sa tim, profesionalna računovodstvena tela i korporativni sektor će nastojati da izvrše što je moguće veći uticaj na sadržinu regulatornih akata (npr. preko zastupljenosti u regulatornim odborima) upravljajući indirektno procesom finansijskog izveštavanja svojih članova.

Navedene regulatorne teorije sugerišu da je kreiranje računovodstvenih standarda politički proces, podložan lobiranju interesnih grupa koje žele da transferišu bogatstvo u svoju korist,

ili bar da osiguraju da regulativa nema efekte na smanjenje njihovog bogatstva. U prisustvu divergentnih, često konfliktnih interesa, odluke regulatornih tela su posledica pravljenja političkih izbora. Da bi ove odluke bile prihvaćene od strane interesnih grupa na koje regulativa ima implikacije, regulatorne agencije moraju imati politički legitimitet i mandat da prave socijalne izbore. „Politizacija procesa uspostavljanja računovodstvenih pravila nije samo neophodna nego i pravedna. U društvu koje je posvećeno demokratskoj legitimaciji vlasti, jedino politički odgovorna institucija ima autoritet da naredi drugima da se povinuju pravilima“ (Gerboth, 1973, p. 481). Etabliranje profesionalne računovodstvene regulative trebalo bi da omogući uključivanje svih stejkholdera u proces, ali i da spreči da bilo koja grupa dominira procesom. Na žalost, to nije uvek tako, čak ni u visoko razvijenim demokratijama. Zeff (2005) je, prateći rastući značaj profesionalne regulative u različitim sektorima privrede SAD, opisao mnogo primera lobiranja za računovodstvene standarde čija je sadržina kompatibilna sa željenim ishodima pojedinih interesnih grupa. Zbog toga se praksa regulisanja finansijskog izveštavanja ne može objasniti samo teorijom opšteg (javnog) interesa.

Začetnici pozitivne računovodstvene teorije (Watts i Zimmerman, 1979) smatraju da je dominantna funkcija postojećih (normativnih) računovodstvenih teorija da pruže izgovore koji zadovoljavaju tražnju kreiranu u političkom procesu, zbog čega i imaju preskriptivni karakter. Naime, regulatorna intervencija stvara podsticaje za lobiranje, i tražnju za mnoštvom teorija koje bi podržale pozicije interesnih grupa koje trpe posledice implementacije regulativom ustanovljenih računovodstvenih rešenja. Veliki broj i heterogenost takvih pozicija sprečava opštu saglasnost oko jedinstvene računovodstvene teorije. Watts i Zimmerman smatraju da je jedina teorija, koja empirijskim istraživanjima može poslužiti u objašnjavanju i predviđanju, ona koja polazi od ličnih interesa. No kako ovakva teorija nije politički korektna niti prihvatljiva, vrlo je verovatno da opšteprihvaćena računovodstvena teorija koja je u stanju da objasni i opravda postojanje svih računovodstvenih standarda nikada neće postojati.

Danas se pozitivna računovodstvena teorija (PAT – engl. Positive Accounting Theory) posmatra kao teorija koja za predmet ima objašnjavanje i predviđanje: izbora računovodstvenih politika koje će menadžeri praviti i reakcije menadžera na predloge novih računovodstvenih rešenja (standarda). Posmatrajući preduzeća kao skup ugovora, u kojima su računovodstvene informacije relevantne, PAT definiše minimiziranje troškova ugovaranja kao primarni cilj efikasnog korporativnog upravljanja, u čijoj je funkciji i izbor računovodstvenih politika. Suštinski, PAT polazi od pretpostavke da je dostizanje ovako definisanog cilja moguće ostvariti različitim kombinacijama računovodstvenih politika. Primera radi, troškovi kapitala mogu biti redukovani izborom računovodstvenih politika kojima se tržište informiše potpuno a informaciona asimetrija svodi na najmanju moguću meru. Sa druge strane, ovakvo izveštavanje smanjuju korelaciju između performansi preduzeća i doprinosa menadžera tim performansama, čime se povećavaju troškovi kontrole moralnog hazarda. Ukupni troškovi u konačnici, tipično bivaju minimizirani pravljenjem balansa između ovih ekstremnih alternativa.

Pozitivna računovodstvena teorija polazi sa stanovišta da je precizno specificiranje računovodstvenih politika (od strane preduzeća i regulatornih tela) koje će biti korišćene, previše skupo i nesvršishodno. Poželjno je da se menadžerima ostavi fleksibilnost da biraju politike iz seta dozvoljenih procedura i metoda, kako bi se mogli prilagođavati promenljivim

tržišnim i poslovnim okolnostima. Neminovno je, međutim, da fleksibilnost otvara mogućnost računovodstvenih izbora koji su primarno motivisani ličnim interesima. Dakle, PAT pretpostavlja da su menadžeri, kao i investitori, racionalni, te da će implementirane računovodstvene politike biti ishod njihove težnje da maksimiziraju sopstvenu korisnost, što ne mora nužno podrazumevati delovanje u funkciji maksimizacije profita preduzeća. Iz ovog ugla posmatrano, i regulativom definisan optimalan set dozvoljenih računovodstvenih politika je kompromis između alternative da se smanji manipulativni prostor oportunističkog ponašanja uz istovremeno povećanje troškova računovodstvene nefleksibilnosti, i alternative koja dozvoljava veliku računovodstvenu fleksibilnost uz povećanje troškova oportunističkog ponašanja. Razumevanje i predviđanje izbora računovodstvenih politika u različitim preduzećima (grupama preduzeća) je predmet empirijskih istraživanja koja su pod krovom pozitivne računovodstvene teorije. Osim toga, komplementarnost normativnog i pozitivnog pristupa ogleda se u činjenici da pozitivna teorija može imati normativne implikacije, što omogućava da se normativne teorije definišu na održiv način.

Predviđanja i objašnjenja PAT su koncentrisana oko tri ključne hipoteze (Watts i Zimmerman, 1990a), koje su istraživanjima ekstenzivno testirane:

- Hipoteza bonus plana. *Menadžeri čije kompenzacije zavise od visine računovodstvenog rezultata biraju računovodstvene politike koje vode precenjivanju neto dobitka, ceteris paribus.* Ova hipoteza polazi od pretpostavke da će menadžeri težiti da maksimiziraju svoje tekuće bonuse „pozajmljivanjem“ računovodstvenih rezultata budućih perioda. Imajući u vidu da će ovakav izbor računovodstvenih politika voditi nižim finansijsko-izveštajnim ostvarenjima u narednim obračunskim periodima, a time i nižim budućim bonusima, očigledno je da je ovakva vrsta oportunističkog ponašanja samo kratkoročno održiva. Hipoteza bonus plana omogućava empirijsko istraživanje politike uravnoteženih dobitaka (koji impliciraju stabilan u odnosu na volatilan tok bonusa) kao i politike agresivnog potcenjivanja računovodstvenih rezultata perioda u kojima bonusi nisu realizovani, motivisane osiguranjem isplate menadžerskih kompenzacija u budućim periodima.
- Hipoteza dužničkih ugovora. *Što je veći ratio zaduženosti preduzeća, verovatnije je da će menadžeri koristiti računovodstvene metode koje precenjuju računovodstvene rezultate, ceteris paribus.* Većina dužničkih ugovora sadrži klauzule o visini računovodstvenih pokazatelja koji moraju biti održavani u određenim granicama za vreme trajanja ugovora. Ukoliko se te klauzule prekrše, ugovori impliciraju penale, ograničenje u isplati dividendi, zabranu daljeg zaduživanja i slično. Kako bi sprečili ili odložili kršenje ugovornih konvenanta, nastanak troškova i dalje ograničavanje manevarskog prostora za vođenje preduzeća, menadžeri će birati računovodstvene politike koje precenjuju računovodstvene rezultate. Rast racija zaduženosti implicira da se preduzeće približava ograničenjima, pa se precenjivanjem izveštajnih rezultata navedeni rizici relaksiraju.
- Hipoteza političkih troškova (veličine). *Kada se preduzeća suočavaju sa potencijalno visokim političkim troškovima, vrlo je verovatno da će birati računovodstvene politike koje potcenjuju izveštajne rezultate, ceteris paribus.* Velika i profitabilna preduzeća privlače političku pažnju i pozornost regulatornih tela, što potencijalno može rezultovati

povećanjem poreskih nameta, uvođenjem novih taksi, zahtevima za povećanjem nivoa društvene odgovornosti (npr. ulaganja u održavanje životne sredine, dodatno zapošljavanje) i slično. Usled toga će, ovakva preduzeća generalno, a posebno u obračunskim periodima u kojima se suočavaju sa povećanjem političkih troškova, imati podsticaj da iskazivanje visoke profitabilnosti odlože na buduće obračunske periode.

Kako odabrane i implementirane računovodstvene politike mogu voditi povećanju bogatstva svih stejkholdera ili redistribuirati bogatstvo između ugovornih strana, hipoteze mogu biti definisane na dva načina. Velika većina empirijskih studija pretpostavlja izbor računovodstvenih metoda koje dovode do transfera bogatstva menadžerima, a na štetu ostalih ugovornih strana. Manji broj istraživanja pretpostavlja izbor računovodstvenih politika u funkciji podizanja efikasnosti.

Konačno, imajući u vidu da će različite ugovorne strane pod kvalitetnim finansijskim izveštajima podrazumevati različite karakteristike u njima sadržanih računovodstvenih informacija, istraživanje kvaliteta moguće je jedino u okvirima pozitivne računovodstvene teorije, koja uzima u obzir mnogobrojne elemente kompleksnog problema: agencijske troškove, informacionu asimetriju, lične interese, regulativu i makro-ekonomsko okruženje.

3. Finansijsko-izveštajno okruženje

Finansijsko-izveštajno okruženje je istovremeno, i vrlo kompleksno, i veoma izazovno. Kako je osnovni računovodstveni proizvod informacija - važan, vredan i moćan resurs, kompleksnost je posledica činjenice da se reakcije pojedinaca na informaciju mogu značajno razlikovati. Primera radi, sofisticirani investitori mogu imati pozitivne reakcije na vrednovanje imovinskih stavki po fer vrednosti, jer im to može pomoći u predviđanju budućih performansi. Drugi investitori pak, mogu smatrati da je fer vrednost nepouzdana informacija. Menadžeri, sa svoje strane, mogu ispoljavati averziju prema konceptu fer vrednosti jer su nerealizovani dobitci/gubici od promena fer vrednosti izvan njihove kontrole, što razvodnjava vezu između računovodstvenih rezultata i efikasnosti menadžera u upravljanju resursima. Osim toga, kompleksnost proizilazi i iz toga što računovodstvene informacije, preko uticaja na odluke pojedinaca, imaju implikacije na funkcionisanje tržišta, a preko tržišta, uticaj se može reperkutovati i na efikasnost celokupne privrede.

Finansijski izveštaji, kao medijator poslovne komunikacije koji nema alternativu, moraju opstati i prosperirati u kompleksnom okruženju koje karakterišu konfliktni pritisci različitih interesnih grupa i dinamičan razvoj, što nameće velike izazove računovođama od čijeg kritičkog mišljenja i holističkog pristupa značaju finansijskog izveštavanja zavisi mera u kojoj će računovodstvene informacije izlaziti u susret rastućoj i sve složenijoj tražnji.

Računovodstveni sistem se može definisati kao skup finansijsko-izveštajnih praksi koje se koriste u pripremanju i publikovanju godišnjih finansijskih izveštaja od strane posmatrane populacije preduzeća (Nobes i Parker, 2016, p. 28). Ne samo da se računovodstveni sistemi razlikuju između zemalja i unutar njih, već pojedina preduzeća mogu koristiti drugačije računovodstvene sisteme za različite svrhe (npr. preduzeća mogu sastavljati konsolidovane finansijske izveštaje u skladu sa međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja (MSFI), dok za pripremu pojedinačnih finansijskih izveštaja mogu koristiti nacionalne standarde). U

tom smislu, nacionalni sistemi finansijskog izveštavanja su pod velikim uticajem okruženja, pre svega kulture zemlje u kojoj se realizuju poslovne aktivnosti. Kultura se odnosi na bazične vrednosti u skladu sa kojima društveni pojedinci prave interakciju sa substrukturama, pri čemu se računovodstvo može posmatrati kao jedna od njih. Kulturološki obrasci, pod čijim je uticajem razvoj nacionalne prakse finansijskog izveštavanja, mogu se sumirati na sledeći način (Hofstede, 1983):

- Individualizam/kolektivizam. Individualizam podrazumeva preferencije ka labavom društveno-socijalnom okviru u kome se od pojedinaca očekuje da vode računa isključivo o sebi i svojoj porodici, uz forsiranje velikog stepena nezavisnosti. Za razliku od individualističkih društava, u kojima pojedinci imaju samopouzdanje i težnju ka velikim dostignućima, heroizmom i materijalnom uspehu, kolektivistička društva su skromna i posvećena brizi za slabije i izgradnji međuljudskih odnosa.
- Udaljenost moći. Ova karakteristika odnosi se na meru u kojoj članovi društva prihvataju neravnomerno raspoređenu moć u institucijama i organizacijama, odnosno meru u kojoj su spremni da se povinuju hijerarhijskom redosledu pozicija, što utiče na ponašanje, kako onih koji moć nemaju, tako i na ponašanje moćnih pojedinaca. Udaljenost moći opredeljuje delovanje društva u situacijama u kojima se pojave nejednakosti među ljudima i može imati posledice na izgradnju institucija.
- Preferencije ka neizvesnosti. Averzija prema neizvesnosti ili riziku može voditi pojedince ka uverenju da izvesnost, obećana ili garantovana od strane institucija, povećava nivo njihove konformnosti. Posledice se reperkutuju na stepen rigidnosti u postavljanju pravila ponašanja.

Gary (1988, p. 8) smatra da su ovako definisane kulturološke karakteristike povezane sa bazičnim vrednostima računovodstvene profesije koje je podelio u četiri dimenzije (prve dve dimenzije povezane su sa nivoom zakonske regulacije i prinudnim izvršenjima, dok se druge dve dimenzije odnose na odmeravanje i obelodanjivanje pozicija u finansijskim izveštajima):

- profesionalizam vs regulacija - posmatranje računovodstvene profesije kao veštine donošenja profesionalnih sudova i zaključaka uz održavanje samoregulacije i samokontrole, u odnosu na viđenje računovodstvene profesije kao veštine usaglašavanja prakse sa propisanim pravilima i zahtevima čija je primena zakonski kontrolisana i sankcionisana.
- uniformnost vs fleksibilnost - preferencije ka prinudi poštovanja rigidne računovodstvene prakse, uniformne između različitih preduzeća ali i konzistentne kroz vreme, u odnosu na preferencije ka fleksibilnoj računovodstvenoj praksi koja ima kapacitet prilagođavanja novonastalim okolnostima ali i specifičnostima pojedinačnih preduzeća.
- konzervativizam vs optimizam - oprezan pristup odmeravanju u uslovima neizvesnosti u odnosu na optimističan pristup koji podrazumeva veću sklonost ka riziku.
- poverljivost vs transparentnost - preferencije ka ograničenom obelodanjivanju informacija ka onima koji su blisko povezani sa upravljanjem i finansiranjem preduzeća,

u odnosu na preferencije ka otvorenom, javnom i transparentnom finansijskom izveštavanju.

Uticaj kulturoloških karakteristika društva na preferencije ka određenim dimenzijama računovodstvenog sistema je, u najmanju ruku, indirektan i problematičan za merenje u kontekstu računovodstvenih istraživanja. Zbog toga je drugi način posmatranja finansijsko-izveštajnog okruženja primereniji identifikovanju determinanti koje direktnije oblikuju praksu nacionalnog finansijskog izveštavanja, i odnosi se na definisanje karakteristika privredno-sistemskog ambijenta poput pravnog sistema, načina primarnog korporativnog finansiranja, poreskog sistema i razvijenosti (značaja) profesije.

Generalno uzevši, pravni sistemi se mogu grupisati u dve velike, međusobno različite porodice. Anglosaksonsko (opšte, običajno, precedentno) pravo poteklo je iz Engleske i karakteriše ga zasnovanost na ograničenom broju pravnih normi koje se interpretiraju od strane sudskih vlasti, a u odnosu na veliki broj presuda koje su donete u prošlosti. Ovi pravni sistemi ne formulišu generalna pravila koja se primenjuju u svim situacijama već se vode principom analogije između specifičnih pojedinačnih slučajeva. Osim Velike Britanije, precedentno pravo primenjuje se u Sjedinjenim Američkim Državama, Irskoj, Australiji, Novom Zelandu i Kanadi. Posledično, u ovim zemljama nisu propisivana detaljna pravila za pripremanje finansijskih izveštaja. Umesto toga, računovodstvena profesija je ustanovljavala pravila računovodstvene prakse koja je pretvarala u preporuke, odnosno standarde. Kasnije su oformljeni odbori za računovodstvene standarde, nezavisni kako od državnih organa tako i od računovodstvene profesije, dok je pravni sistem, u mnogim jurisdikcijama uključen u kontrolu sprovođenja standarda. Indikativno je dakle, da su najveći i najznačajniji odbori, IASB i FASB, potekli iz zemalja koje su primenjivale anglosaksonsko pravo.

Nasuprot običajnom pravu, nalazi se kontinentalno pravo koje podrazumeva veliki broj pravila kodifikovanih od strane zakonodavca, a formulisanih dovoljno apstraktno da mogu pokriti situacije koje u praksi mogu nastati. Sudovi imaju nezavisnu ali podređenu funkciju te ne mogu rasuđivati mimo zakona. U zemljama koje su imale etabliran kontinentalni pravni sistem (kao što su npr. Nemačka, Francuska, Italija, Španija), računovodstvena praksa podlegla je kodifikovanju pravila finansijskog izveštavanja.

Istražujući zaštitu investitora, efikasnost pravosudnog sistema u sprovođenju zakona i koncentraciju vlasništva, u 49 zemalja čiji pravni sistemi pripadaju opisanim pravnim familijama, La Porta *et al.* (1998) su u jednom od najcitiranih radova u računovodstvenim istraživanjima, pokazali da su, u zemljama čiji pravni sistemi potiču iz precedentnog prava, prava investitora bolje zaštićena nego u zemljama čiji pravni sistemi potiču iz kontinentalnog prava. Osim toga, oni su ustanovili da se u zemljama kontinentalnog pravnog sistema problemi slabih prava investitora kompenzuju većom efikasnošću sudskog sistema, uvođenjem zakonskih rezervi i garantovanih iznosa dividendi, i visokom koncentracijom vlasništva. Sa druge strane, Lindahl i Schadéwitz (2013) su izrazili sumnju u pretpostavku da se pravnim sistemima mogu objasniti razlike u kvalitetu sistema finansijskog izveštavanja. Naime, procesi globalizacije i harmonizacije doveli su do ublažavanja razlika između pravnih sistema, pa tako danas u SAD, postoje zakoni o hartijama od vrednosti i tržištima kapitala koji predstavljaju prototipe kontinentalnog prava. Dalje, veštačka promenljiva za pravne sisteme, iako statistički značajna u modelima, ne odražava determinante kvaliteta računovodstvenih informacija poput

menadžerskih podsticaja, kvaliteta revizije, regulative, efikasnosti pravosudnog sistema, vlasničke strukture i drugih institucionalnih faktora koji značajno variraju u okvirima iste familije pravnih sistema, zbog čega se ne može izvesti zaključak da su razlike u kvalitetu računovodstvenih informacija direktna posledica pravnih sistema. Čak i ako je evidentno da su nacionalni zakoni koji uređuju računovodstvenu oblast pod uticajem prirode pravnog sistema, oblikovanje računovodstvene prakse može biti uslovljeno dejstvom drugih faktora (primera radi, zemlje mogu usvojiti međunarodne računovodstvene standarde za finansijsko izveštavanje u određene ili sve svrhe).

Determinanta finansijsko-izveštajnog okruženja koji pravi ključnu razliku u tražnji za kvalitetnim finansijskim informacijama je preovlađujući tip vlasništva, tj. način pribavljanja eksternog kapitala. U zemljama sa razvijenim tržištima kapitala (SAD i Velika Britanija) postoji veliki broj kompanija koje se oslanjaju na milione akcionara u procesu finansiranja. Sa druge strane, u kreditno orijentisanim zemljama (Nemačka, Francuska, Italija) signifikantne sume kapitala obezbeđuju banke, bilo kroz vlasništvo u kompanijama, bilo kroz kreditiranje, a značajan je i broj malih porodičnih preduzeća. Ilustracije radi, u 2012. godini, broj listiranih kompanija na milion stanovnika je u Italiji iznosio 4,5 a odnos duga i kapitala (ratio zaduženosti) u 2007. godini bio je 1,78, dok su ti pokazatelji u Velikoj Britaniji iznosili 64,4 i 1,07 respektivno (Nobes i Parker, 2016, p. 33-34).

Tabela 1. Inicijalna klasifikacija zemalja prema preovlađujućem načinu finansiranja kompanija

	Tržišno orjentisane	Bankovno orjentisane
Zemlje	Australija	Francuska
	Velika Britanija	Nemačka
	Sjedinjene Američke Države	Italija
Karakteristike	Jaka tržišta kapitala	Slabija tržišta kapitala
	Disperzija vlasništva (veliki broj spoljnih akcionara)	Koncentracija vlasništva
	Velika revizorska profesija	Mala revizorska profesija
	Računovodstvena pravila su odvojena od poreskih pravila	Poreska pravila dominiraju računovodstvenim pravilima

Izvor: prilagođeno prema Nobes i Parker (2016, p. 37)

Gruba podela zemalja prema tipu finansijsko-izveštajnog okruženja determinisanom načinom finansiranja (Tabela 1), koju su predložili Nobes i Parker, omogućava izvođenje nekoliko važnih zaključaka po pitanju tražnje za kvalitetnim računovodstvenim informacijama. Prvo, u kreditno orijentisanim zemljama ne postoje veliki pritisci za revidiranim javno dostupnim finansijskim izveštajima, zbog čega je njihova primarna funkcija snažno povezana sa zadovoljavanjem potreba obračuna oporezivog rezultata i zaštitom interesa poverilaca (konzervativni pristup). Posledično, poreske implikacije imaju veliki uticaj na uobličavanje računovodstvene prakse. U tržišno orjentisanim zemljama, finansijsko izveštavanje stavljeno je u funkciju zaštite interesa sadašnjih i potencijalnih investitora, pa su računovodstvena i poreska pravila nezavisna. Drugo, u tržišno orjentisanim zemljama tražnju za finansijskim izveštajima oblikuje veliki broj pojedinačnih investitora (ili institucionalni investitori) koji

nemaju pristup internim informacijama usled čega su regulacija tržišta, transparentnost i pritisak za detaljnim obelodanjivanjima na višem nivou. Treće, razlike u okruženju determinišu starost, veličinu i status računovodstvene i revizorske profesije koje reverzibilno deluju na kvalitet finansijskih informacija.

Nezavisnost računovodstvenih i poreskih pravila podrazumeva da preduzeća imaju slobodu izbora računovodstvenih politika za finansijsko-izveštajne i poreske svrhe, što za rezultuje razlikama u visini oporezive i računovodstvene dobiti i pojavom odloženih poreza. Kako su u SAD i Velikoj Britaniji finansijski izveštaji stavljeni u funkciju pružanja korisnih informacija o finansijskim performansama, računovodstveni izbori koji vode maksimiziranju ili uravnotežavanju računovodstvenih dobitaka predstavljaju instrumente kojima se podržavaju cene akcija i korisnost eksternih investitora. Ne čudi s toga, što su u ovakvom okruženju, odloženi porezi postali kontroverzna tema o kojoj se mnogo govorilo i pisalo. U Nemačkoj je, sa druge strane, usled činjenice da su poreska pravila definisala računovodstvena pravila, problem odloženih poreza bio minoran. Zavisnost računovodstvenih i poreskih pravila postoji ukoliko računovodstvene politike slede poresku regulativu ili ukoliko je odmeravanje rezultata za poreske svrhe određeno izborima napravljenim u pripremanju finansijskih izveštaja. Ako dodatno ne postoji pritisak sa tržišta kapitala za održavanjem ili povećanjem cena akcija, od kompanija se može očekivati izbor računovodstvenih metoda kojima se izveštajni rezultati potcenjuju kako bi se poreska plaćanja minimizirala ili odložila za naredne periode.

Mnoge evropske zemlje usvojile su MSFI za svrhe sastavljanja ne samo konsolidovanih već i pojedinačnih finansijskih izveštaja. Razdvajanje poreskog od finansijskog izveštavanja bila je neminovnost koja je sprečila da se sa svakom izmenom postojećih standarda (ili uvođenjem novog) menjaju i oporezive osnovice. U zemljama u kojima je primena MSFI opcionalna, razdvajanje je bilo od posebne važnosti za eliminisanje poreske evazije koja bi se mogla realizovati prelaskom sa MSFI na domaće standarde, ili obrnuto.

Kako je računovodstvo disciplina (veština) koja se praktikuje u heterogenim političkim, ekonomskim i socijalnim kontekstima, razlike u praksi finansijskog izveštavanja će uvek postojati. Međutim, računovodstvena harmonizacija je postala toliko važna u poslednjim decenijama dvadesetog veka, da je oslabila uticaj nacionalnih okruženja, čineći velika odstupanja od najboljih praksi finansijskog izveštavanja dugoročno neodrživim. Dominacija SAD-a i rastući uticaj EU, ekonomska globalizacija, liberalizacija internacionalne razmene i stranih direktnih investicija, razvoj globalnih finansijskih tržišta, privatizacija, rastući značaj akcionarskih preduzeća, kao i ekspanzija multi-nacionalnih kompanija, su dimenzije razvoja globalne ekonomije koje su uslovile obimniji transfer računovodstvenih tehnologija između zemalja. Pored toga, globalni tokovi redukovali su jaz, kako između nacionalnih računovodstvenih pravila (de jure harmonizacija), tako i između nacionalnih računovodstvenih praksi (de facto harmonizacija), što je posebno važno za zemlje u tranziciji u kojima je dugotrajna izopštenost korporativnog ambijenta marginalizovala značaj finansijskog izveštavanja.

Srbija pripada grupi centralno-istočnih evropskih zemalja koje nakon kraha komunističke vladavine nisu uspele da ostvare ekonomski rast. Osim toga, ona do danas nije postala članica EU, što nagoveštava nedostatak političke volje i snage da se nacionalna legislativa upodobi evropskim standardima, kao i da se uđe u beskompromisnu borbu protiv korupcije. Istorijski

posmatrano, nizak bruto domaći proizvod u sinergiji sa visokom inflacijom, uzrokovao je izuzetno nizak nivo štednje, pa je otvaranje srpske privrede ka izvorima finansiranja bilo iznuđeno okrenuto ka bankovnom zaduživanju. U takvom ambijentu, finansijsko izveštavanje dobilo je formalnu funkciju ispunjavanja zakonske obaveze, ili eventualno, zaštite prava kreditora. Prelazak sa samoupravne na tržišnu ekonomiju podrazumevao je sveobuhvatnu reformu sistema finansijskog izveštavanja u Srbiji i promenu paradigme svih učesnika sistema. Od suštinske važnosti za uspešnu realizaciju tog procesa bila je promena percepcije, od posmatranja finansijskih izveštaja kao instrumenata državne ekonomske administracije, ka stanovištu da su finansijski izveštaji sredstvo komunikacije između kompanija i interesnih grupa koje se nalaze izvan njih, zbog čega se moraju staviti na raspolaganje poslovnoj zajednici a u funkciju javnog interesa. Tranzicioni tok je, nažalost, bio spor, praćen nizom diskontinuiteta i suštinskim nerazumevanjem svrhe finansijskog izveštavanja. Iako je formalno usvajanje međunarodnih računovodstvenih standarda bio korak u dobrom pravcu, izostala je njihova interpretacija i implementacija u duhu anglosaksonske filozofije na kojoj počivaju, pa ni rezultati u unapređenju kvaliteta nisu bili imponantni. Nerazvijenost tržišta kapitala onemogućila je one koji su se praktično suočavali sa izazovima primene međunarodne profesionalne regulative da osete realni pritisak i tražnju za kvalitetnim finansijskim informacijama i da na terenu spoznaju ideju računovodstvene diskrecije u funkciji pružanja korisnih informacionih inputa u procesu odlučivanja. Dodatno, Srbija je u reformu ušla sa nedovoljnim brojem visoko obučanih računovodstvenih profesionalaca čiji uticaj u aktivnostima unapređenja prakse i regulative nije bio dovoljno jak. Paradoksalno, u takvim situacijama reformske procese opet su vodili državni i politički, a ne profesionalni autoriteti.

Ako se ima u vidu da finansijsko-izveštajno okruženje u Republici Srbiji karakteriše nestabilna i nekvalitetna zakonska regulativa, neefikasnost sudskog sistema, neprecizno definisana ovlašćenja, nadležnosti i odgovornosti institucija koje bi trebalo da obezbede kvalitet finansijskog izveštavanja kroz adekvatnu koordinaciju i nadzor, nedovoljan stepen ekspertize, kredibiliteta i nezavisnosti članova javnih institucija, neuticajne profesionalne organizacije i nizak kvalitet korporativnog upravljanja, ne čudi što nacionalna računovodstvena profesija još uvek nema ni jasne obrise, a kamoli društvenu respektabilnost. Posebno je poražavajuće što u 2018. godini, preko 45.000 privrednih društava (od ukupno 222.430) nije podnelo finansijske izveštaje Agenciji za privredne registre, dok je kvalitet javno publikovanih finansijskih izveštaja, sudeći prema stavovima pripadnika profesije, na veoma niskom nivou (više o stavovima profesionalnih računovođa u Srbiji videti u: Malinić *et al.* (2013)).

Jasno je da će, u različitim nacionalnim, institucionalnim, ekonomskim i pravnim okvirima, sistemi finansijskog izveštavanja utemeljeni na istom regulatornom okviru proizvoditi informacije različitog kvaliteta. Usled toga se sistemska transformacija finansijsko-izveštajnog okruženja nameće kao neophodan preduslov, ne samo tranzicije sistema finansijskog izveštavanja, već i daljeg razvoja tržišta kapitala i privrede u celini. Pri tome se ne sme zaboraviti da dostignuti kvalitet računovodstvenih informacija mora predstavljati polugu, a ne ograničenje, razvojnog procesa.

4. Regulacija finansijskog izveštavanja kao determinanta kvaliteta

Na globalnom nivou postoji mnogo primera regulacije ekonomske aktivnosti (regulacija distribucije električne energije, regulacija komunikacije, regulacija finansijskih institucija, regulacija javne bezbednosti i slično). Primarni cilj regulacije poslovanja pojedinih privrednih činilaca, pa i čitavih industrija, je zaštita pojedinaca koji se nalaze u informaciono inferiornoj poziciji. U tom smislu, informaciona asimetrija predstavlja pozadinu regulacije proizvodnje informacija, koja je posebno izražena u domenu funkcionisanja finansijskih institucija, tržišta hartija od vrednosti i računovodstvene prakse. Finansijsko izveštavanje je medijator između konfliktnih interesa insajdera (menadžera) sa jedne strane, i outsajdera (investicione javnosti i drugih korisnika finansijskih izveštaja) sa druge strane. Fundamentalno pitanje računovodstvene teorije je, kako bi ovu medijaciju trebalo sprovesti, odnosno koji nivo informacija svodi informacionu asimetriju na minimalnu meru.

Ne treba zaboraviti da i bez regulacije, postoje ugovorni podsticaji za dobrovoljnom proizvodnjom i publikovanjem informacija, koje bi trebalo da omogućе monitoring sprovođenja ugovornih obaveza. Međutim, konsenzus oko vrste i količine informacija koje je potrebno proizvesti moguće je postići samo ukoliko je broj ugovora (i učesnika) vrlo ograničen. U savremenim oblicima preduzeća, direktno ugovaranje neophodnog obima i kvaliteta informacija nije moguće jer je broj ugovornih strana, koje imaju različite potrebe i preferencije ka informacijama, toliko veliki da direktno ugovaranje postaje neodrživo. Dodatno, ni tržište ne stimuliše obelodanjivanje svih insajderskih informacija, imajući u vidu da bi pojedine vrste obelodanjivanja mogle uzrokovati velike štete za preduzeća. Ovakva situacija u praksi favorizuje dva suštinska problema o kojima je već bilo reči: negativnu selekciju i moralni hazard. Negativna selekcija informacija može nastati ukoliko menadžeri, zarad ostvarivanja ličnih koristi, zloupotrebe superiornu informacionu poziciju (primera radi putem insajderskih trgovina), ili ukoliko prikriju relevantne informacije, kako bi izbegli ili odložili njihove negativne konsekvence. Moralni hazard se odnosi na pogrešnu upotrebu kapitala koji je menadžmentu poveren tj. na preduzimanje konkretnih aktivnosti (investiranje u neprofitabilne ili previše rizične projekte) koje nisu na liniji interesa investitora. Posledice informacione asimetrije konkretizuju se u nemogućnosti investitora da naprave jasnu distinkciju između dobrih i loših preduzeća, ili dobrih i loših poslovnih perioda nekog preduzeća, što implicira da često plaćaju akcije više nego što one zaista vrede, ili ih prodaju po neprimereno niskim cenama. Kako bi zaštitili svoje interese, oni pribegavaju jedinom mogućem rešenju - vrše pritisak za uspostavljanjem regulacije nad sistemom finansijskog izveštavanja.

Regulacija, sama po sebi, uvodi novi skup problema, pre svega iz razloga što ju je nemoguće uspostaviti bez nastanka materijalno značajnih troškova. Direktni troškovi regulacije obuhvataju troškove formulisanja i administriranja regulatornih pravila, troškove nadzora nad njihovom primenom i troškove etabliranja i funkcionisanja regulatornih tela. Indirektni troškovi mogu biti mnogo impozantniji i nastaju u situacijama u kojima obavezujuća regulatorna pravila, unapređujući uniformnost finansijskih informacija, istovremeno, smanjuju mogućnost i podsticaje menadžmenta da signalizira investitorima potencijalne šanse ili da amortizuje tranzitorne potrebe koji bi mogli dovesti do prekomernih a nepotrebnih reakcija. Takođe, ispoljavanje rizika loše procene regulatora u pogledu neophodnog nivoa regulacije (usled čega ona može biti nedovoljna ili prekomerna) reperkutovaće se u neoptimalnom obimu

zahtevanih informacija ili njihovoj neadekvatnoj strukturi, dok će troškove podneti pojedine grupe korisnika. Dakle, nivo i način regulacije je još jedna, iznimno važna, determinanta kvaliteta finansijskih informacija. Uspostavljanje efektivne i efikasne regulacije je pitanje pronalazjenja i kontinuiranog održavanja balansa, primerenog konkretnom finansijsko-izveštajnom okruženju, između strogih i obavezujućih zahteva sa jedne strane, i fleksibilnosti onih koji tim zahtevima izlaze u susret, sa druge strane.

Regulacija sistema finansijskog izveštavanja vrši funkciju zaštite interesa kroz dve paralelne dimenzije. Prvu dimenziju čini regulativa (kodifikovana pravila i preporuke), i to kako ona zakonska tako i profesionalna, dok se druga odnosi na njeno sprovođenje. Regulatorna tela se, u tom kontekstu, mogu podeliti na ona koja formulišu računovodstvene standarde, i ona čija je funkcija nadzor nad njihovom implementacijom. Dok je više puta pominjani Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) ograničen isključivo na formulisanje računovodstvenih principa i pravila, francuska komisija za hartije od vrednosti (COB - franc. Commission des Operations de Bourse) specijalizovana je za nadzor nad primenom regulative, a američka komisija za hartije od vrednosti (SEC - engl. Security Exchange Commission) je primer regulatora koji vrši obe navedene funkcije.

Imajući u vidu globalne tokove i velike pritiske za harmonizacijom računovodstvenih praksi, moglo bi se reći da su na tom polju do danas ostvareni značajni pomaci, ali i da mnogobrojni problemi opstaju u obe dimenzije regulacije. Činjenica je da su pravila finansijskog izveštavanja u nekim zemljama propisana zakonima, dok su u drugim, pravila ustanovljena od strane tela koja potiču iz privatnog sektora, a obaveza njihove primene zahtevana je zakonima. Naravno, između ove dve alternative, nacionalne prakse dodatno variraju čineći regionalne razlike u računovodstvenim regulativama poprilično heterogenim. Važno je međutim, napraviti distinkciju između dva procesa, koja se u različitim jurisdikcijama, odvijaju po pitanju harmonizacije računovodstvene regulative. Jedan proces ima oblik usvajanja međunarodnih standarda i podrazumeva zamenu nacionalnih računovodstvenih pravila međunarodnim standardima i to propisivanjem zakonske obaveze njihove primene u neke, ili sve svrhe. Drugi proces se tiče konvergencije ka međunarodnim standardima, odnosno menjanja nacionalnih računovodstvenih pravila na način da se ona u velikoj meri usaglašavaju sa zahtevima međunarodnih standarda. Opisani harmonizacioni procesi posledica su različitih nivoa pritisaka korisnika, regulatora i onih koji finansijske izveštaje sastavljaju, usmerenih ka redukovanju administrativnih troškova, ujednačavanju kvaliteta finansijskih informacija i povećanju komparabilnosti i razumljivosti finansijskih izveštaja. To ne znači da je harmonizacija, u bilo kom obliku, bezbolna i jednostavna.

Usvajanje (kao mogući oblik harmonizacije) MSFI za sve svrhe, u većini zemalja EU bilo je zakonski i politički neprihvatljivo. Jedan od razloga je što se MSFI publikuju samo na engleskom jeziku, a drugi se odnosi na česte izmene u sadržaju postojećih ili uvođenje novih standarda, što ne samo da izveštajne entitete izlaže dodatnim troškovima, već povećava rizik nepodobnosti primene novih ili izmenjenih standarda u nacionalnim okvirima. Dodatni problem je i to što je, na nivou EU, osnovan Računovodstveni regulatorni odbor (ARC - engl. Accounting Regulatory Committee) u čiji sastav ulaze predstavnici vlada država članica EU, sa ingerencijom razmatranja i odobravanja promena prethodno usvojenih MSFI, pa danas postoji i evropska verzija MSFI, koja se razlikuje od one koju publikuje IASB. Zbog toga je velika većina

zemalja bila sklona da dozvoli njihovu primenu, pre nego da je zahteva. Istraživanja pokazuju da su se zemlje sa malim ili nerazvijenim tržištima kapitala češće opredeljivale za usvajanje međunarodnih standarda, kako bi jasnije izdiferencirale i bolje zaštitile prava investitora i olakšale pristup stranim investitorima organizovanim tržištima kapitala (Daske & Gebhardt, 2006b).

Najveći deo listiranih kompanija na globalnom nivou, u sastavljanju konsolidovanih finansijskih izveštaja koristi ili IASB-ove međunarodne standarde finansijskog izveštavanja (MSFI) ili FASB-ove standarde (GAAP – engl. Generally Accepted Accounting Principles). Bez obzira na sporazum dva najznačajnija odbora o harmonizaciji standarda, razlike po suštinskim pitanjima još uvek postoje. One se ogledaju u zasnovanosti standarda na principima ili detaljnijim pravilima, broju dozvoljenih računovodstvenih metoda i nivou udaljavanja od koncepta istorijskih troškova. Veća detaljnost je karakteristika američkih GAAP-ova što je, do pojave velikih finansijskih skandala na američkom tržištu, smatrano prednošću i kvalitetom ovog seta računovodstvenih pravila. Propisivanje detaljnih pravila korisno je jer redukuje subjektivne impresije, ali vodi prekomernoj kompleksnosti regulative i što je možda važnije, pojavi realnih manipulacija tj. strukturiranju realnih transakcija na način kojim se izbegavaju nepoželjne računovodstvene posledice. Standardi koji počivaju na principima tj. konceptima zahtevaju veću angažovanost, odgovornost i kredibilitet računovođa i revizora, s obzirom da zahtevaju ozbiljniju profesionalnu ekspertizu i subjektivno rasuđivanje, pa je veći prostor za ispoljavanje računovodstvenih manipulacija (više o prednostima i nedostacima regulative zasnovane na principima i regulative zasnovane na pravilima videti u: Maines *et al.*, 2003; Nelson, 2003). U GAAP-ovima je sadržan manji broj eksplicitnih izbornih opcija nego u MSFI, manja je i rasprostranjenost opcione primene fer vrednosti, što se pripisuje njihovoj većoj detaljnosti. Konvergencija MSFI i GAAP odvija se neuravnoteženim tempom od 2002. godine, dovodeći do dodatnih promena u standardima, koje nisu isključiva posledica adaptacije na dinamične promene u poslovnim aktivnostima i transakcijama.

Zemlje koje su se opredelile za usvajanje međunarodnih računovodstvenih standarda, suštinski su se odrekle svog uticaja na kvalitet regulative (u smislu pisanih računovodstvenih pravila), a odgovornost su prepustile višim instancama, odnosno nezavisnim međunarodnim telima, opredeljujući se time za regulatorni okvir koji omogućava veći nivo uporedivosti i transparentnosti finansijskih izveštaja privrednih entiteta koji posluju na njihovoj teritoriji. Prethodna pojašnjenja ipak sugerišu da su takve nacionalne prakse izložene mnogobrojnim problemima uzrokovanih promenama međunarodnih standarda, troškovima prevođenja standarda i njihovih nekada obimnih tumačenja, troškovima obučavanja kadrova za njihovu implementaciju i rizicima da neki standardi, ili njihovi pojedini paragrafi, nisu kompatibilni sa nacionalnim finansijsko-izveštajnim okruženjem. Sa druge strane, model konvergencije nacionalnih računovodstvenih standarda ka međunarodnoj regulativi, ostavlja veću fleksibilnost prilagođavanja međunarodnih pravila potrebama nacionalnog korporativnog ambijenta, uz delimično preuzimanje odgovornosti za kvalitet računovodstvenog okvira ali i žrtvovanje određenog stepena uporedivosti.

Kada je Evropska Unija uvela obaveznu primenu MSFI u pripremanju konsolidovanih finansijskih izveštaja listiranih kompanija, za sve svoje članice (2005. godine), postalo je očigledno da se očekivani kvalitet ne može postići isključivim oslanjanjem na zahteve

međunarodnih standarda. Pravilna primena standarda, kao druga dimenzija regulacije, postala je kritični faktor uspeha jedinstvenog evropskog tržišta kapitala. Njeno dostizanje bilo je, makar delimično, uslovljeno uspostavljanjem tela koja imaju autoritet da vrše nadzor i prinudu njihove efektivne implementacije. Univerzalni model, međutim, u praksi nije postojao (primeri različitih modela prikazani su u Tabeli 2). U Švajcarskoj, Norveškoj i Švedskoj nadzornu funkciju je vršilo tržište kapitala, u Francuskoj, Italiji i Belgiji funkcija je poverena regulatoru tržišta kapitala, u Velikoj Britaniji, Danskoj i Češkoj funkcija nadzora bila je u rukama vladinih tela ili tela privatnog sektora, dok neke zemlje nisu imale sistem institucionalnog nadzora (Brown i Tarca, 2005).

Tabela 2. Poređenje institucionalnih tela za nadzor finansijskog izveštavanja

	Zemlja	SAD	Velika Britanija	Francuska	Nemačka
	Naziv	SEC	FRRP	AMF	BaFin/FREP
	Tip regulatora	Regulator tržišta kapitala	Regulator privatnog sektora	Regulator tržišta kapitala	Državni organ/Regulator privatnog sektora
	Godina osnivanja	1934	1991	2003	2004
Aktivnosti	Reaktivne istrage	DA	DA	DA	DA
	Proaktivni nadzor	DA	DA	DA	DA
	Tumačenje računovodstvenih standarda	DA	NE	DA	NE
Nadležnosti	Obaveštavanje javnosti	DA	DA	DA	DA
	Novčano kažnjavanje	DA	NE	DA	DA
	Podnošenje sudskih tužbi	DA	DA	DA	DA
	Delistiranje	DA	NE	NE	NE

Napomena: SEC (engl. Security Exchange Commission) – Komisija za hartije od vrednosti; FRRP (eng. Financial Reporting Review Panel) – Panel za nadzor finansijskog izveštavanja; AMF (franc. Autorite des Marches Financiers) – Regulator finansijskih tržišta; BaFin (engl. Federal Institute for the Oversight of Financial Services) – Federalni institut za nadzor finansijskih usluga; FREP (eng. Financial Reporting Enforcement Panel) – Panel za sprovođenje finansijskog izveštavanja.

Izvori: Brown i Tarca (2005, p. 194) i Nobes i Parker (2016, p. 550)

Komitet evropskih regulatora hartija od vrednosti (CESR – engl. Committee of European Securities Regulators) publikovao je principe koji su imali za cilj razvoj i implementaciju zajedničkog pristupa u primeni MSFI. CESR je sugerisao formiranje tela za nadzor koja su nezavisna od državnih organa i tržišnih učesnika, a kojima se delegiraju nadležnosti monitoringa saglasnosti finansijskog izveštavanja listiranih kompanija sa propisanim okvirom i forsiranja regulative, a u cilju zaštite investitora i promovisanja tržišnog poverenja. Forsiranje regulative podrazumeva da nadzorna tela imaju moć da zahtevaju korekcije uočenih materijalnih grešaka u finansijskim izveštajima i obavezu da javno izveštavaju o preduzetim aktivnostima prema izveštajnim entitetima, pri čemu je sankcionisanje u nadležnosti nacionalne zakonske legislative. U njihovoj ingerenciji nije formulisanje novih pravila, niti interpretacija postojećih, već uspostavljanje mehanizama kojima se obezbeđuje konzistentna primena MSFI u svim zemljama članicama EU (detaljnije u: CESR, 2003). Ozbiljnost namere uvođenja i pravilne implementacije MSFI, države su morale pokazati kroz odlučnu i

blagovremenu izmenu nacionalnog zakonskog okvira i ustanovljavanje nadzornih tela, po modelu koji najviše odgovara zakonskom, političkom i finansijskom okruženju.

Institucionalni nadzor nije jedina komponenta kojom se može garantovati adekvatna primena računovodstvenih pravila. Podjednako je važno da se na nivou pojedinačnih izveštajnih entiteta razvija, i kontinuirano unapređuje, sistem internih kontrola i kvalitet korporativnog upravljanja. U nekim zemljama jedini oblik monitoringa nad primenom računovodstvene regulative predstavlja revizija godišnjih finansijskih izveštaja, pa nezavisnost i kompetencije revizora imaju veliki uticaj na stepen usaglašavanja računovodstvene prakse za zahtevima regulative. S obzirom da je samoregulacija revizorske profesije, nad kojom se ne sprovodi bilo kakav vid eksternog nadzora, relativno česta pojava (detaljnije objašnjenje praksi regulacije obavezne revizije videti u: Hope, Jin i Kang, 2006), kao i da je nezavisnost revizora često upitna, neki autori smatraju da revizija neophodan ali ne i dovoljan uslov sastavljanja transparentnih i istinitih finansijskih izveštaja koji prikazuju sliku finansijskog i rentabilitetnog položaja preduzeća u duhu međunarodnih računovodstvenih standarda (Nobes i Parker, 2016, p. 548).

Imajući u vidu da je kvalitet finansijskog izveštavanja funkcija kvaliteta računovodstvenih standarda i načina na koje ih kompanije aplikuju, Hope (2003) je konstruisao meru nadzora strukturiranu iz pet promenljivih (troškovi eksterne revizije, zakon o insajderskoj trgovini, efikasnost sudskog sistema, zaštita prava investitora i vladavina prava), i na uzorku od 890 preduzeća, iz 22 zemlje, pokazao da je ona statistički značajno i pozitivno povezana sa frekvencijom prognoza finansijskih analitičara, odnosno da jaka funkcija nadzora može prisiliti menadžere da slede računovodstvena pravila i time smanje neizvesnost u računovodstvenim projekcijama. Takođe je utvrdio da je korisnost nadzora u primeni računovodstvenih pravila veća u okruženju u kome preduzeća imaju širi manevarski prostor prilikom izbora računovodstvenih metoda.

Srbija pripada grupi zemalja u kojoj zakonska regulativa zahteva obaveznu primenu MSFI u pripremi pojedinačnih finansijskih izveštaja za velika pravna lica, javna društva (kao i društva koja se pripremaju da postanu javna) i pravna lica koja imaju obavezu sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. Mala i srednja preduzeća u pripremi finansijskih izveštaja obavezna su da primene MSFI za mala i srednja pravna lica (MSFI za MSP), ali dobrovoljno mogu izabrati da primenjuju i MSFI. Ovakva odluka zakonodavca omogućava dobru perspektivu razvoja sistema finansijskog izveštavanja, imajući u vidu da su koristi od implementacije MSFI mnogobrojne i značajne: harmonizacija sa računovodstvenim praksama mnogobrojnih zemalja koje su takođe usvojile MSFI, veća uporedivost finansijskih izveštaja, niži transakcioni troškovi koji povećavaju verovatnoću stranih direktnih investicija (Iatridis, 2010), unapređenje kvaliteta procesa donošenja investicionih odluka, veći obim kvalitetnijih obelodanjivanja (Daske & Gebhardt, 2006a), snižavanje informacione asimetrije i troškova kapitala (Leuz i Verrecchia, 2000), lakši pristup domaćih preduzeća međunarodnim izvorima finansiranja (El-Gazzar, Finn i Jacob, 1999), sužavanje prostora za pojavu računovodstvenih manipulacija, unapređivanje efikasnosti tržišta kapitala i slično. Međutim, prepuštanje odgovornosti za kvalitet profesionalne regulative međunarodnim odborima, koji imaju dugu tradiciju i impozantno iskustvo, ne podrazumeva nužno i produkciju kvalitetnih računovodstvenih informacija. Kritični faktori uspeha u ovakvim okolnostima su način na koji se MSFI primenjuju i ozbiljnost institucionalnog nadzora nad njihovom implementacijom. U

Srbiji, na žalost, nije posvećivana dovoljna pažnja ovim aspektima regulacije finansijskog izveštavanja, pa ozbiljniji pomaci u kvalitetu nisu vidljivi.

Iako zakonska regulativa jeste uvela obavezujuću primenu MSFI (ili MSFI za MSP), moramo primetiti da ova dva seta pravila ni približno nisu ista po svojoj kompleksnosti i rigoroznosti zahteva za obelodanjivanjima. Neprimereno je stoga, što je u poslednjih 15 godina Zakon o računovodstvu promenjen tri puta, između ostalog, podižući granice za razvrstavanje privrednih subjekata u mala, srednja i velika. Time je, u relativno kratkom vremenskom periodu, za veliki broj preduzeća relaksirana obaveza primene MSFI i narušen kontinuitet njihovog finansijskog izveštavanja. Diskontinuitet bi se mogao opravdati jedio pod uslovom da su se većem broju preduzeća nametali dodatni finansijsko-izveštajni zahtevi, koji bi vodili unapređenju sistema finansijskog izveštavanja kao celine. Sužavanje kruga obveznika primene MSFI pravda se nepostojanjem kapaciteta izveštajnih entiteta u primeni kompleksnih zahteva, pa je Srbija, umesto putem bolje edukacije i osposobljavanja kadrova za ove poslove (jačanja kapaciteta), krenula putem snižavanja kriterijuma.

S tim u vezi, veliki obim i složenost zahteva sadržanih u MSFI implicira da je njihovo pravilno tumačenje i primena posao koji na terenu mora biti poveren visoko obučenim, posvećenim profesionalcima, koji se odlikuju izvanrednim etičkim vrednostima, i kojima je neophodno obezbediti kontinuiranu edukaciju kako bi držali korak sa izmenama međunarodne regulative. Zakonodavac, međutim, nije prepoznao javni karakter i veliku odgovornost računovodstvene profesije, imajući u vidu da Zakon o računovodstvu daje potpunu slobodu privrednim subjektima da odaberu školsku spremu, radno iskustvo i ostale uslove za lice koje je odgovorno za sastavljanje finansijskih izveštaja. Ovakva odluka mogla bi biti odgovarajuća ukoliko bi od neadekvatnog izbora ovakvih lica posledice snosili samo izveštajni entiteti. No, kako su oni sastavni deo šire poslovne zajednice, štete trpe i investitori, tržište kapitala, država koja ostaje bez prihoda u vidu poreza, druga preduzeća koja su poslovno povezana i koja mogu ostati bez dela tržišta, ugovorenih isporuka i naplaćenih potraživanja, pa problem kompetentnosti u pripremanju i sastavljanju finansijskih izveštaja nadilazi korporativni menadžment i vlasnike (Malinić, 2014, p.13). Bez određenog oblika obaveznog validiranja znanja i veština računovođa, od strane nezavisnih i kompetentnih tela, njihova javna (ne)odgovornost se uvek može opravdati zaklanjanjem iza nepravilno postavljenog zakonskog okvira. Iz začaranog kruga amnestiranja od odgovornosti, računovodstvene informacije se ne mogu proizvesti u javno dobro velike vrednosti, jer njihovu pouzdanost ne garantuju pojedinci čiji je profesionalni integritet formalno verifikovan, ali ni struka koja ima jasnu strukturu i formalne ili neformalne standarde kvaliteta.

Na kraju ćemo, samo ukratko, dati pregled najvažnijih činjenica u vezi sa institucionalnim nadzorom nad sprovođenjem zakonske i profesionalne regulative koja je prethodno istaknuta kao važna determinanta kvaliteta finansijskog izveštavanja. U Srbiji funkciju nadzora vrše, ili bi trebalo da vrše, Nacionalna komisija za računovodstvo, Odbor za javni nadzor i Komisija za hartije od vrednosti.

Nacionalna komisija za računovodstvo (NKR) ustanovljena je 2006. godine kao nadzorno telo čije članstvo, na predlog Ministarstva finansija, imenuje Vlada. Nadležnost NKR je da prati proces primene direktiva EU iz oblasti računovodstva, MSFI i MSFI za MSP, zakona i podzakonskih akata iz računovodstvenog područja i da predlaže rešenja problema koji mogu

nastati u procesu primene zakonske i profesionalne regulative. Komisija je, prema Zakonu o računovodstvu, dužna da Ministarstvu finansija jednom mesečno dostavlja izveštaj o radu i da na internet stranici Ministarstva finansija objavljuje godišnji izveštaj o svom radu. Činjenica da se, ni nakon 15 godina nakon formiranja NKR, ne mogu naći javno dostupni podaci o njenom sastavu, kao niti jedan zakonom zahtevani izveštaj, dovoljno govori o transparentnosti rada Komisije, njenom delovanju u javnom interesu i opravdanosti njenog postojanja koje se finansira iz budžeta Republike Srbije. Premda, osim po slovu zakona, u ovom trenutku, ne možemo pouzdano tvrditi da ona suštinski, operativno i kontinuirano zaista i postoji.

Odsustvo direktnog institucionalnog monitoringa nad sistemom finansijskog izveštavanja opšte namene prepušta potpunu i neprimereno veliku odgovornost za kontrolu i nadzor nad primenom profesionalne i zakonske regulative revizorskoj profesiji u Republici Srbiji. Zbog toga je kvalitet (i kontrola kvaliteta) eksterne revizije finansijskih izveštaja kritična tačka pouzdanosti u njima publikovanih informacija. Komora ovlašćenih revizora (KOR) je zakonski prepoznato nezavisno profesionalno telo, a članstvo u Komori je obavezno za sva revizorska društva i ovlašćene licencirane samostalne revizore. Nadležnosti KOR odnose se, ne samo na licenciranje i kontinuiranu edukaciju revizora, vođenje registara društava za reviziju, samostalnih revizora, članova i izrečenih mera, već i na obavljanje kontrole kvaliteta njihovog rada. Dakle, reč je o telu čija je zavisnost od profesije očigledna. Odbor za javni nadzor nad obavljanjem revizije, koji osniva Vlada, a u cilju zaštite javnog interesa u radu KOR, prema Zakonu o reviziji, ima nadležnosti povezane sa nadzorom nad: izdavanjem i oduzimanjem dozvola i licenci za obavljanje revizije, primenom međunarodnih standarda revizije i kodeksa profesionalne etike, sprovođenjem disciplinskih postupaka u cilju otklanjanja i sankcionisanja nepravilnosti. Odboru, koji bi trebalo da vrši eksterni nadzor nad KOR, međutim, prema mišljenju World Bank Group (2015, p. 32) nedostaje zakonska moć, finansiranje i potpuna nezavisnost od profesije, kako bi imao kapacitet sprovođenja inspeksijskih i disciplinarnih aktivnosti. To podrazumeva da je revizorska profesija u Srbiji, u suštini, samoregulisana i samokontolisana, jer pomenuti Odbor ima ingerencije koje se odnose isključivo na predlaganje mera Ministarstvu finansija.

Komisija za hartije od vrednosti je nezavisno državno telo kome su poverene nadležnosti regulatora tržišta kapitala. Nadzorna ovlašćenja Komisije za HOV su preciznije definisana, imajući u vidu da vrši nadzor nad sprovođenjem sedam zakona². Kako Komisija za HOV reguliše i prati izvršavanje obaveze izveštavanja izdavalaca hartija od vrednosti, njen opseg delovanja i kontrole kvaliteta ograničen je isključivo na privredne subjekte koji su učesnici na regulisanom tržištu kapitala. Iako je ukupan broj izdavalaca akcija na Beogradskoj berzi, prema poslednjim raspoloživim podacima (*Beogradska berza a.d.*) iznosio 416, što u odnosu na veličinu tržišta nije mali broj, čini se da Komisija za HOV nema kapacitet vršenja snažnijeg uticaja na kvalitet finansijskog izveštavanja. Čak i kada bi taj uticaj bio značajniji, činjenica da je u strukturi srpske privrede daleko veći broj preduzeća koja nisu učesnici na organizovanom

² Zakona o tržištu kapitala, Zakona o preuzimanju akcionarskih društava, Zakona o otvorenim investicionim fondovima sa javnom ponudom, Zakona o alternativnim investicionim fondovima, Zakona o sprečavanju pranja novca i finansiranja terorizma, Zakona o robnim berzama i Zakona o reviziji.

tržištu kapitala³ dovoljno govori o zakonskim ingerencijama i dometima Komisije za HOV na ovom području.

Karakteristike makro-ekonomskog okruženja, korporativne kulture i regulacije sistema finansijskog izveštavanja dovele su do toga da su, u Izveštaju Svetske Banke koji se tiče poštovanja računovodstvenih i revizorskih standarda i kodeksa, kvalitet i pouzdanost finansijskog izveštavanja u Republici Srbiji ocenjeni kao nezadovoljavajući. U Izveštaju percipirani uzroci ovakvog stanja sumirani su na sledeći način (World Bank Group, 2015, p. 43):

- Nedovoljni kapaciteti sastavljača finansijski izveštaja;
- Nerazumevanje značaja i dodate vrednosti finansijskog izveštavanja;
- Nerazumevanje značaja i problematičan kvalitet revizije;
- Mali broj korisnika finansijskih izveštaja, dominantno banaka, koje ne stavljaju akcenat na analizu finansijskih izveštaja svojih klijenata;
- Nizak nivo razvijenosti tržišta kapitala;
- Stagnacija domaćih i stranih investicija nakon globalne finansijske krize.

Slučajevi iz prakse pokazuju da ni finansijsko-izveštajna i regulatorna okruženja, koja imaju dugu računovodstvenu tradiciju, nisu imuna na pojavu nekvalitetnih finansijskih izveštaja. Izvesno je i da u nedovoljno dobro uređenim, tranzicionim sistemima finansijskog izveštavanja kvalitet pojedinačnih finansijskih izveštaja može značajno varirati između izveštajnih entiteta, u zavisnosti od njihove veličine, pripadnosti sektoru, nivoa poslovne saradnje sa multinacionalnim kompanijama ili obima poslovanja koji obavljaju na stranim tržištima. Zbog toga su merenje kvaliteta pojedinačnih finansijskih izveštaja, ukazivanje na razlike koje postoje između preduzeća u pogledu kvaliteta informacija o finansijskim performansama, i empirijsko testiranje faktora koji utiču na kvalitet, načini na koje pripadnici akademskih krugova mogu doprineti većoj informisanosti investicione javnosti i drugih interesnih struktura i povećanju tražnje za kvalitetnim računovodstvenim informacijama.

5. Ekonomske konsekvence (ne)kvalitetnog finansijskog izveštavanja

Sagledavanje ekonomskih posledica finansijskog izveštavanja zahteva suštinsko razumevanje toka finansijskih informacija. Finansijski izveštaji su primarno namenjeni eksternim korisnicima, pri čemu obavezu i odgovornost za njihovo sastavljanje i publikovanje podnose izveštajni entiteti. To znači da finansijsko izveštavanje proizvodi mikro-ekonomske efekte (na nivou pojedinačnih preduzeća) i makro-ekonomske (tržišne) efekte, koji su međusobno isprepletani i podjednako relevantni u proceni kvaliteta računovodstvenih informacija.

Finansijsko izveštavanje je, iz perspektive pojedinačnih preduzeća, povezano je sa nizom troškova i koristi. Direktni troškovi nastaju u procesu pripremanja, revizije i objavljivanja finansijskih izveštaja, pri čemu se ovi troškovi mogu multiplikovati u periodima izmene ili povećanja regulatornih zahteva. Budući da su finansijski izveštaji javno dostupni, indirektni

³ Broj ukupno obrađenih finansijskih izveštaja privrednih društava u realnom sektoru u 2019. godini iznosio 104.487 (Agencija za privredne registre Republike Srbije, 2020).

troškovi nastaju kao posledica korišćenja u njima sadržanih informacija od strane konkurentskih preduzeća, regulatornih tela, radničkih sindikata ili fiskusa. Rizici da pojedini tržišni učesnici mogu zloupotребiti javno dostupne računovodstvene informacije kako bi potencirali nedostatke preduzeća ili im nametnuli dodatne obaveze i ograničenja, svakako umanjuju podsticaje za detaljnim obelodanjivanjima. Sa druge strane, odluka na nivou preduzeća, o obimnijem obelodanjivanju ponekad je motivisana odvracanjem konkurenata od ulaska u granu ili sprečavanjem prekomerne proizvodnje u industriji. Dakle, veza između obima i kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima i indirektnih troškova proizvodnje tih informacija je kompleksna, i zavisi od tipa prisutne i potencijalne konkurencije kao i izvora neizvesnosti na tržištu (Gal-Or, 1986, p. 86).

Koristi finansijsko-izveštajnih aktivnosti preduzeća se, u literaturi, najčešće povezuju sa ostvarenim ishodom na tržištu kapitala, materijalizovanih kroz likvidnost hartija od vrednosti, troškove kapitala i procenjenu vrednost preduzeća (Leuz i Waddock, 2008, p. 6). Informaciona asimetrija nije samo karakteristika nejednakih informacionih položaja u odnosima koji se uspostavljaju između investitora i menadžera. Naprotiv, ona je česta pojava i u odnosima između samih investitora. Ova vrsta informacione asimetrije rezultuje time da lošije informisani investitori, prilikom trgovanja, snižavaju (povećavaju) cene po kojima su spremni da kupe (prodaju) hartije od vrednosti, kako bi se zaštitili od gubitaka iz transakcija sa bolje obavještenim stranama. Osim uticaja na cenu akcija, ovakve situacije se često reperkutuju i na broj akcija kojima su neinformisani investitori spremni da trguju. Oba efekta redukuju likvidnost konkretne vrste akcija. Finansijsko izveštavanje može preduprediti ove probleme jer javna dostupnost svih relevantnih finansijskih informacija omogućava da se, u velikoj meri, nivelišu informacioni položaji pripadnika različitih investicionih struktura, čineći težim i značajno skupljim za učesnike na tržištu kapitala da dođu u posed privatnih informacija. Time se broj bolje informisanih investitora smanjuje, kao i rizik da će trgovina biti realizovana sa učesnicima koji imaju superiornu informacionu poziciju.

Negativna selekcija, kao posledica informacione asimetrije, ispoljava se u vidu donošenja pogrešnih investicionih odluka i neefikasnoj a skupoj alokaciji kapitala. Lošije obavješteni investitori posedovaće akcije čija se likvidnost smanjuje, i zahtevaće obeštećenje u vidu većih očekivanih stopa prinosa na uloženi kapital. Neminovno je da će preduzeća, vrlo brzo biti suočena sa rastom troškova kapitala (Gârleanu & Pedersen, 2004). Primera radi, Rock (1986) je predstavio model u kome se potcenjivanja akcija u inicijalnoj javnoj ponudi može obrazložiti argumentom da preduzeća moraju nuditi akcije sa popustom, kako bi obezbedila da i manje informisani investitori učestvuju u njihovoj kupovini. Myers i Majluf (1984) su modelom obuhvatili preduzeća koja imaju realne profitabilne investicione mogućnosti, čija realizacija zahteva emitovanje dodatnih akcija kako bi se prikupila sredstva za preduzimanje projekata. Oni su došli do zaključka da će informacije, asimetrično distribuirane među investitorima, uticati na to da preduzeća ili preskoče profitabilne investicione mogućnosti ili promene finansijsku strukturu u korist duga.

U literaturi postoje i modeli koji povezuju finansijsko izveštavanje sa troškovima kapitala i vrednovanjem preduzeća, a bez pozivanja na likvidnost tržišta. Lambert, Leuz i Verrecchia (2012) su demonstrirali važnu interakciju između imperfektne likvidnosti tržišta i informacione asimetrije, a u kontekstu troškova kapitala. Oni smatraju da stepen nelikvidnosti tržišta utiče

na obim informacija koje su reflektovane u cenama akcija. Posledično, nelikvidnost tržišta umanjuje preciznost informacija kojima investitori raspolažu i povećava troškove kapitala. Preciznije, oni smatraju da uticaj informacione asimetrije među investitorima, na troškove kapitala, zavisi od stepena konkurencije na tržištu, te da troškove kapitala smanjuje veća dostupnost finansijskih informacija širokom krugu investitora, a ne ublažavanje informacione asimetrije per se.

Dodatno, nekvalitetan i nekompletan sistem finansijskog izveštavanja vodi neefikasnoj disperziji rizika jer investitori nisu svesni postojanja nekih preduzeća na tržištu. U tom smislu, motivacija pružanja kvalitetnih računovodstvenih informacija za manje poznata preduzeća (ili manje razvijena tržišta kapitala) trebalo bi da bude povećanje baze potencijalnih investitora kroz privlačenje pažnje investicione javnosti na dodatne alternative disperzije rizika sa krajnjim efektom snižavanja troškova kapitala (Merton, 1987). Razume se da je motivacija velikih i poznatih preduzeća, koja prate mnogobrojni finansijski analitičari i investitori, značajno drugačija.

Šire posmatrano, korporativno finansijsko izveštavanja ipak nadilazi ekonomske efekte za pojedinačna preduzeća i njihove konkurente. Kako računovodstvene informacije ne pružaju samo istorijske podatke o poslovnim događajima već se, sofisticiranom finansijskom analizom, iz njih mogu izvući zaključci o potrošačkim trendovima, tehnološkom napretku, operativnim praksama, načinima korporativnog upravljanja i slično, finansijski izveštaji pojedinih preduzeća, ili grupa preduzeća, mogu poslužiti investitorima kao vredan reper (benčmark) u procesu evaluacije efikasnosti menadžmenta i procene vrednosti drugih izveštajnih entiteta, a predstavljaju i koristan izvor informacija za preduzeća koja ne pripadaju istoj industriji. Iako je, globalno, inkrementalni informacioni doprinos pojedinačnih finansijskih izveštaja relativno mali, informacioni transferi omogućeni publikovanjem finansijskih izveštaja svih preduzeća, imaju ogromne koristi za tržišta i privrede u celini. Obelodanjivanjem većeg obima relevantnih informacija smanjuje se neizvesnost i povećava cenovnu efikasnost, pa ne iznenađuje što kvalitet finansijskih izveštaja može biti kritičan faktor privlačenja investitora iz drugih preduzeća ili industrija i preusmeravanja (alokacije) kapitala ka onim privrednim granama koje pridaju više značaja informacionoj vrednosti finansijskih izveštaja (Fishman i Hagerty, 1989).

Ekonomске posledice ne(kvalitetnih) računovodstvenih informacija su jasno uočljive a delimično i materijalno merljive na ekstremnim praksama lažnog finansijskog izveštavanja. Da bi informacije sadržane u finansijskim izveštajima mogle biti ocenjene kao kvalitetne, one moraju biti u saglasnosti sa realnim poslovnim aktivnostima i performansama preduzeća. Ako finansijski izveštaji portretiraju preduzeće kao relativno efikasno, objektivizacija njihovog kvaliteta će podrazumevati realno povećanje tržišnog učešća ili smanjenje prodajnih cena proizvoda. Ukoliko to nije slučaj, javljaju se sumnje u obmanjujući karakter finansijskih izveštaja, a rastu i rizici otkrivanja. Dosadašnja praksa pokazuje da finansijski skandali zapravo podrazumevaju sinergetski efekat lažnog izveštavanja i distorzije stvarnih poslovnih aktivnosti. Računovodstvene prevare, generišući nerealistična očekivanja, vode neefikasnom vrednovanju ne samo kapitala već i obaveza. Kako je većina kreditnih ugovora zasnovana na računovodstvenim pokazateljima, manipulacije finansijskim izveštajima pomažu preduzećima da odlože/izbegnu bankrotstvo ili dođu do dodatnih jeftinih zajmova kojima se poverioci dovode u zabludu finansiranja neoptimalnih poslovnih aktivnosti.

Posledice se u amplitudama prenose sa preduzeća na industriju, tržište i konačno, na celokupnu privredu. Definisane prodajne cene i količina proizvoda, od strane jednog preduzeća, na tržištu na kome proizvodi nisu potpuno nezavisni, utiće na ponašanje svih ostalih preduzeća u industriji. Ukoliko se menadžeri, zarad ostvarivanja ličnih interesa, odluče da počine prevaru, predstavljajući svoja preduzeća efikasnijim nego što zaista jesu, ostala preduzeća na tržištu naprezaće se da dostignu taj nivo efikasnosti. Neoptimalno ponašanje jednog preduzeća će, pre ili kasnije, dovesti do ispoljavanja njegovih loših finansijskih performansi, dok će i ostala preduzeća iz iste industrije podnositi gubitke, budući da će tržišna cena njihovih proizvoda veštački biti postavljena na niskom nivou. Potencijalno, samo jedno, dovoljno uticajno preduzeće može, raskorakom između optimističnih rentabilitetnih performansi prikazanih u finansijskim izveštajima i skromnih stvarnih rentabilitetnih ostvarenja, izložiti bankrotstvu čitavu industriju.

Jedan od eklatantnih primera ovakve prevare je kompanija WorldCom Inc. (WC) koja je bila vodeći igrač na tržištu telekomunikacija. Sa dva najveća konkurenta (Sprint i ATT) kontrolisala je preko 60% tržišta. Akcije sve tri kompanije su javno prometovane na organizovanim tržištima kapitala i njihovi finansijski izveštaji bili su javno dostupni. Tokom perioda lažnog finansijskog izveštavanja, WC je povećavala svoje tržišno učešće brže od konkurenata, istovremeno prikazujući dobra rentabilitetna dostignuća. WC zapravo je primer kompanije koja je tržišno učešće povećavala ponašajući se kao da je efikasna onoliko koliko su sugerisali njeni finansijski izveštaji (Sadka, 2006). Nakon otkrivanja prevare, 2002. godine, kompanija je bankrotirala zbog nemogućnosti da plaća obaveze.

Nažalost, istraživanja pokazuju da su se efekti preivali mnogo dalje. Budući da je WC, oko 3 milijarde dolara provizija, koje je plaćala provajderima internet i ostalih usluga prenosa podataka, umesto kao troškove u bilansu uspeha, iskazivala kao nematerijalnu imovinu u bilansu stanja, što je dovelo do precenjivanja dobitaka u trogodišnjem periodu od čak 3,3 milijarde dolara, podizvođači njegovih usluga su vršili investiciona ulaganja u mreže i opremu na osnovu očekivanog nivoa korišćenja mreže. Kako su se oslanjali na informacije koje je WC pružala u pogledu buduće tražnje, dodatno su se izlagali prekomernim a nenadoknadivim troškovima akvizicije klijenata. Na račun lažne slike prikazane u finansijskim izveštajima, WC je pozajmljivao sredstva po nižim kamatnim stopama, i preduzimao niz skupih akvizicija koje je plaćao svojim precenjenim akcijama. U 2001. godini, WC je zaradio čak 8% svog prihoda zahvaljujući ugovorima sa državom i federalnim vlastima. Analiza studije slučaja pokazala je da je finansijsko-računovodstvena prevara WorldCom-a uništila 7,8 milijardi dolara bogatstva akcionara drugih američkih telekomunikacionih kompanija (Sidakt, 2003, p. 235).

Već je bilo govora o tome da su opstanak i svrsishodnost mnogobrojnih industrija uslovljeni regulacijom. Međutim, da bi regulacija bila efikasna, neophodno je da pripadnici industrije pružaju regulatornim telima istinite, kompletne i blagovremene informacije. U suprotnom, regulatori ne mogu voditi politiku koja je prilagođena aktuelnim tržišnim uslovima. Smatra se da je WC, lažnim finansijskim izveštavanjem, osim nanošenja materijalne štete sopstvenim i investitorima direktno ili indirektno povezanih kompanija, uticao i na donošenje pogrešnih odluka od strane regulatora u pogledu izdavanja dozvola za rad i uključivanja u cenovnu regulaciju ostalih kompanija iz industrije telekomunikacija (Sidakt, 2003, p. 236-237).

Verovatnoća realizacije velikih gubitaka (pa čak i bankrotstva) preduzeća koja povlače poslovne poteze rukovodeći se ponašanjem i finansijskim izveštajima firme koja je prevaru počinila, može implicirati ozbiljan pad produktivnost i rast cena u okviru industrije. Privremeno zaustavljanje tehnološkog razvoja, nestabilnost tržišta kapitala, pad budžetskih prihoda usled smanjenog priliva poreza od preduzeća koja su direktno ili indirektno pogođena neetičkim ponašanjem menadžera i računovođa jednog preduzeća, samo su neki od ekonomskih efekata preliivanja posledica na privredu. Dakle, dodatna specifičnost finansijskih izveštaja kao medijatora poslovne komunikacije je i u tome što je njihov inkrementalni pojedinačni doprinos funkcionisanju finansijskih sistema relativno mali (u literaturi ne postoje izolovani primeri preduzeća koja su kvalitetnim finansijskim izveštavanjem proizvela multiplikovane pozitivne efekte na privrede ili tržišta), dok štete uzrokovane lažnim finansijskim izveštavanjem pojedinačnih entiteta mogu biti nesagledive.

WC nije izolovani primer ogromnih negativnih posledica koje nekvalitetno finansijsko izveštavanje ostavlja ne samo za izveštajni entitet i njegove investitore (dodatni primeri prikazani su u Tabeli 3.) već i za povezana preduzeća iz industrije, regulatorna tela, tržište kapitala i poverenje u sistem finansijskog izveštavanja. Ako se uzmu u obzir i podaci koji pokazuju da je samo u Americi broj javno kotiranih kompanija koje su, na zahtev SEC-a, morale da koriguju (isprave materijalno značajne nepravilnosti koje ne zadovoljavaju kriterijume definicije prevara) prethodno već revidirane godišnje finansijske izveštaje porastao sa 98 u 2000. godini, na 253 u 2004. godini (Hunron Consulting Group, 2005), jasno je da kriza kvaliteta računovodstvenih informacija postoji i u zemljama čija finansijska snaga i politički uticaj proističu iz razvijenog tržišta kapitala i korporativne kulture.

Tabela 3. Gubici tržišne kapitalizacije uzrokovani računovodstvenim manipulacijama

Kompanija (Sektor)	<i>Euron</i> (Energetika)	<i>WorldCom</i> (Telekomunikacije)	<i>Adelphia</i> (Usluge kablovske telekomunikacije)	<i>Global Crossing</i> (telekomunikaciona infrastruktura)	<i>Health South</i> (Zdravstvena zaštita)	<i>AOL Time Warner</i> (Mediji)	<i>Parmalat</i> (Obrada hrane)	<i>Royal Ahold</i> (Trgovinski lanac super- marketa)	<i>Vivendi Universal</i> (Mediji i telekomunikacije)	<i>Elan</i> (Farmacija)	<i>Alstom</i> (Inžinjering)
Godina	2001.	2002.	2002.	2001.	2002.	2002.	2003.	2003.	2002.	2002.	2003.
U milijard. \$	20	22	2,48	1,7	2,6	9,1	1,7	9,2	16	3,8	1,7
U procentima	98%	83%	70%	91%	70%	7,4%	91%	69%	59%	47%	62%

Izvor: Grant i Visconti (2006, p. 369-372)

Posledice nekvalitetnog i lažnog finansijskog izveštavanja su opsežne i u materijalnom smislu najviše pogađaju investitore i sama preduzeća. Kompanije koje se povezuju sa velikim otkrivenim finansijskim skandalima najčešće bivaju likvidirane sa tržišta. One koje uspeju da izbegnu bankrotstvo, teško se oporavljaju jer im gubitak kredibiliteta onemogućava da dođu do dodatnog kapitala. Gubici investitora tada se ne mere samo visinom izgubljenog kapitala, već i visinom kapitalnih dobitaka i dividendi koji bi ostvarili da su kapital plasirali u bolje investicione alternative (preduzeća). Lista gubitaka time se ne završava. Primeri neetičkog ponašanja menadžera i pripadnika profesije (računovođa i revizora), unošenjem nepoverenja, destabilizuju sistem finansijskog izveštavanja, što investitore izlaže dodatnim troškovima

provere i procene kvaliteta informacija koje su sadržane u publikovanim i revidiranim finansijskim izveštajima. Opšta nesigurnost stvorena krahom tržišnih gigantata, koji se iz lažnih računovodstvenih informacija nije mogao naslutiti, stvara panične reakcije koje se ne mogu objasniti teorijama racionalnog ponašanja investitora, ugrožava osnovne postulate funkcionisanje tržišta kapitala, i dovodi do oštrih reakcija regulatornih tela koje rezultuju u propisivanju strogih, a često i skupih, zahteva koje moraju zadovoljiti i ona preduzeća koja su bila posvećena dobroj računovodstvenoj praksi.

Prema Malinić (2010), značaj finansijskih izveštaja i potreba jačanja kredibiliteta računovodstvene profesije potiču iz tri važne činjenice: informacije sadržane u finansijskim izveštajima nezamenljive su u proceni vrednosti preduzeća i njegove izloženosti poslovno-finansijskim rizicima; javni karakter finansijskih izveštaja, redovnost njihovog sastavljanja i visoko razvijeni standardi i kodeksi kojima se postavljaju okviri kvaliteta u njima sadržanih informacija čine ih sredstvom zaštite javnog interesa; jaka povezanost između finansijskih informacija, efikasnosti finansijskih tržišta i stabilnosti finansijskog sistema definiše visok nivo odgovornosti svih učesnika u lancu finansijskog izveštavanja, a posebno pripadnika računovodstvene profesije.

Iako se ekonomske konsekvence nekvalitetnog finansijskog izveštavanja najčešće povezuju sa netransparentnim informisanjem i dovođenjem u zabludu investitora na tržištima kapitala, to ne znači da u tranzicionim privredama, čija su tržišta plitka i nelikvidna, kvalitetu finansijskih izveštaja ne treba posvećivati dužnu pažnju. Naprotiv, kvalitet finansijskog izveštavanja potrebno je postaviti, ne samo u kontekst odgovornosti prema transparentnom i istinitom informisanja poverilaca koje je iznimno važno, već i u funkciju razvoja u najširem smislu.

Kako tržište kapitala ne može postojati, niti se razvijati, bez korporativnih oblika preduzeća čija je egzistencija uslovljena zainteresovanošću stranih i domaćih investitora, čini se da je ustrojavanje kredibilne računovodstvene profesije koja će imati kapacitet redukovana informacionih rizika, privlačenja pažnje investicione javnosti i promovisanja značaja finansijsko izveštavanja, važan infrastrukturni preduslov razvoja privredne aktivnosti. Neophodno je, dakle, da država prepozna sistem finansijskog izveštavanja kao važnu determinantu razvoja tržišta, i da opredeli adekvatne ljudske i finansijske resurse realizaciji ovog cilja od strateške važnosti. Unapređenje zakonske regulative i formiranje kredibilnih regulatornih tela kojima bi se, formalno i suštinski, dala ovlašćenja nadzora nad sistemom finansijskog izveštavanja i informisanja javnosti o uočenim materijalnim nedostacima računovodstvenih informacija izveštajnih entiteta, ulaganje u edukaciju i sertifikaciju računovođa i revizora privatnog i javnog sektora, precizno definisanje odgovornosti i sankcija za učesnike sistema i intenzivne aktivnosti na promovisanju informacionog sadržaja i značaja finansijskih izveštaja, samo su neki od koraka koji mogu doprineti podizanju svesti šire javnosti o ulozi finansijskog izveštavanja u razvijanju korporativnog ambijenta.

II KONCEPTUALNI PRISTUPI MERENJU KVALITETA

1. Pregled empirijskih istraživanja na području kvaliteta

Tokom godina, istraživači su osmislili različite mere kvaliteta računovodstvenih informacija kojima se ocenjuje nivo njihove korisnosti u specifičnom kontekstu odlučivanja. Hronološki posmatrano, kvalitet se u svojstvu prideva računovodstvenih informacija pojavio kao karakteristika koja označava njihovu korisnost u procenjivanju vrednosti kapitala iz perspektive investitora. Lev je, sumirajući literaturu i empirijska istraživanja u prethodnom, dvadesetogodišnjem periodu, popularizovao sintagmu "kvalitet finansijskih informacija" zaključivši da: "Pre povezivanja računovodstvenih rezultata sa prinosima na akcije, nije bilo ozbiljnijih pokušaja ispitivanja kvaliteta računovodstvenih informacija." (Lev, 1989, p. 175)

U knjizi koja nosi naziv "Kvalitet računovodstvenih dobitaka", O'Glove je, u pokušaju da objasni o čemu ona govori, jasno precizirao iz čije perspektive se kvalitet definiše: "Svaki investitor želi da sazna najbolji način na koji je moguće izabrati akcije, i da poseduje jasan set signala koji mu govore kada da kupi ili proda. Na kraju, odluke se donose na bazi mešavine strahova, nadanja, predosećaja i informacija, koji dolaze iz komunikacije sa drugim ljudima. Većina investitora misli da eksperti imaju sve odgovore, a eksperti su samo ljudi koji žele da ih uvere da baš oni raspolažu činjenicama, da su sposobni da ih tumače i daju im savete i preporuke, garantujući im da će biti nagrađeni ukoliko ih poslušaju. To, nažalost, često nije tako." (O'Glove, 1978, p. 1) On je zapravo pokušao da sugeriše da kvalitet računovodstvenih informacija znači različite stvari za različite pojedince, te da će ishodi odluka koje donose investitori zavisiti od njihovih pojedinačnih napora u dostizanju tog kvaliteta. Računovodstvena akademska zajednica nastavila je da koristi termin kvalitet referišući na korisnost računovodstvenih informacija u procesu procenjivanja iz ugla tržišta kapitala, ali je on vrlo brzo evoluirao prožimajući druge kontekste. U konverzionom smislu, kvalitet često ukazuje na superiornost ili izvrsnost, pa teorijska i empirijska građa u vezi sa kvalitetom računovodstvenih informacija, danas, prihvata višedimenzionalni karakter njegove definicije, zahvatajući ogroman opus naučnih radova koji obrađuju raznovrsne aspekte korisnosti (kvaliteta) finansijskih izveštaja.

U najširem smislu, kvalitetne računovodstvene informacije mogu se definisati kao verno predstavljanje karakteristika fundamentalnog zarađivačkog procesa preduzeća, koje su relevantne za donošenje konkretne odluke (Dechow, Ge and Schrand, 2010a, p. 1). Ovakva definicija implicira da sintagma "kvalitetne računovodstvene informacije" ne može imati sadržaj (smisao) bez preciziranja konteksta odlučivanja, jer se odluke međusobno razlikuju upravo po karakteristikama zarađivačkog procesa koje su relevantne za njihovo donošenje. Pluralizam odluka i korisnika, čiji se konflikti interesi prelamaju u finansijskim izveštajima, onemogućava konstruisanje jedne univerzalne mere kvaliteta računovodstvenih informacija koja je svrsishodna u svim kontekstima odlučivanja. No bez obzira na to, najčešće korišćene aproksimacije kvaliteta ipak je moguće identifikovati i klasifikovati.

Grupa autora koja se posvetila istraživanju literature iz oblasti kvaliteta računovodstvenih informacija, identifikovala je preko 350 naučnih članaka koji su obrađivali ovu temu, i to samo u pet najrespektabilnijih računovodstvenih časopisa, od njihovog nastanka pa do izdanja u 2008. godini (P. Dechow, Ge i Schrand, 2010): *Contemporary Accounting Research* (1984-2008); *Journal of Accounting and Economics* (1980-2008); *Journal of Accounting Research* (1964-2008); *Review of Accounting Studies* (1996-2008); *The Accounting Review* (1970-2008).

Na temelju široke i duboke analize ovako odabranog štiva, Dechow, Ge i Schrand (2010b, p. 350) su, u literaturi najzastupljenije, attribute kvaliteta podelili u tri kategorije: 1) statističke karakteristike računovodstvenih rezultata; 2) reakcije investitora na objavljene računovodstvene rezultate i 3) eksterne indikatore kvaliteta finansijskih izveštaja. Poslednja kategorija specifična je za američku literaturu, imajući u vidu da se kao indikatori (ne)kvaliteta finansijskih izveštaja kao celine pojavljuju Saopštenja komisije za hartije od vrednosti o pokretanju postupaka zbog računovodstvenih i revizorskih manipulacija u finansijskim izveštajima (skr. SRRM, izvorno AAER, engl. SEC Accounting and Auditing Enforcement Releases), korigovani finansijski izveštaji i nedostaci procedura internih kontrola prijavljeni u zvaničnim zakonskim obrascima, a u skladu sa Sarbanes Oxley aktom (SOX) koji je stupio na snagu 2002. godine. Zbog svoje specifičnosti i ograničenosti na smo jedno, doduše veliko i izuzetno razvijeno tržište, ova kategorija će u nastavku samo ukratko biti objašnjena.

Američka Komisija za hartije od vrednosti SEC (engl. Security Exchange Commission) objavljuje SRRM tek nakon okončanja istrage i pokretanja sudskih postupaka protiv kompanija, njihovih menadžera ili revizora. Više od polovine (54%) SRRM odnosi se na precenjivanje prihoda, a u najvećem broju slučajeva (49,2%) SEC optužuje menadžere za namerno pogrešno prikazivanje finansijskog i prinostnog položaja preduzeća u finansijskim izveštajima, odnosno za prevarno finansijsko izveštavanje (Dechow, Larson i Sloan, 2011, pp. 27-29). Istraživanja kvaliteta finansijskih izveštaja sprovedena na uzorcima SRRM, imaju svoje prednosti ali i nedostatke. Imajući u vidu da, zbog ograničenog budžeta, SEC pokreće sudske postupke i izdaje SRRM samo za preduzeća za koja poseduje jake dokaze o počinjenim manipulacijama, istraživači se sa velikom verovatnoćom mogu pouzdati u zaključak da se u njihovom uzorku zaista nalaze finansijski izveštaji u kojima postoje materijalno značajna odstupanja stvarnih od obelodanjenih finansijskih performansi. Imajući u vidu da je osnovna uloga SEC-a zaštita investitora na tržištu kapitala, Komisija detaljno istražuje i procesuirala samo slučajeve preduzeća koja imaju veliku tržišnu kapitalizaciju, slučajeve inicijalnih javnih ponuda i slučajeve preduzeća koja javno emituju dužničke i vlasničke hartije od vrednosti. U tom smislu, postoji svojevrsna pristrasnost izbora preduzeća koja se u ovakvim uzorcima nalaze, i velika verovatnoća da se određeni broj preduzeća, koja se faktički bave manipulacijama, neće naći na "radaru" SEC-a, a time ni u uzorku. U literaturi postoji konzistentni i uverljivi empirijski dokazi da investitori negativno reaguju na SRRM, ali je mnogo teže argumentovano interpretirati ovakve rezultate. Njihova reakcija može biti posledica činjenice da oni revidiraju procene budućih novčanih tokova jer su dobili informaciju da su prošle finansijske performanse bile značajno niže od onih koje su publikovane u finansijskim izveštajima. Drugi razlog može biti njihova reevaluacija budućih stopa rasta i diskontne stope. Treći razlog može biti revizija očekivanja usled povećanog informacionog rizika (nepreciznosti računovodstvenih informacija). Konačno, procene budućih novčanih tokova mogu biti revidirane usled očekivanja visokih sudskih i reputacionih troškova izazvanih objavljivanjem SRRM.

Za razliku od SRRM, korigovani finansijski izveštaji (KFI) ne moraju biti posledica unapred smišljene namere da se korisnicima prikaže željena slika finansijskog i rentabilitetnog položaja preduzeća, veći i nenamernih grešaka u primeni računovodstvenih pravila i principa (slabosti računovodstvenog sistema preduzeća) koje dovode do potcenjivanja/precenjivanja računovodstvenih rezultata. Zbog toga su uzorci izvedeni na bazi KFI značajno veći, ali, iako eliminišu pristrasnost izbora preduzeća u uzorak, kreiraju problem njegove velike heterogenosti.

Zvanično prijavljeni nedostaci u procedurama internih kontrola, mogu biti uzrokovani različitim vidovima organizacionih promena, a njihove posledice se mogu kretati u opsegu od benignih računovodstvenih grešaka, preko osmišljenog oportunističkog upravljanja računovodstvenim rezultatima, pa do korigovanja finansijskih izveštaja. Zbog toga je korišćenje prijavljenih nedostataka u sistemima internih kontrola, kao aproksimacije kvaliteta računovodstvenih informacija, povezano sa problemom korelisanosti faktičkog obelodanjivanja slabosti internih kontrola sa podsticajima menadžera i revizora da ove slabosti prijave. Posledično, empirijski dokazi tim povodom nisu konzistentni. Dok sa jedne strane postroje istraživanja koja ukazuju da su prijavljene slabosti sistema internih kontrola povezane sa negativnim reakcijama cena akcija (Hammersley, Myers i Shakespeare, 2008), korigovanjem prognoza očekivanih računovodstvenih rezultata finansijskih analitičara na niže i povećanjem troškova kapitala (Beneish, Billings i Hodder, 2008), druga grupa naučnih radova, empirijski je dokazala da takva uzročnost ne postoji (videti npr. Ogneva, Subramanyam i Raghunandan, 2007).

Za razliku od eksternih indikatora kvaliteta finansijskih izveštaja, atributi kvaliteta iz prve dve kategorije usko su vezani za specifične karakteristike i ponašanje računovodstvenih dobitaka/gubitaka, a najznačajniji radovi koji su ih definisali, modelirali i merili biće predmet detaljnijeg razmatranja u narednim tačkama.

1.1 Pregled determinističkih studija kvaliteta

Literatura na području kvaliteta se, osim prema aspektima kvaliteta koji su predmet istraživanja, može podeliti još i prema tome da li se atributi (aspekti, mere) kvaliteta posmatraju kao posledica delovanja određenih faktora ili kao uzrok određenih ishoda. Prvu grupu istraživanja čine tzv. determinističke studije koje za predmet imaju merenje (testiranje) značajnosti, jačine i smera delovanja karakteristika preduzeća i/ili njegovog okruženja (determinanti) na specifične aspekte kvaliteta njegovih izveštajnih rezultata, pa su u ovakvim analizama atributi kvaliteta računovodstvenih rezultata zavisne promenljive. U Tabeli 4 izvršeno je povezivanje u literaturi najčešće korišćenih atributa kvaliteta, sa njihovim najčešće testiranim determinantama. Odmah je uočljivo da je najveći broj objavljenih radova kvalitet računovodstvenih informacija procenjivao putem diskrecionih obračunskih komponenti računovodstvenih rezultata. Kako one predstavljaju područje ispoljavanja računovodstvenog subjektivizma, indirektno je moguće zaključiti da velika većina autora računovodstvene manipulacije vidi kao najveći (ali ne i jedini) rizik distorzije kvaliteta finansijskih izveštaja.

Osim toga, Tabela 4 predočava i da se determinante kvaliteta računovodstvenih informacija mogu razvrstati u šest kategorija od kojih su neke internog, a neke eksternog karaktera.

Tabela 4. Rezime istraživanja determinanti kvaliteta finansijskih izveštaja

Analizirane determinante kvaliteta		Atributi kvaliteta finansijskih izveštaja									
		Računovodstveni atributi kvaliteta izveštajnih rezultata			Atributi kvaliteta izveštajnih rezultata izvedeni kombinovanjem računovodstvenih i tržišnih informacija				Eksterni indikatori kvaliteta finansijskih izveštaja		
		Perzistentnost, prediktabilnost i karakteristike obračunskih veličina	Diskrecione komponente obračunskih veličina	Volatilnost/Uravnotežen ost računovodstvenih rezultata	Asimetrično priznavanje dobitaka i gubitaka	Frekvencija iskazivanja malih gubitaka	Frekvencija iskazivanja malih dobitaka	Relevantnost (ERC)	SRRM	Korigovani finansijski izveštaji	Nedostaci sistema internih kontrola
Karakteristike preduzeća	Finansijske performanse	1	5/2	2/1					1	2	2
	Rast	6	1						1	1/1	2
	Komponente finansijskog izveštaja	10			1	3		10	2	1	
	Veličina	1		1						1	2
	Restriktivne klauzule iz ugovora o kreditima Call opcije		2/1						3/2	2	
Praksa finansijskog izveštavanja	Računovodstvene politike			4	1			6			
	Praksa finansijskog izveštavanja		1			2	2				
	Praksa utemeljena na principima vs praksa utemeljena na pravilima			1	1	1		1			
Upravljanje i kontrola	Karakteristike upravnog odbora		3/1	1	1		2		4	2/1	1
	Procedure interne kontrole	1	2							1	
	Procenat akcija preduzeća koje se nalaze u vlasništvu menadžera		4/1	1	1			3		1/1	
	Kompenzacije utemeljene na računovodstvenim pokazateljima		4/2						2/2		
	Kompenzacije u bazirane na instrumentima kapitala		5					1	4/2	4/2	
	Promene u menadžerskim strukturama		2								
Revizori	Veličina	2/1	4					1	1/1		1/1
	Naknade za usluge revizije		3/1								
	Naknade za ostale usluge		6/3		1/1		1	2		2/1	
	Ostale karakteristike		7/2				1/1		1/1		
Podsticaji sa tržišta kapitala	Inicijalne javne ponude i naknadne emisije HOV	1	8/1						2	1	
	Merdžeri i akvizicije		3/1								
	Listiranje akcija preduzeća na više različitih berzi		2	1	1	1		1			
	Podsticaji za dostizanjem ciljanih iznosa računovodstvenih rezultata	3	3/1								
Regulativa	Politički faktori		8								
	Adekvatnost kapitala	5									
	Poreski propisi	7/2									
	SOX		2								
Institucionalni faktori		1	2	2	4	4		5			

U kolonama su prikazane u literaturi najčešće korišćene zavisne promenljive koje aproksimiraju određene aspekte kvaliteta računovodstvenih informacija. U redovima su predstavljene u literaturi najčešće testirane determinante (nezavisne promenljive) kvaliteta računovodstvenih informacija. Prvi broj u osenčenim poljima predstavlja broj naučnih radova koji su ispitivali vezu između determinante i atributa kvaliteta, dok drugi broj predstavlja broj naučnih radova koji pružaju empirijske dokaze koji nisu konzistentni sa očekivanjima i/ili teorijom.

Izvor: Prilagođeno prema Dechow, Ge i Schrand (2010a, pp. 165-166)

Karakteristike preduzeća - Prvu kategoriju determinanti čine karakteristike preduzeća koje se mogu kvantitativno izraziti, izmeriti ili aproksimirati. U značajnom broju naučnih studija, u okviru karakteristika preduzeća, testiran je uticaj dobitnih performansi, finansijskog leveridža i veličine preduzeća na attribute kvaliteta računovodstvenog dobitka. Fundamentalne ekonomske performanse preduzeća su prvi logičan izbor u analizi uticaja na kvalitet objavljenih rezultata. Kako su zvanično objavljene rentabilitetne performanse preduzeća funkcija dva faktora, od kojih je jedan neuočljiv, kvalitet računovodstvenih dobitaka često se, neopravdano, poistovećuje sa visinom izveštajnog neto dobitka. Osim toga, nemogućnost preduzeća da realizuje očekivane stope prinosa na uložena sredstva ili vlasnički kapital, stvara podsticaje da se računovodstveni informacioni sistem zloupotrebi u svrhe predavljanje finansijskih performansi boljim nego što zaista jesu. Zbog toga će literatura koja se bavi ovim problemom biti predmet posebnog razmatranja u poslednjoj tački ove glave.

Visok stepen zaduženosti preduzeća može biti uzročnik finansijskih poteškoća, povećane potrebe za dodatnim finansiranjem, kršenja restriktivnih klauzula iz ugovora o kreditima (konvenanta), pa čak povećanog rizika od bankrotstva. Nekoliko studija sugerisalo je da na izbor računovodstvenih politika utiče nivo zaduženosti i visina finansijskih racija koji konvergiraju ka ograničenjima definisanim ugovorima o kreditima, na način da se između ponuđenih alternativa biraju one koje za posledicu imaju iskazivanje viših računovodstvenih dobitaka (Bowen, Noreen i Lacey, 1981; Daley i Vigeland, 1983; Balsam, Haw i Lilien, 1995). Bartov (1993) je istražujući manipulacije računovodstvenim rezultatima putem odabira obračunskog perioda u kome će, putem prodaje dugoročne imovine, biti objektivirani u njoj sadržani latentni dobitci, ustanovio da se u periodima realizacije ovakvih prodaja neutrališu neželjene varijacije u visini računovodstvenih rezultata i predupređuju restrikcije predviđene dužničkim ugovorima. Efendi, Srivastava i Swanson (2007) su sugerisali da su KFI češća pojava u preduzećima koja imaju veće učešće rashoda od kamata u rezultatu iz poslovnih aktivnosti, dok rezultati istraživanja Dechow, Sloan i Sweeney (1996) indikuju da je, u uzorku preduzeća o kojima je SEC izdao SRRM, izbegavanje kršenja konvenanta među najvažnijim motivima za oportunističko precenjivanje izveštajnih rezultata. Iako su mnogobrojne studije dokazale da visoka zaduženost i restriktivne klauzule iz kreditnih ugovora ostavljaju posledice na pouzdanost računovodstvenih informacija, činjenica da su ovakva saznanja dostupna kreditorima i investitorima, upućuje na zaključak da će njihova pozornost uvek biti veća kod donošenja odluka o visoko zaduženim preduzećima, te da kvalitet računovodstvenih rezultata neće biti kompromitovan jer će ih korisnici uvek racionalno revidirati na niže.

Istraživači su veliku pažnju poklanjali i analizi uloge rasta preduzeća na različite aspekte kvaliteta računovodstvenih informacija. Studije koje su ispitivale uticaj investicionih mogućnosti i rasta preduzeća, merenih stopom rasta prihoda od prodaje ili stopom rasta neto poslovne imovine (nakon isključivanja neto finansijske imovine), utvrdile su da postoji negativna korelacija između stopa rasta i perzistentnosti računovodstvenih dobitaka (Penman

& Zhang, 2002). Osim toga, u literaturi postoje indicije i da je negativna veza posledica uticaja rasta preduzeća na greške u merenju obračunskih veličina i na izraženije podsticaje za manipulacije (S. A. Richardson, Sloan, Soliman, & Tuna, 2006).

Veličina preduzeća može se posmatrati kao aproksimacija političkih troškova (vidljivosti), informacionog okruženja, pritisaka sa tržišta kapitala, dostupnosti finansijskih resursa ili kvaliteta sistema internih kontrola. Usled toga, empirijski rezultati ne podržavaju isti smer veze između veličine preduzeća i različitih atributa kvaliteta računovodstvenih informacija. Ranije studije polazile su od pretpostavke da su veća preduzeća sklona izboru računovodstvenih politika koje potcenjuju izveštajne dobitke, kao odgovor na viši nivo političko-regulatornog nadzora (Watts & Zimmerman, 1978). Sa druge strane, Zmijewski i Hagerman (1981) pokazali su da se individualni računovodstveni izbori mogu posmatrati samo kao deo opšte izveštajne strategije preduzeća, imajući u vidu da rezultati istraživanja zavise od prirode ispitivane računovodstvene metode ali i od mnogih drugih karakteristika preduzeća koja se nalaze u uzorku. Moses (1987) je sugerisao da je veličina preduzeća i njegovo tržišno učešće povezano sa promenama računovodstvenih politika na način koji omogućava vođenje politike uravnoteženih računovodstvenih dobitaka. Negativnu asocijaciju između veličine preduzeća i materijalnih slabosti sistema internih kontrola dokumentovali su Ge i McVay (2005), Ashbaugh-Skaife *et al.* (2007) i Doyle *et al.* (2007). Istraživanja koja ocenjuju kvalitet objavljenih finansijskih performansi u odnosu na primenjene računovodstvene politike, moraju staviti pod kontrolu razlike u fundamentalnim karakteristikama preduzeća, a pre izvođenja zaključka o postojanju oportunističkog ponašanja, jer su empirijski dokazi više puta sugerisali da su fundamentalne karakteristike preduzeća povezane sa izborom računovodstvenih politika. Konačno, uzimajući u obzir da veličina preduzeća determiniše mnogobrojne karakteristike preduzeća, potrebno je imati u vidu da zaključke o odnosu veličine preduzeća i kvaliteta njegovih računovodstvenih informacija nije moguće generalizovati.

Praksa finansijskog izveštavanja - Druga determinanta kvaliteta je, po svojoj prirodi, veoma heterogena kategorija koju su istraživači aproksimirali na različite načine. Pod praksom finansijskog izveštavanja može se podrazumevati obaveznost primene određenih računovodstvenih metoda, pa i čitavog regulatornog okvira, u kom slučaju je moguće upoređivati kvalitet objavljenih performansi u zemljama u kojima postoji obaveza primene određene računovodstvene metode sa kvalitetom finansijskih informacija u zemljama u kojima postoji mogućnost izbora između više različitih metoda. Predmet istraživanja mogu biti različiti vremenski periodi u zemljama u kojima je došlo do promene profesionalne regulative kako bi se izmerio uticaj promene prakse finansijskog izveštavanja. Osim toga, za aproksimaciju faktora „praksa finansijskog izveštavanja“ korišćene su varijable koje su merile zahteve za obelodanjivanjima, stepen u kome se nacionalni računovodstveni standardi razlikuju od MRS i MSFI, da li je regulatorni okvir finansijskog izveštavanja zasnovan na pravilima ili principima, i slično (videti npr. (Ashbaugh i Pincus, 2001; Barth, Landsman i Lang, 2008).

Upravljanje i kontrola - Inicijalni teret odgovornosti za kvalitet informacija sadržanih u finansijskim izveštajima podnosi uprava preduzeća. Uloga menadžmenta je dominantna u procesu oblikovanja, izveštavanja i raspodele dobiti. U kom stepenu će menadžment ispoljavati oportunističko ponašanje, i time ugrožavati kvalitet informacija o ostvarenim performansama,

zavisi od ličnih karakteristika (stručnosti, etičnosti i nezavisnosti) članova borda direktora (Beasley, 1996; Farber, 2005; Larcker, Richardson i Tuna, 2007), načina na koji su definisane njihove kompenzacije (Christie, 1990; Holthausen, Larcker i Sloan, 1995; Bergstresser i Philippon, 2006), njihovog učešća u vlasništvu (Dhaliwal, Salamon i Smith, 1982; Warfield *et al.*, 1995; Larcker, Richardson i Tuna, 2007) i učestalosti kadrovskih promena u upravljačkom timu (Pourciau, 1993). Sa druge strane, dobro postavljen i efikasan sistem internih kontrola (koji, između ostalog, podrazumeva dobro postavljene interne procedure finansijskog izveštavanja ali i efikasno funkcionisanje internih tela poput odbora za reviziju) može biti mehanizam koji će u velikoj meri ograničiti manipulativni prostor za oportunističko ponašanje. Nesporno je da su karakteristike menadžmenta i sistem internih kontrola veoma važne i kompleksne determinante kvaliteta finansijskih izveštaja koje mogu imati suprotan predznak uticaja na kvalitet, ali ukoliko im je smer delovanja isti, i posledice će biti sinergetske.

Revizori - Poznata je uloga eksterne revizije u procesu finansijskog izveštavanja i doprinos koji bi trebalo da ima u obezbeđivanju i održavanju kvaliteta finansijskih informacija. Revizorski izveštaji sačinjeni od strane nezavisnih i stručnih lica pružaju razumno uveravanje o materijalnoj ispravnosti i objektivnosti informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, zbog čega su svojevrsno sredstvo potvrde njihovog kvaliteta. U kojoj meri će korisnici imati poverenja u revizorske izveštaje u pogledu kvaliteta finansijskih izveštaja, zavisi od sposobnosti revizora da detektuje namerne i nenamerne greške, autoriteta revizora da utiče na otklanjanje grešaka i podsticaja revizora da obelodani svoje nalaze. Kako u međunarodnim okvirima veliku reputaciju imaju oni koji ulaze u krug velikih revizorskih kuća (Big „4“), pri čemu se taj krug sužava usled nemogućnosti čak i velikih revizorskih kompanija da se odupru pritiscima i zadrže etiku i nezavisnost na visokom nivou, često je ispitivana zavisnost kvaliteta dobitka od toga da li reviziju obavljaju pripadnici „Big 4“ ili pak kuće koje ne pripadaju tom krugu. Na osnovu rezultata istraživanja, moglo bi se reći da izveštajni entiteti čiju su reviziju finansijskih izveštaja vršili pripadnici „Big 4“ imaju manje učešće diskrecionih komponenti u objavljenim rezultatima a samim tim i objektivnije finansijske izveštaje. Međutim, razlog tome može biti činjenica da su ove revizorske kuće, usled potrebe održavanja kredibiliteta, opreznije u izboru klijenata i konzervativnije u tumačenju profesionalne regulative (DeFond i Subramanyam, 1998). Naknade koje velike revizorske kompanije naplaćuju svojim klijentima za izvršene usluge su i do 20% veće od naknada ostalih revizorskih društava (Francis, 2004, p. 352) što se u literaturi objašnjava većim obimom angažmana, većom ekspertizom i tržišnom nadmoći. Revizorske kompanije sa ovom reputacijom imaju manji procenat sudskih sporova, što sugeriše da nisu sklone ovoj vrsti rizika pa efikasnije upravljaju portfoliom klijenata (Watkins, Hillison i Morecroft, 2004) ali i efikasnije rešavaju sporove. Zbog svega navedenog, izveštajni entiteti mogu samo izborom revizora, signalizirati verodostojnost prezentovanih finansijskih izveštaja.

Podsticaji sa tržišta kapitala - Namera preduzeća da povećava kapital putem emisije hartija od vrednosti može ostaviti posledice na kvalitet objavljenog dobitka. Sa ciljem uticaja na veću dostupnost i nižu cenu kapitala, preduzeća su spremnija da u ovakvim obračunskim periodima prave „trade off“ između različitih računovodstvenih izbora i objavljenih informacija. Posledice po kvalitet nisu jednokratne, jer manipulacije sračunate na iskazivanje određene visine dobiti u tekućem periodu, u narednim obračunskim periodima daju inverzne efekte. Slične podsticaje preduzećima daju godišnje prognoze finansijskih analitičara u pogledu

rezultata koje je potrebno ostvariti/iskazati, jer veća odstupanja od ovih nezavisno i eksterno postavljenih ciljeva uslovljavaju posledične reakcije sa tržišta kapitala (Miletić, 2019). Literatura koja za predmet istraživanja ima uticaj podsticaja sa tržišta kapitala na kvalitet računovodstvenih informacija, pre svega u kontekstu povećanog rizika od oportunističkog upravljanja izveštajnim dobitkom, detaljnije će biti razmatrana u četvrtoj glavi.

Regulativa - Najčešće istraživane eksterne determinante kvaliteta računovodstvenih informacija odnose se na regulatorne zahteve sa tržišta kapitala, političke procese, industrijsku (sektorsku) regulativu i poresku regulativu. Nekoliko studija empirijski je potvrdilo da preduzeća potcenjuju finansijske performanse putem upravljanja diskrecionim komponentama računovodstvenih rezultata u situacijama u kojima eksterni faktori, poput regulatornih intervencija ili političkih ishoda imaju potencijal generisanja visokih troškova za preduzeće (Jones, 1991; Cahan, 1992; Key, 1997; Navissi, 1999; Monem, 2003). Ova istraživanja pokazala su da regulatorni pritisci mogu dovesti do značajnih varijacija u kvalitetu računovodstvenih informacija kroz vreme ali i da mogu indukovati i trajne efekte po kvalitet, ukoliko uslovljavaju promene u ponašanju preduzeća (npr. SOX je uveo obavezno unapređenje sistema internih kontrola). Osim toga, poreska regulativa je kao pojedinačna determinanta kvaliteta takođe učestalo zastupljena u literaturi. Posebnu pažnju autora obično privlače promene u poreskim stopama uzrokovane reformama poreskog sistema, i njihov uticaj na izbor računovodstvenih politika (Boynton, Dobbins i Plesko, 1992; Scholes, Wilson i Wolfson, 1992; Klassen, Lang i Wolfson, 1993; Guenther, 1994; Maydew, 1997).

Kvalitet informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, pre svega kvalitet objavljenog rezultata, zavisi od velikog broja faktora internog i eksternog karaktera. U analizi kvaliteta potrebno je imati u vidu da su neki faktori manje ili više kontrolabilni, da nemaju svi isti ponder (značaj), da su odnosi različitih determinanti takvi da se međusobni uticaji na kvalitet mogu potirati ali i da mogu imati pojačavajuće dejstvo u koaliciji sa drugim determinantama. Kompleksnost ovog područja oduvek je bila izazov za istraživače jer su dosadašnje studije pokazale da se ne mogu doneti univerzalni zaključci i jednoznačne ocene o uticaju pojedinih faktora na kvalitet izveštajne dobiti.

1.2 Pregled konsekvencijalnih studija kvaliteta

Drugu veliku grupu istraživanja čine studije koje ispituju konsekvence kvaliteta računovodstvenih informacija, preciznije, ispituju uticaj određenih aspekata kvaliteta na ishode odluka i percepciju korisnika finansijskih izveštaja. Karakteristika ove grupe empirijskih radova je da se atributi kvaliteta pojavljuju u ulozi nezavisne promenljive. U Tabeli 5 izvršeno je povezivanje aspekata kvaliteta računovodstvenih informacija sa njihovim najčešće analiziranim posledicama. I u ovom slučaju, uočljivo je da su autori najveće interesovanje iskazivali za uticaj perzistentnosti i diskrecionih obračunskih komponenti na reakciju učesnika na tržištu kapitala.

Tržište kapitala - Veliki broj konsekvencijalnih studija posmatrao je kratkoročne prinose na akcije (Wilson, 1987; Elliott i Shaw, 1988; Elliott i Douglas Hanna, 1996; Francis, Douglas Hanna i Vincent, 1996; Defond i Park, 2001; Balsam, Bartov i Marquardt, 2002; Baber, Chen i Kang, 2006), dugoročne prinose na akcije (Ball, 1972; Harrison, 1977; Altamuro, Beatty i Weber, 2005) ali i buduće (očekivane) cene akcija (Sloan, 1996; Xie, 2001; Fairfield, Whisenant i Yohn, 2003;

Dechow, Richardson i Sloan, 2008) kao posledicu objavljivanja računovodstvenih informacija. Generalno, rezultati ovih istraživanja pokazuju da tržište preciznije reflektuje računovodstvene rezultate u kojima je veće učešće novčane u odnosu na obračunsku komponentu, te da investitori precenjuju/potcenjuju obračunske komponente računovodstvenih rezultata ne razumevajući njihove implikacije na buduću profitabilnost. Odnos između cene akcija i računovodstvenih rezultata (P/E racio, engl. Price/Earnings Ratio), kao posledica kvaliteta računovodstvenih informacija, pokazuje da preduzeća koja kontinuirano održavaju (ili premašuju) prethodno dostignutu visinu izveštajnog rezultata imaju viši P/E racio (Barth, Elliott i Finn, 1999) čak i onda kada je dostizanje prethodnog nivoa računovodstvenog dobitka postignuto manipulativnim tehnikama (Myers, Myers i Skinner, 2007). Istovremeno, investitori promptno „kažnjavaju“ preduzeća ukoliko ne ostvare njihova očekivanja u pogledu visine računovodstvenih dobitaka (Skinner i Sloan, 2002).

Tabela 5. Rezime istraživanja o posledicama kvaliteta finansijskih izveštaja

Analizirane posledice		Atributi kvaliteta finansijskih izveštaja									
		Računovodstveni atributi kvaliteta izveštajnih rezultata			Atributi kvaliteta izveštajnih rezultata izvedeni kombinovanjem računovodstvenih i tržišnih informacija				Eksterni indikatori kvaliteta finansijskih izveštaja		
		Perzistentnost, prediktabilnost i karakteristike obračunskih veličina	Diskrecione komponente obračunskih veličina	Volatilitet/Uravnoteženost računovodstvenih rezultata	Asimetrično priznavanje dobitaka i gubitaka	Frekvencija iskazivanja malih gubitaka	Frekvencija iskazivanja malih dobitaka	Relevantnost (ERC)	SRRM	Korigovani finansijski izveštaji	Nedostaci sistem internih kontrola
Tržište kapitala	Kratkoročni prinosi	5	6				1	3	2	2	
	Dugoročni prinosi	3	1								
	Budući prinosi	10/1	6/1					1			
	P/E racio	3					3				
	Troškovi vlasničkog kapitala	3	5/1	4/2	1	1		1	1	3//1	3/1
	Troškovi zaduživanja	1	1								
Ostalo	Sudski sporovi		2					2	2	1	
	Kompenzacije	2	1		1				1		
	Promene u menadžerskim strukturama				1		1	2	3		
	Revizorsko mišljenje	3/2	1/1								
	Prognoze finansijskih analitičara	1/1	3/1								
Realne aktivnosti			1	1	1	1	1	2/1	1	1	

U kolonama su prikazani atributi kvaliteta računovodstvenih informacija čiji je uticaj (kao nezavisnih promenljivih) na neki ishod u literaturi najčešće testiran. U redovima su predstavljene u literaturi najčešće korišćene zavisne promenljive koje aproksimiraju posledice kvaliteta računovodstvenih informacija. Prvi broj u osenčenim poljima predstavlja broj naučnih radova koji su ispitivali vezu između atributa kvaliteta i njegovih konsekvenci, dok drugi broj predstavlja broj naučnih radova koji pružaju empirijske dokaze koji nisu konzistentni sa očekivanjima i/ili teorijom.

Izvor: Prilagođeno prema Dechow, Ge i Schrand (2010a, pp. 167)

Troškovi vlasničkog kapitala mogu se aproksimirati diskontnom stopom koja izjednačava tekuću tržišnu vrednost preduzeća sa sadašnjom vrednošću očekivanih novčanih tokova u modelu za procenu vrednosti kapitala, bid-ask spreadom (razlikom između najveće cene koju

su kupci spremni da plate i najniže cene koju su prodavci spremni da prihvate za vlasničku hartiju od vrednosti) ili beta koeficijentom (relativna osetljivost prinosa konkretne hartije od vrednosti na promene prinosa tržišnog portfolija). Sudeći po jednoj od najcitiranijih studija iz ove oblasti (J. Francis, Lafond, Olsson, & Schipper, 2004), računovodstveno utemeljeni atributi kvaliteta objašnjavaju mnogo veći deo varijacija u troškovima vlasničkog kapitala nego tržišno utemeljeni pokazatelji kvaliteta, pri čemu, među računovodstvenim atributima kvaliteta, dominantnu ulogu ima kvalitet obračunskih veličina. Empirijski dokazi o odnosu između kvaliteta računovodstvenih informacija i bid-ask spreada su nekonzistentni i zavise od atributa kvaliteta čiji se jačina i smer uticaja istražuje (videti npr. Affleck-Graves, Callahani i Chipalkatti, 2002; Jayaraman i Shivakumar, 2013). Iako manje brojna, istraživanja o uticaju kvaliteta računovodstvenih informacija, pre svega kvaliteta obračunskih komponenti, na troškove zaduživanja (Francis *et al.*, 2005; Bhojraj i Swaminathan, 2009) sugerišu, kao i u slučaju uticaja kvaliteta na troškove vlasničkog kapitala, negativnu asocijaciju između posmatranih promenljivih (niži kvalitet računovodstvenih informacija – viši troškovi kapitala).

Ostale posledice - Osim reakcija učesnika na tržištu kapitala, autori su istraživali i druge specifične posledice kvaliteta računovodstvenih informacija. Tako su utvrdili da KFI povećavaju rizik od pokretanja sudskih sporova (Palmrose i Scholz, 2004), pri čemu je taj rizik posebno izražen u situacijama u kojima KFI menjaju prethodni obrazac kretanja računovodstvenih dobitaka (Lev, Ryan i Wu, 2008). Atribut kvaliteta koji je najfrekventnije dovođen u vezu sa vrstom revizorskog mišljenja je veličina obračunske komponente računovodstvenog rezultata. Francis i Krishnan (1999) su empirijski ustanovili da postoji veća verovatnoća davanja modifikovanog revizorskog mišljenja (zbog neizvesnosti po pitanju realizacije imovine i problema u vezi sa stalnošću poslovanja) preduzećima koja imaju visoko učešće obračunskih komponenti u računovodstvenim rezultatima, dok Bradshaw, Richardson i Sloan (2001) ovakve zaključke nisu potvrdili. Nedostatak empirijskih dokaza o većoj frekvenciji modifikovanih revizorskih mišljenja u preduzećima koja imaju visoko učešće obračunskih veličina objasnili su stavom da: „Revizori mogu razumeti da precenjene obračunske komponente impliciraju veću verovatnoću redukovanja budućih računovodstvenih dobitaka i kršenja profesionalne regulative, ali se od njih ne očekuje da ovakvu informaciju komuniciraju investitorima kroz revizorska mišljenja. Procena kvaliteta obračunskih komponenti, dakle, nije u ingerenciji revizora.“ (Bradshaw, Richardson i Sloan, 2001, pp. 46-47).

Kako će literatura koja dovodi u vezu kvalitet računovodstvenih informacija sa menadžerskim kompenzacijama i prognozama finansijskih analitičara biti detaljnije elaborirana u okviru četvrte glave, na kraju će biti pomenuta još samo empirijski potvrđena veza između atributa kvaliteta sa jedne strane i investicione efikasnosti preduzeća i dobrovoljnog obelodanjivanja (koje pripadaju realnim aktivnostima) sa druge strane. Biddle, Hilary i Verdi (2009) pokazali su da kvalitetniji finansijski izveštaji doprinose efikasnijem investiranju na način da ograničavanju prekomerno investiranje i podstiču investiranje u preduzećima u kojima ono nije dovoljno. Osim toga, sugerisali su da je nivo investiranja preduzeća koja imaju kvalitetnije finansijske izveštaje manje osetljiv na promene u makro-ekonomskim uslovima. Biddle i Hilary (2006) su, aproksimirajući kvalitet volatilnošću i konzervativizmom računovodstvenih rezultata kao i izbegavanjem iskazivanja gubitaka, dokazali hipotezu da veći kvalitet

unapređuje investicionu efikasnost putem smanjenja informacione asimetrije između menadžera i provajdera kapitala.

Obim dobrovoljnog obelodanjivanja endogeno je određen kvalitetom računovodstvenih informacija. Ovakva konstatacija podržana je istraživanjima koja pokazuju da preduzeća čija je relevantnost računovodstvenih rezultata na nižem nivou, u većoj meri obelodanjuju informacije o pro-forma zaradama (Lougee i Marquardt, 2004), kao i da menadžeri preduzeća čije su buduće finansijske performanse manje izvesne, dobrovoljno obelodanjuju detaljnije informacije o pozicijama bilansa stanja, zajedno sa kvartalnim najavama računovodstvenih rezultata (Chen, Defond, & Park, 2002).

U naučnim radovima najzastupljeniji aspekti (činioci) kvaliteta računovodstvenih informacija, bilo da se posmatraju kao uzrok (nezavisna promenljiva) nekog ishoda ili posledica (zavisna promenljiva) delovanja definisanih faktora, mogu se podeliti na računovodstvene i tržišne. Računovodstveni atributi kvaliteta (obračunske komponente, perzistentnost, prediktabilnost i volatilitet) izvode se isključivo na bazi računovodstvenih informacija i temelje se na pretpostavci da je osnovna funkcija računovodstvenog dobitka da izvrši pravilnu alokaciju novčanih tokova na obračunske periode koristeći se obračunskim pozicijama. Za razliku od njih, tržišni atributi (konzervativizam i relevantnost) modeliraju kvalitet računovodstvenih rezultata kao funkciju računovodstvenih i tržišnih informacija, pri čemu se izveštajni dobitak posmatra kao refleksija ekonomskog dobitka aproksimiranog tržišnim prinosom na akcije. Konceptualni pristupi merenju kvaliteta će, u nastavku, biti sistematizovani na ovaj način, kako bi se napravila jasna distinkcija između doprinosa ovako grupisanih atributa opštoj oceni kvaliteta, posebno uzimajući u obzir nedostupnost relevantnih tržišnih informacija u privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala.

2. Definisanje, kategorizacija i merenje obračunskih veličina

U praksi dominantno zastupljena obračunska osnova računovodstva pozicionirala je obračunske veličine na mesto najizazovnijeg i najznačajnijeg područja računovodstvenih istraživanja. „Informacija o izveštajnom dobitku i njegovim komponentama, koja je output obračunskog računovodstvenog procesa, obezbeđuje bolju indikaciju performansi preduzeća od informacije o novčanim prilivima i odlivima. Obračunsko računovodstvo beleži finansijske efekte transakcija i drugih događaja i okolnosti koje imaju novčane konsekvence na preduzeće i to u periodima u kojima te transakcije, događaji i okolnosti nastaju, umesto u periodima u kojima se realizuju sa njima povezani novčani prilivi i odlivi.“ (Statement of Financial Accounting Concepts No. 1, Paragraf 44, FASB). Očigledno je da američki Odbor za standarde finansijskog računovodstva stoji na stanovištu da obračunske veličine doprinose unapređenju sposobnosti merenja performansi preduzeća, odnosno unapređenju informacionog kvaliteta finansijskih izveštaja. Sa druge strane, njihovo povezivanje sa korporativnim manipulacijama, posebno učestalim početkom 21. veka, daje im epitet instrumenta oportunističkog oblikovanja računovodstvenih rezultata. U tom smislu, neto uticaj obračunskih veličina na kvalitet izveštajnog dobitka, zapravo je kompleksno empirijsko pitanje.

Najsveobuhvatnija, ali ne nužno i najpreciznija definicija obračunskih veličina može se sagledati jedino iz perspektive bilansa stanja, pa se do ukupnih obračunskih veličina u posmatranom periodu može doći kada se od promena u svim nenovčanim oblicima aktive

(imovine) oduzmu promene u ukupnim obavezama. Već je intuitivno jasno da se ukupne obračunske veličine mogu razvrstati u kategorije prema više različitih kriterijuma, te da se funkcije i karakteristike različitih oblika obračunskih veličina međusobno značajno razlikuju, u zavisnosti od primenjenog kriterijuma razvrstavanja.

Prema prirodi aktivnosti koje ih uzrokuju, obračunske veličine mogu se kategorizovati u obračunske veličine čiji je nastanak povezan sa osnovnom delatnošću preduzeća i obračunske veličine čiji je nastanak povezan sa finansiranjem te delatnosti (Richardson *et al.*, 2005, p. 446):

$$TAcc = OPAcc + FINAcc \quad (1)$$

gde su: *TAcc* – ukupne obračunske veličine (*total accruals*); *OPAcc* – obračunske veličine iz poslovnih aktivnosti (*operating accruals*); *FINAcc* – obračunske veličine iz finansijskih aktivnosti (*financial accruals*).

Obračunske veličine iz poslovne aktivnosti dalje se mogu podeliti na kratkoročne i dugoročne:

$$OPAcc = WCAcc + LTAcc \quad (2)$$

gde su: *WCAcc* – kratkoročne obračunske veličine iz poslovnih aktivnosti (*working capital accruals*) i *LTAcc* – dugoročne obračunske veličine iz poslovnih aktivnosti (*long-term operating accruals*).

Kratkoročne obračunske veličine iz poslovnih aktivnosti poznate su pod nazivom obračunske veličine neto obrtnog kapitala i predstavljaju promene u tekućoj nenovčanoj imovini umanjene za promene u kratkoročnim nefinansijskim obavezama. Najveći deo kratkoročne nenovčane imovine čine potraživanja od kupaca i zalihe. Obe navedene pozicije podložne su oblikovanju, potraživanja usled subjektivnog procenjivanja trenutka priznavanja prihoda i nenaplativih iznosa prethodno priznatih potraživanja, a zalihe usled mogućnosti izbora pretpostavki o redosledu njihovog disponiranja, izbora ključeva za alokaciju troškova ili usled subjektivnog procenjivanja iznosa njihovog obezvređenja. Za razliku od poprilično nepouzdanih procena vrednosti nenovčane tekuće imovine, kratkoročne nefinansijske obaveze, čiji najveći deo čine obaveze prema dobavljačima, vrednuju se na način koji ostavlja malo prostora za pojavu grešaka u merenju.

Dugoročne obračunske veličine iz poslovnih aktivnosti izjednačavaju se sa promenama u dugoročnoj poslovnoj imovini (koja ne uključuje dugoročna nevlasnička ulaganja) umanjenim za promene u dugoročnim obavezama (različitim od dugoročnih finansijskih obaveza). Najznačajniju komponentu dugoročne poslovne imovine čine Nekretnine, postrojenja i oprema kao i Nematerijalna ulaganja. Odluke o tome koji će troškovi povezani sa ovim imovinskim delovima biti kapitalizovani, koja će se metoda amortizacije na njih primeniti, kao i procena njihovog korisnog veka upotrebe, opterećene su subjektivizmom a imaju uticaja na ovu vrstu obračunskih veličina. Sa druge strane, neke dugoročne poslovne obaveze (dugoročne obaveze prema dobavljačima ili odložene poreske obaveze) mogu se proceniti sa visokim stepenom izvesnosti, dok je pouzdanost odmeravanja dugoročnih obaveza povezanih sa aktuarskim tehnikama, na izuzetno niskom nivou.

Obračunske veličine iz finansijskih aktivnosti predstavljaju promene u neto finansijskoj aktivi i takođe mogu biti kratkoročne i dugoročne. Najveći broj pozicija koje čine kratkoročnu finansijsku imovinu (za koju postoji likvidno tržište, a očekuje se da će biti konvertovana u gotovinu u roku od jedne godine) i finansijske obaveze (koje se odmeravaju po sadašnjoj

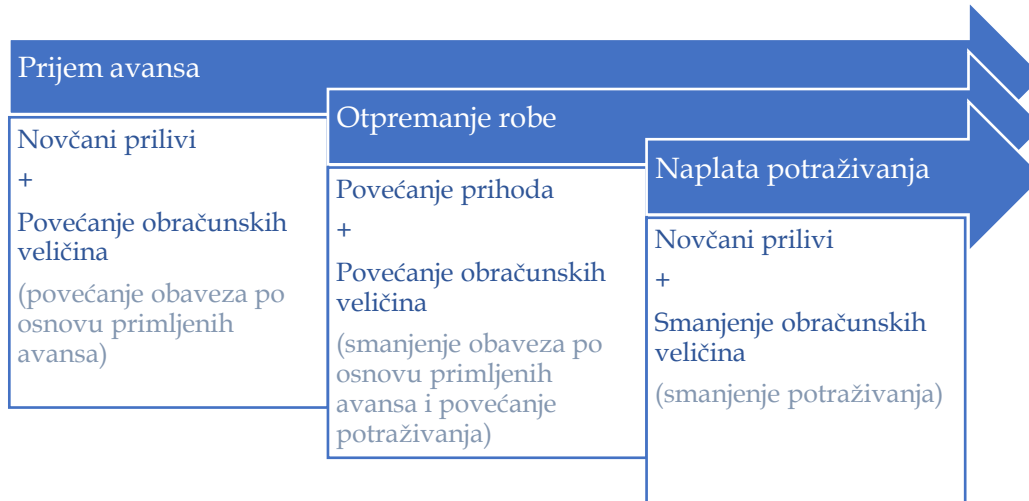
vrednosti budućih novčanih tokova uz korišćenje diskontne stope koja je fiksirana u trenutku nastanka obaveze) mogu se meriti sa visokim stepenom preciznosti.

Larson, Sloan i Giedt (2018) su u pokušaju da sistematski istraže definicije i empirijske mere obračunskih veličina pretraživali pet najznačajnijih časopisa iz računovodstvene oblasti (*The Accounting Review, Contemporary Accounting Research, Journal of Accounting and Economics, Journal of Accounting Research i Review of Accounting Studies*), u kojima su pronašli 124 rada objavljena do 2016. godine koji, osim što u nazivu upućuju na bavljenje obračunskim veličinama, pokušavaju i da ih izmere korišćenjem čak 40 različitih načina. Značajno je međutim pomenuti da se oko 90% registrovanih mera odnosi na obračunske veličine neto obrtnog kapitala, s tim da se one međusobno razlikuju po tome to da li se obračunske komponente neto obrtnog kapitala izvode iz bilansa stanja ili izveštaja o novčanim tokovima, i da li uključuju ili ne uključuju troškove amortizacije. Sa druge strane, u relativno malom broju radova istraživači su koristili mere koje uključuju i dugoročne obračunske veličine ili pak mere koje se odnose na ukupne obračunske veličine. Iako nikako ne bi trebalo prenebregnuti važnost ostalih komponenti obračunskih veličina, s obzirom da su pojedinim finansijskim skandalima imale presudnu ulogu u oportunističkom oblikovanju računovodstvenih rezultata, u nastavku će pažnja biti posvećena rasvetljavanju specifičnih karakteristika obračunskih veličina, kroz prizmu najčešće analiziranih, kratkoročnih poslovnih obračunskih veličina.

Na kraju životnog veka preduzeća, rentabilitetni tokovi (prihodi i rashodi) moraju biti izjednačeni sa novčanim tokovima (novčanim prilivima i novčanim odlivima), što po definiciji podrazumeva da su obračunske veličine jednake nuli, ali u arbitrarno određenim obračunskim periodima od kojih se životni ciklus preduzeća sastoji, važenje ovih jednakosti se ne podrazumeva. Najjednostavnije rečeno, obračunske veličine pojavljuju se u raskoraku između trenutka računovodstvenog priznavanja transakcija i trenutka realizacije sa njima povezanim novčanim tokovima, pa je i njihova karakteristika da se povećavaju ili smanjuju, pojavljuju i ukidaju, u različitim fazama transakcija. Obračunski proces prikazan je na Slici 2, na primeru priznavanja prihoda.

U konkretnom primeru, trenutak priznavanja prihoda nalazi se između trenutka naplate avansa i trenutka konačne naplate ukupnih potraživanja po osnovu predmetnih prihoda. Poznato je da avansne naplate u računovodstvu podrazumevaju evidentiranje obaveze po osnovu nerealizovanih prihoda koje nisu ništa drugo nego obračunske veličine kojima se prevazilazi vremenska diskrepancija između trenutka delimične realizacije novčanih priliva i trenutka priznavanja prihoda. Kako se u trenutku priznavanja prihoda (trenutak isporuke proizvoda/robe) visina priznatih prihoda razlikuje od visine do tada realizovanih novčanih priliva (jer se avansna plaćanja odnose na delimičnu isplatu ugovorene cene unapred), na računima potraživanja evidentira se preostali deo isporučene vrednosti (realizovanih prihoda) koji još uvek nije naplaćen. Dakle, obračunske veličine u obliku obaveza za nerealizovane prihode se smanjuju na nulu, dok se istovremeno, pojavljuju obračunske veličine (potraživanja) koje simbolizuju, u novčanim prilivima još uvek nerealizovano povećanje vrednosti za preduzeće. Potraživanja, kao oblik obračunskih veličina, nestaju iz bilansa stanja tek kada kupci izvrše konačno plaćanje svoje obaveze.

Slika 2. Obračunski proces



Izvor: Izrada autora

Opisana transakcija može se protezati kroz više obračunskih perioda, a po njenom okončanju, prihodi će biti jednaki novčanim prilivima, a obračunske veličine će biti jednake nuli. Ukoliko se, međutim, trenutak sastavljanja finansijskih izveštaja nalazi na bilo kojoj tački opisane duži, koja je različita od njenog kraja, obračunske veličine imaju veliku informacionu ulogu u vremenskom povezivanju priliva i odliva koristi (vrednosti) i pravilnom periodiziranju računovodstvenog rezultata. U širem kontekstu, značaj obračunskih veličina će varirati od dužine posmatranog vremenskog horizonta. U kraćim (kvartalnim ili godišnjim) vremenskim intervalima, izveštajni rezultati će preciznije odmeravati fundamentalne performanse preduzeća od novčanih tokova, pod uslovom da njihove obračunske komponente sadrže relevantne ali i pouzdane inkrementalne informacije. Produžavanjem vremenskog intervala, odstupanja realizovanih novčanih tokova od priliva i odliva koristi se smanjuju, dok informacioni značaj obračunskih veličina iščezava (računovodstveni rezultati i realizovani novčani tokovi konvergiraju kao mere finansijskih performansi).

Imajući u vidu da je računovodstveni rezultat, obračunat i iskazan za određeni obračunski period, posledica sučeljavanja rentabilitetnih (a ne novčanih) tokova perioda (prihoda i rashoda), jasno je da će iza dela računovodstvenog rezultata stajati realizovani novčani tokovi, dok će drugi deo računovodstvenog rezultata imati uporište u obračunskim veličinama, pa se može zapisati u sledećem obliku:

$$X_t = CF_t + Acc_t \quad (3)$$

gde je: X_t - računovodstveni rezultat u periodu t ; CF_t - novčani tokovi u periodu t ; Acc_t - obračunske veličine u periodu t .

Pristup izračunavanja ukupnih obračunskih veličina zasnovan na izveštaju o novčanim tokovima (direktan pristup) utemeljen je upravo na jednakosti (3), pa se obračunske veličine definišu kao razlika između računovodstvenog rezultata i novčanih tokova (preuzetih direktno iz izveštaja o novčanim tokovima). Iako postoje empirijski dokazi da je ovaj pristup procenjivanja obračunskih veličina manje opterećen greškama merenja, uzrok njegove retke

primene verovatno leži u činjenici da izveštaji o novčanim tokovima, istraživačima, često nisu dostupni.

Drugi (indirektni) pristup merenju obračunskih veličina zasniva se na povezanosti između bilansa stanja i bilansa uspeha, zbog čega su u nastavku, prikazane bazične relacije na kojima ovaj pristup počiva.

Većina autora polazi od pretpostavke da je zarađivački proces preduzeća slučajan hod⁴, odnosno da vremenska serija prihoda od prodaje ima nestacionarni karakter (na osnovu informacije o prethodnom kretanju vremenske serije ne možemo predvideti njeno kretanje u budućnosti) ali je njena prva diferencija (promena prihoda od prodaje u dva uzastopna obračunska perioda) stacionarna:

$$S_t = S_{t-1} + \varepsilon_t \quad (4)$$

gde su: S_t - prihodi od prodaje u periodu t ; S_{t-1} - prihodi od prodaje u periodu $t-1$, a ε_t je slučajna promenljiva ($\varepsilon_t = S_t - S_{t-1} = \Delta S_t$) čija je očekivana vrednost 0, a varijansa σ^2 .

Računovodstveni rezultat iz poslovnih aktivnosti - PFO_t (profit from operations) - je razlika između prihoda (S_t) i rashoda od prodaje ($COGS_t$) i može se predstaviti kao proizvod stope neto poslovnog dobitka π i prihoda od prodaje S_t :

$$PFO_t = \pi S_t \quad (5)$$

dok se rashodi od prodaje $COGS_t$ (nabavna vrednost prodate robe - cost of goods sold) mogu izraziti na sledeći način:

$$COGS_t = (1 - \pi)S_t \quad (6)$$

Slika 3. pokazuje da strukturu tekućih obračunskih veličina čine tri faktora koji opredeljuju odnos između rezultata iz poslovnih aktivnosti i operativnih novčanih tokova, pri čemu se svi faktori mogu iskazati kao funkcija prethodno definisanog zarađivačkog procesa preduzeća.

Prvi faktor tiče se odnosa između prihoda od prodaje i novčanih priliva, koji zavisi od učešća prodaja izvršenih na odloženo plaćanje (na kredit). Ako pretpostavimo da deo α ukupno realizovanih prihoda od prodaje u posmatranom periodu, neće biti naplaćen do kraja tog perioda, potraživanja od kupaca mogu se predstaviti na sledeći način:

$$AR_t = \alpha S_t \quad (7)$$

gde je: AR_t - krajnje stanje potraživanja od kupaca (accounts receivable); α - učešće prodaja realizovanih na kredit; a S_t - prihodi od prodaje (Sales) u periodu t .

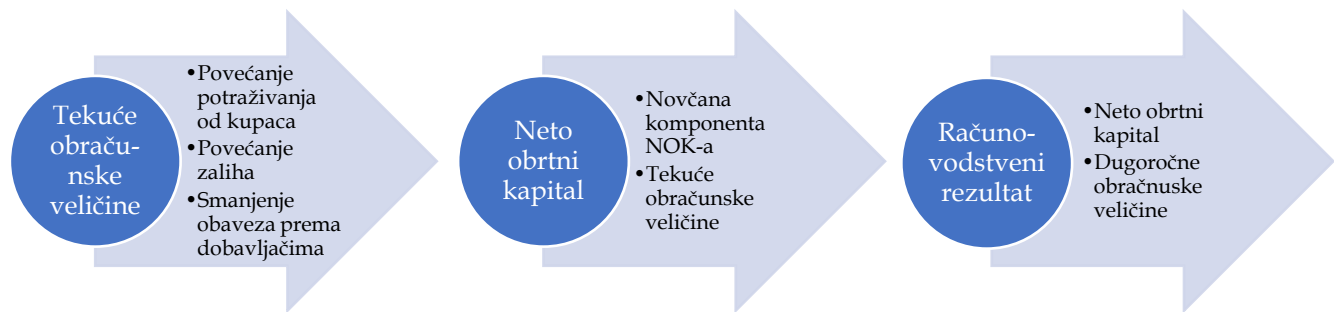
Drugi faktor odnosi se na kapitalizaciju troškova kroz nivo zaliha. Naime, prema Dechow *et al.* (1998, p. 137), nivo zaliha na kraju posmatranog perioda t opredeljen je ciljanim nivoom zaliha i odstupanjem od ciljanog nivoa zaliha. Ciljani nivo zaliha mora pokriti uobičajeni deo γ_1 procenjenih rashoda prodaje narednog perioda ($\gamma_1(1 - \pi)S_t$), pa se ciljani nivo zaliha menja proporcionalno promenama u prihodima od prodaje. Stvarni nivo zaliha odstupa od ciljanog nivoa zaliha usled odstupanja stvarnog od procenjenog nivoa prodaje. Ta vrsta devijacija može se predstaviti kao $\gamma_1\gamma_2(1 - \pi)\varepsilon_t$, gde je γ_2 konstanta koja se odnosi na brzinu kojom preduzeće

⁴ Videti npr.: Dechow *et al.* (1998); Barth, Cram i Nelson (2001); (Kothari *et al.*, 2005).

prilagođava nivo zaliha ciljanom nivou, a $\varepsilon_t = \Delta S_t = S_t - S_{t-1}$. Ako je $\gamma_2 = 0$, preduzeće se prilagođava velikom brzinom na promene u obimu prodaje pa nema odstupanja od ciljanog nivoa zaliha, a ako je $\gamma_2 = 1$, preduzeće ne vrši prilagođavanje zaliha ciljanom nivou. U tom smislu, nivo zaliha u periodu t (INV_t), može se prikazati na sledeći način:

$$INV_t = \gamma_1(1 - \pi)S_t - \gamma_1\gamma_2(1 - \pi)\varepsilon_t \quad (8)$$

Slika 3. Dekomponovanje računovodstvenog rezultata



Izvor: Izrada autora

Treći faktor koji determiniše razliku između računovodstvenog rezultata i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti odnosi se na nabavku zaliha na odloženo plaćanje. Ukupne nabavke zaliha u periodu t mogu se predstaviti na sledeći način:

$$P_t = (1 - \pi)S_t + \gamma_1(1 - \pi)\varepsilon_t - \gamma_1\gamma_2(1 - \pi)\Delta\varepsilon_t \quad (9)$$

i podrazumeva da je su ukupno nabavljene zalihe u posmatranom periodu P_t (purchases) jednake nabavnoj vrednosti prodate robe u posmatranom periodu $(1 - \pi)S_t$ uvećanoj za nabavke neophodne da se nivo zaliha uskladi sa ciljanim zalihama $\gamma_1(1 - \pi)\varepsilon_t$ (promene u ciljanim zalihama diktirane su promenama u nivou prodaje) i korigovane za odstupanja od ciljanog nivoa zaliha⁵ $\gamma_1\gamma_2(1 - \pi)\Delta\varepsilon_t$. U situaciji kada preduzeće primenjuje just in time sistem, zalihe su jednake nuli ($\gamma_1 = 0$) a ukupne nabavke perioda mogu se izjednačiti sa rashodima prodaje odnosnog perioda. U suprotnom, a pod pretpostavkom da se deo β nabavki obavlja na odloženo plaćanje, te da preduzeće te obaveze neće izmiriti do kraja obračunskog perioda, obaveze prema dobavljačima na kraju perioda (AP_t - accounts payable) mogu se izraziti u sledećem obliku:

$$AP_t = \beta P_t \quad (10)$$

Imajući sve prethodno u vidu, novčani tokovi mogu se predstaviti kao razlika između računovodstvenog rezultata i kratkoročnih obračunskih veličina iz poslovnih aktivnosti:

$$CFO_t = \pi S_t - \alpha \varepsilon_t - \gamma_1(1 - \pi)\varepsilon_t + \beta(1 - \pi)\varepsilon_t \quad (11)$$

⁵ Empirijski, koeficijenti koji stoje uz promene u šokovima prihoda od prodaje ($\Delta\varepsilon_t$) su bliski nuli pa se uglavnom zanemaruju u postavljenim relacijama (Dechow *et al.*, 1998, p. 138).

gde su: CFO_t - novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti u periodu t ; πS_t - rezultat iz poslovnih aktivnosti u periodu t ; $\alpha \varepsilon_t$ - promena u potraživanjima od kupaca; $\gamma_1(1 - \pi)\varepsilon_t$ - promena u nivou zaliha; $\beta(1 - \pi)\varepsilon_t$ - promena u obavezama prema dobavljačima.

Istovremeno, računovodstveni rezultat može se aproksimirati zbirom novčanih tokova i obračunskih veličina neto obrtnog kapitala:

$$E_t = CFO_t + [\alpha + \gamma_1(1 - \pi) - \beta(1 - \pi)]\varepsilon_t = CFO_t + \delta\varepsilon_t \quad (12)$$

Prema Dechow *et al.* (1998, p. 138), izraz $[\alpha + \gamma_1(1 - \pi) - \beta(1 - \pi)] = \delta$ je dužina operativnog novčanog ciklusa merena nenaplaćenim prihodima od prodaje, uvećanim za nabavnu vrednost robe koja je ostala na zalihama, i umanjenim za neisplaćenu vrednost nabavljene robe. δ se može tumačiti i kao porast obračunskih veličina po svakom dinaru prihoda od prodaje (Ronen and Yaari, 2008, p. 379).

Ovako definisane tekuće obračunske veličine $\delta\varepsilon_t$ predstavljaju *nediskrecione (normalne) obračunske komponente* računovodstvenog rezultata. One su posledica normalnih transakcija realizovanih u tekućem obračunskom periodu koje su primerene (očekivane) performansama preduzeća, poslovnoj strategiji, karakteristikama industrijskog sektora, karakterističnim makro-ekonomskim događajima i ostalim ekonomskim faktorima. To ne znači da su nediskrecione obračunske veličine konstantne, naprotiv, one variraju sa promenama u fundamentalnim performansama preduzeća. Ukoliko bismo zarađivački proces preduzeća predstavili jednačinom (13)⁶,

$$S_t = (1 + \lambda)[\mu + \phi(S_{t-1} - \mu)] + \varepsilon_t \quad (13)$$

gde je: λ - stopa rasta prihoda od prodaje; μ - prosečan nivo prihoda od prodaje, ϕ - parametar perzistentnosti koji predstavlja tip zarađivačkog procesa ($0 \leq \phi \leq 1$; ako je $\phi = 1$ zarađivački proces je slučajni hod); S_t , S_{t-1} i ε_t definisani su u jednačini (4).

mogli bismo zaključiti da veličina nediskrecionih obračunskih komponenti ($\delta\Delta S_t$) zavisi od stope rasta prihoda od prodaje (λ), tipa zarađivačkog procesa (ϕ) i relativnog učešća obračunskih veličina δ .

Situacija se, u velikom broju slučajeva, nadalje komplikuje ukoliko se, pored normalnih obračunskih komponenti, kao posledica transakcija preduzetih sa namerom uticaja na računovodstvene rezultate i/ili računovodstvene diskrecije praktikovane sa istim ciljem, pojave *neočekivane, abnormalne ili diskrecione obračunske komponente*. Iako preciznu liniju razgraničenja između diskrecionih i nediskrecionih obračunskih komponenti nije moguće povući, procenjivanje učešća obračunskih kategorija koje su rezultat namernih i nenamernih grešaka nametnulo se kao najveći izazov istraživačima u procesu definisanja i ocenjivanja kvaliteta računovodstvenih rezultata sa jedne strane, i detektovanju računovodstvenih manipulacija sa druge strane. U tom smislu, generalna istraživačka tendencija je pravilno modelovanje obračunskog računovodstvenog procesa i njegovih normalnih (nediskrecionih) komponenti, kako bi se diskrecione komponente izdvojile u obliku odstupanja, odnosno distorzije, sa kojima se u vezu dovodi i lošiji kvalitet. Kako se veće učešće abnormalnih komponenti poistovećuje sa većim stepenom menadžerske diskrecije u procesu oblikovanja

⁶ Prema: Ronen i Yaari (2008, p. 378)

računovodstvenih rezultata, najznačajniji modeli za procenu diskrecionih obračunskih veličina biće detaljnije razmatrani u okviru četvrte glave.

Neophodno je posebno apostrofirati da je problem adekvatnog postavljanja ovih modela izuzetno kompleksan iz najmanje dva razloga. Prvi razlog odnosi se na činjenicu da je u većini istraživanja prikazana pozitivna korelacija između mera abnormalnih obračunskih komponenti i visine ukupnih obračunskih veličina (videti npr. koeficijente korelacije za različite modele u: Dechow, Richardson i Tuna (2003, p. 360)), što dovodi u pitanje potencijal modela da pouzdano procene oportunističko deformisanje izveštajnih rezultata. S tim u vezi, nije do kraja jasno u kojoj meri modelima procenjene abnormalne obračunske veličine predstavljaju distorziju kvaliteta računovodstvenih rezultata, a u kojoj meri su posledica promena u fundamentalnim performansama preduzeća. Drugi razlog je što svi modeli nose određeni stepen rizika pogrešne klasifikacije obračunskih veličina, što podrazumeva da mogu klasifikovati obračunske komponente kao abnormalne, u situacijama kada su one posledica promena u fundamentalnim performansama (greške tipa I), ili ih mogu klasifikovati kao normalne, u situacijama kada one to po svojoj suštini nisu (greške tipa II).

Dodatni problem u procenjivanju diskrecionih komponenti obračunskih veličina predstavlja to što su ukupne obračunske veličine u svakom obračunskom periodu najčešće korigovane reverzibilnim efektima koje daju obračunske veličine nastale u prethodnim obračunskim periodima:

$$TAcc_t = \delta\Delta S_t = \delta S_t - \delta S_{t-1} \quad (14)$$

gde su: $TAcc_t$ - ukupne obračunske veličine u periodu t ; δS_t - porast obračunskih veličina u periodu t ; $(-\delta S_{t-1})$ - reverzibilni efekti obračunskih veličina iz prethodnog perioda.

Imajući u vidu sve prethodno opisane relacije, ukupne obračunske veličine mogu se izračunati indirektnim pristupom zasnovanim na bilansu stanja, i to kao razlika između krajnjeg i početnog stanja nenovčanih (obračunskih) pozicija:

$$EBAcc_t - EBAcc_{t-1} = TAcc_t = NDAcc_t + DAcc_t \quad (15)$$

gde je: $EBAcc_t$ - krajnje stanje (ending balances) obračunskih pozicija u periodu t ; $EBAcc_{t-1}$ - krajnje stanje obračunskih pozicija u periodu $t-1$ (koje je jednako početnom stanju obračunskih pozicija u periodu t); $NDAcc_t$ - nediskrecione obračunske komponente u periodu t ; $DAcc_t$ - diskrecione obračunske komponente u periodu t .

Ovaj način izračunavanja obračunskih veličina može izazvati dodatne probleme u merenju diskrecionih komponenti, upravo zbog teško uočljivih i time problematičnih za merenje reverzibilnih efekata obračunskih veličina prethodnih perioda. Ovaj problem ilustrovan je sledećim pojednostavljenim primerom. Početno stanje gotovine je 100 novčanih jedinica, koliko iznosi i početno stanje obračunskih pozicija (Potraživanja od kupaca). U posmatranom periodu, preduzeće je realizovalo dve transakcije: regularnu prodaju od 1000 n. j. po uobičajenim uslovima kreditiranja (50% plaćanja se vrši odmah, a preostali iznos u roku od 30 dana) i dodatnu forsiranu prodaju od 500 n. j. koju je bilo moguće realizovati jedino relaksiranjem kreditne politike i omogućavanjem kupcima da ceo iznos plate u roku od 30 dana. Prva transakcija dovela je do povećanja nediskrecionih obračunskih veličina za 500 n. j. dok je druga

transakcija dovela do povećanja diskrecionih obračunskih veličina od 500 n. j. Osim toga, u posmatranom periodu naplaćena su potraživanja od kupaca iz prethodnog perioda.

Gotovina		Potraživanja od kupaca		Prihodi od prodaje	
ps	100	ps	100		
1)	500	1)	500	1)	1000
		2)	500	2)	500
3)	100			3)	100
ks	700	ks	1000	ks	1500

Razlika između krajnjeg i početnog stanja obračunskih pozicija je 900 n. j., i jednaka je razlici između rentabilitetnih i novčanih tokova perioda (Prihodi od prodaje 1500 n. j. - Novčani tokovi 600 n. j.). Ukupne obračunske veličine posmatranog perioda su, međutim, 1000 n. j. (NDAcc 500 n. j.+ DAcc 500 n. j.). Razlika između ukupnih obračunskih veličina i promene krajnjeg u odnosu na početno stanje obračunskih pozicija od 100 n. j. nastala je usled reverzibilnih efekata prethodnih obračunskih veličina, što pokazuje da će reverzibilni efekti deformisati sliku o diskrecionim komponentama rezultata. Primera radi, da u posmatranom periodu nisu naplaćena potraživanja od kupaca iz prethodnog perioda (odnosno da nema reverzibilnih efekata), razlika između krajnjeg i početnog stanja potraživanja bi bila 1000 n. j. i realno bi predstavila ukupne obračunske veličine perioda, kao i razliku između rentabilitetnih i novčanih tokova (Prihodi od prodaje 1500 n. j. - Novčani tokovi 500 n. j.). Ignorisanje reverzibilnih efekata u modelima u kojima zavisna promenljiva predstavlja ukupne obračunske veličine, a nezavisne promenljive predstavljaju njene nediskrecione komponente, dovelo bi do toga da se sve promene ukupnih obračunskih veličina koje se ne mogu objasniti modelom (nediskrecionim komponentama) tretiraju diskrecionim veličinama, iako je jedan deo ovih promena uzrokovan nediskrecionim reverzibilnim efektima. Zbog toga je izrazu (15) potrebno dodati i reverzibilne efekte obračunskih veličina prethodnog perioda koji se ispoljavaju u posmatranom periodu ($Reversal_t$), kako bi se dobila predstava o kompletnoj strukturi razlika između krajnjeg i početnog stanja obračunskih pozicija:

$$EBAcc_t - EBAcc_{t-1} = NDAcc_t + DAcc_t + Reversal_t \quad (16)$$

Već je istaknuto da indirektan pristup merenju obračunskih veličina počiva na pretpostavci o povezanosti promena u stanjima obračunskih pozicija bilansa stanja sa obračunskim komponentama prihoda i rashoda (bilansa uspeha). Ova pretpostavka, ipak nije uvek ispunjena. Određeni tipovi neponavljajućih događaja mogu dovesti do povećanja neto obrtne imovine (merdžeri i akvizicije) ili pak do njenog smanjenja (dezinvestiranje) što će se odraziti na visinu obračunskih veličina merenih indirektnim pristupom, pri čemu neće imati uticaja na obračunske komponente bilansa uspeha. Hribar i Collins (2002, p. 112) pokazali su da postoji statistički značajna pozitivna razlika između obračunskih veličina merenih indirektnim pristupom i obračunskih veličina merenih direktnim pristupom, u preduzećima u kojima su se događali merdžeri i akvizicije (ova razlika je u proseku iznosila skoro 17% računovodstvenog rezultata), dok je u poduzorku preduzeća koja su obustavljala delove poslovanja (oblik dezinvestiranja) ova razlika bila negativna i prosečne veličine od skoro 30% računovodstvenog rezultata. Osim toga, oni su pokazali i da u prisustvu ovakvih događaja/transakcija, primena indirektno metode dovodi do pristrasnosti u ocenjivanju diskrecionih obračunskih veličina, pa

je verovatnoća pojave greške tipa I (odbacivanja istinite nulte hipoteze) dramatična. To znači da, u navedenim okolnostima, postoji visok rizik da će istraživači, na bazi procenjenih diskrecionih komponenti, zaključiti da su iskazani računovodstveni rezultati manipulirani, čak i kada manipulacija nema.

Razumevanju računovodstvenog procesa, čiji je zadatak da što realnije izmeri i prikaže fundamentalne performanse preduzeća, može doprineti rasvetljavanje računovodstvenih i statističkih karakteristika i međusobnih odnosa između strukturnih elemenata (računovodstvenog dobitka, novčanih tokova i obračunskih veličina) relacije (3).

Obračunski računovodstveni proces je svojevrsni trade-off između pouzdanosti i relevantnosti. Sa jedne strane, novčani tokovi se smatraju pouzdanom merom performansi (jer imaju veći stepen otpornosti na oportunističke deformacije) ali nedovoljno relevantnom merom, jer pate od problema neadekvatnog povezivanja trenutka nastanka koristi za preduzeće i trenutka nastanka, sa njima povezanih, ulaganja. Primera radi, preduzeća koriste radnu snagu u određenom periodu koji prethodi trenutku isplata zarada. Ukoliko bi se ulaganja priznala u računovodstvenom rezultatu perioda u kome je izvršena isplata zarada, a koristi tih ulaganja u periodu korišćenja radne snage, izostalo bi njihovo povezivanje. Zbog toga obračunska osnova podrazumeva da se rashodi po osnovu plata (i sa njima povezane obaveze za preduzeće) obračunaju i priznaju u računovodstvenom rezultatu u periodu u kome je radna snaga korišćena, a ne u periodu u kome su plate isplaćene. I obrnuto, nabavka zaliha i opreme zahteva novčane isplate u periodu koji ne koincidira nužno sa periodima upotrebe tih sredstava, pa se priznavanje ovih ulaganja u računovodstvenom rezultatu odlaže na periode u kojima dođe do eksploatacije tih sredstva.

Dakle, u računovodstvenim rezultatima sadržane obračunske veličine prevazilaze probleme povezivanja i vremenske asinhronizacije koji su svojstveni novčanim tokovima, ali istovremeno otvaraju novi tip problema. Njihovo merenje uključuje procenjivanje visine budućih novčanih tokova i/ili definisanje pretpostavki o obrascu trošenja sredstava, pa od mere u kojoj menadžeri zloupotrebljavaju diskreciju u procesu oblikovanja obračunskih veličina, zavisi stepen pouzdanosti računovodstvenih rezultata kao mere performansi preduzeća. Pouzdanost je svakako vrlo važan aspekt kvaliteta obračunskih veličina, pa se ona može predstaviti kao „inverzna funkcija preciznosti procena budućih realizacija novčanih tokova“ (McNichols, 2002, p. 61). Meren veličinom grešaka u procenama, odnosno veličinom razlika između obračunskih komponenti i realizovanih novčanih tokova, procenjeni stepen pouzdanosti, međutim, može biti pod uticajem ne samo zloupotreba računovodstvene diskrecije, već neizvesnosti poslovnog okruženja i ekspertize menadžera u pravljenju ovih procena.

Ocenjivanje kvaliteta obračunskih veličina nije jednostavan zadatak, no s obzirom da one dodaju informacionu vrednost računovodstvenom rezultatu, poređenje statističkih i informacionih performansi obračunskih komponenti i novčanih tokova nameće se kao koristan pristup u analizi različitih aspekta kvaliteta finansijsko-izveštajnih informacija.

3. Merenje kvaliteta zasnovano na informacijama iz finansijskih izveštaja

3.1 Perzistentnost vs tranzitorni karakter dobitka

Koncept perzistentnosti utemeljen je na hipotezi permanentnog dohotka koju je razvio Friedman (1957), a koja pokazuje da je potrošnja funkcija permanentnog, a ne tekućeg dohotka. Naime, nobelovac je uočio da se ukupan dohodak pojedinaca/preduzeća sastoji iz dve komponente, permanentnog i tranzitornog dohotka. Permanentna komponenta jednaka je ponderisanom proseku tekućeg i prošlih dohodaka i određuju je bazične karakteristike pojedinaca/preduzeća od kojih zavisi i očekivani deo bogatstva koji će im u raspodeli pripasti. Tranzitorna komponenta (koja može biti i pozitivna i negativna) posledica je delovanja nepredvidivih, slučajnih faktora, ali uključuje i greške merenja.

U kontekstu računovodstvenog dobitka, permanentnim komponentama smatraju se oni rezultati koji su posledica ponavljajuće osnovne delatnosti preduzeća i za koje se pouzdano može očekivati da će biti održivi i u narednim obračunskim periodima. Veće učešće stalne komponente u iskazanom dobitku, povećava njegov informacioni kvalitet jer smanjuje rizik donošenja pogrešnih odluka. Suprotno njima, tranzitorni rezultati posledica su transakcija i događaja nekarakterističnih za poslovanje preduzeća, a koji se vrlo verovatno neće ponoviti u skorijoj budućnosti (efekti prirodnih katastrofa, prodaje delova imovine koje izlaze iz okvira osnovne delatnosti, poslovanja koja se obustavljaju, efekti promena računovodstvenih politika i slično).

Inicijalno, perzistentnost se dominantno koristila kao sinonim za kvalitet (predstavljala je dominantnu interpretaciju kvaliteta) računovodstvenih dobitaka za praktičare, pripadnike akademske zajednice, a do uvođenja u profesionalnu regulativu koncepta fer vrednosti, i za regulatorna tela. Ovakav značaj perzistentnost je stekla prevashodno zbog činjenice da visoko održivi računovodstveni rezultati predstavljaju kvalitetnije inpute u modelima vrednovanja kapitala (modelima za procenu vrednosti preduzeća) koji u velikoj meri redukuju rizik pojave grešaka u merenju. Veća perzistentnost računovodstvenih dobitaka implicira veću preciznost ovih procena iz više razloga. Osim što neizvesnost i informacionu asimetriju svodi na manju meru, perzistentnost omogućava da tekući dobitci bolje predviđaju buduće dobitke, da poslovni trendovi postanu uočljiviji i za manje sofisticirane investitore i da računovodstveni rezultati postanu dobar indikator intristične vrednosti preduzeća. Potrebno je napomenuti da koncept perzistentnosti ne isključuje volatilnost dobitaka, odnosno ne podrazumeva da su računovodstveni dobitci kvalitetni ukoliko su konstantni kroz vreme, već implicira da volatilnost dobitka mora biti povezana sa promenama u očekivanim budućim dobitcima.

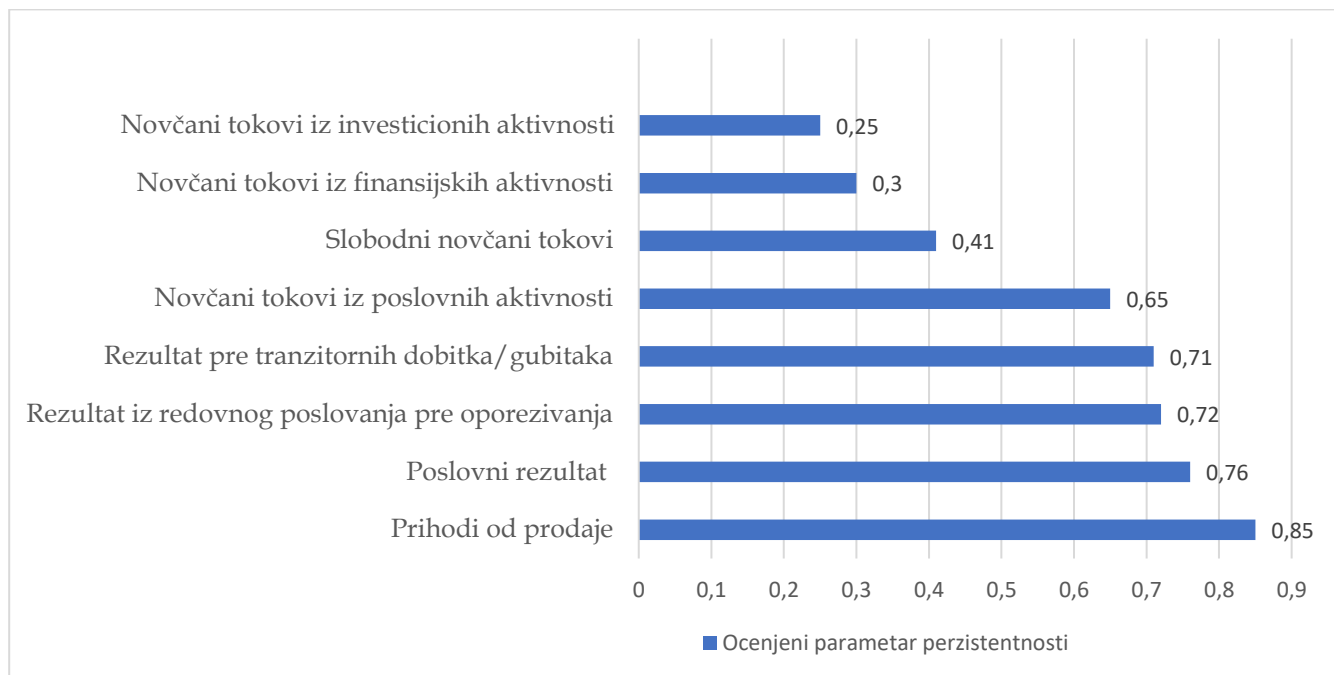
Teorijski i praktično više puta je pokazano da je veća perzistentnost povezana sa jačom reakcijom investitora na informacije o izveštajnim rezultatima (videti npr. Kormendi i Lipe (1987) i Lipe (1990)), pri čemu, u empirijskim naučnim radovima, autori poistovećuju perzistentnost sa autokorelacijom računovodstvenih rezultata. Dakle, perzistentnost predstavlja meru u kojoj inovacije sadržane u informaciji o tekućem dobitku postaju permanentan deo serije računovodstvenih rezultata, bez obzira na veličinu i znak njihove promene. Opšti model za ocenu perzistentnosti izveštajnih rezultata ima sledeći oblik:

$$X_{t+1} = \alpha + \beta X_t + \varepsilon_{t+1} \quad (17)$$

gde je: α – slobodni član, X_{t+1} – izveštajni rezultat u periodu $t+1$; β – koeficijent perzistentnosti; X_t – izveštajni rezultat u periodu t ; ε_{t+1} – greška modela koja predstavlja serijski nekorelisane šokove u izveštajnom rezultatu perioda $t+1$.

U modelu (17) zavisna i nezavisna promenljiva najčešće predstavljaju neki od oblika izveštajnog rezultata podeljenog sa ukupnom imovinom, prihodima od prodaje ili brojem akcija, dok više vrednosti koeficijenta nagiba β impliciraju perzistentniji tok računovodstvenog dobitka. Na uzorku od 56.940 kompanija-godina opservacija u periodu 1987-2002, Dechow i Schrand (2004) procenile su parametre perzistentnosti iz jednačine (17) za više različitih oblika računovodstvenih rezultata i novčanih tokova (sve promenljive podeljene su ukupnom imovinom), a rezultati su prikazani na Slici 4.

Slika 4. Perzistentnost pozicija bilansa uspeha i pozicija izveštaja o novčanim tokovima



Izvor: Dechow i Schrand (2004, p. 13)

Prikazani koeficijenti perzistentnosti upućuju na nekoliko zaključaka. Prvo, računovodstveni rezultati su u proseku perzistentniji od novčanih tokova. Drugo, perzistentnost računovodstvenih rezultata opada kretanjem ka kraju bilansa uspeha, odnosno najveću perzistentnost imaju računovodstveni rezultati koji su posledica obavljanja osnovne delatnosti preduzeća, dok se uključivanjem u rezultate ostalih, neoperativnih stavki, njihova perzistentnost smanjuje. I konačno, novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti imaju veću perzistentnost od novčanih tokova iz finansijskih i investicionih aktivnosti. Zajedno uzevši, ovi koeficijenti potvrđuju hipotezu da perzistentnost ima uporište u ponavljajućim bazičnim aktivnostima preduzeća.

Ne treba međutim zaboraviti da je održivost računovodstvenih dobitaka ipak funkcija više faktora, od kojih je najvažnije spomenuti biznis model izveštajnog entiteta, karakteristike njegovog poslovnog okruženja i primenjene računovodstvene politike (Schipper i Vincent,

2003, p. 100). U uslovima implementacije apsolutno neutralnih računovodstvenih politika, neperzistentnost se može pojaviti kao posledica delovanja eksternih faktora na koje preduzeće ne može da utiče. Sa druge strane, u periodima turbulencija u poslovnom i tržišnom okruženju, računovodstvenim manipulisanjem izveštajnim rezultatima moguće je neperzistentne stvarne performanse predstaviti perzistentnim. Poslednja konstatacija zapravo implicira da je izveštajni dobitak autput računovodstvenog sistema koji konvertuje neuočljive stvarne finansijske performanse u konkretne veličine izražene u formi brojeva, te da su moguća odstupanja izveštajnih od stvarnih performansi posledica nesavršenosti sistema finansijskog izveštavanja (Dechow i Schrand, 2004, p. 347). To nas dovodi do pitanja koliki je relativni doprinos stvarnih fundamentalnih performansi preduzeća perzistentnosti izveštajnih rezultata, a kakav je i koliki pak uticaj računovodstvenog sistema na održivost dobitaka iskazanih u finansijskim izveštajima.

Iako je na polju povezivanja perzistentnosti fundamentalnih performansi sa perzistentnošću izveštajnih rezultata doprinos empirijskih istraživanja relativno skroman, moguće je identifikovati pojedinačne napore u tom smeru. Naime, Lev (1983) je na uzorku od 385 preduzeća za koje je mogao prikupiti podatke za minimum 15 sukcesivnih obračunskih perioda (godina) pokušao da oceni uticaj pojedinih ekonomskih determinanti na perzistentnost i varijabilitet zarađivačkog procesa. On je došao do zaključka da se perzistentnost izveštajnih rezultata značajno razlikuje između preduzeća koja se bave proizvodnjom trajnih dobara, u odnosu na preduzeća koja se bave proizvodnjom potrošnih dobara, kao i da postoji sistematski uticaj nivoa konkurencije u grani u kojoj preduzeće posluje i nivoa kapitalne intenzivnosti preduzeća, na održivost finansijsko-izveštajnih performansi. Rezultati ostalih studija sugerišu da veću održivost računovodstvenih rezultata imaju preduzeća koja primenjuju strategiju održavanja nižih prodajnih margina a većeg obima prodaje, u odnosu na preduzeća koja prodaju unikatne proizvode po visokim prodajnim marginama (videti npr. Fairfield i Yohn, 2001; Soliman, 2008).

Veliki zaokret u istraživanjima perzistentnosti izveštajnih rezultata nastao je nakon objavljivanja studije Sloan (1996) koja je imala za cilj da ispita da li novčani tokovi i obračunske veličine, kao strukturni elementi računovodstvenih rezultata, imaju različite implikacije na njihovu perzistentnost. Sloan je napravio ekstenziju modela (17) na sledeći način:

$$X_{t+1} = \alpha + \gamma_1 Acc_t + \gamma_2 CFO_t + v_{t+1} \quad (18)$$

gde je: α - slobodni član, X_{t+1} - izveštajni rezultat u periodu $t+1$; γ_1 - koeficijent perzistentnosti ukupnih obračunskih veličina; Acc_t - obračunska komponenta izveštajnog rezultata u periodu t ; γ_2 - koeficijent perzistentnosti novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti; CFO_t - novčani tok iz poslovnih aktivnosti u periodu t ; v_{t+1} - greška modela.

Na uzorku od 40.679 preduzeće-godina opservacija u periodu od 1962-1991, Sloan je ocenio parametre modela (17) i (18) na osnovu čega je dobio rezultate prikazane u Tabeli 6. Interpretacija ovih rezultata podrazumeva sledeće:

- Ukoliko u posmatranom obračunskom periodu preduzeće prikaže dobitak od 100 novčanih jedinica, onda će se, u proseku, 84 novčane jedinice tog dobitka održati i u narednom obračunskom periodu;

- Od 100 novčanih jedinica dobitka pokrivenih realizovanim novčanim tokovima, u narednom periodu će se, u proseku, održati 85,5 novčanih jedinica;
- Od 100 novčanih jedinica računovodstvenog dobitka iza kojih stoje obračunske veličine, svega 76,5 novčanih jedinica će, u proseku, perzistirati u narednom periodu.

Tabela 6. Rezultati ocenjivanja modela perzistentnosti računovodstvenih rezultata

	Računovodstveni rezultat (<i>model 17</i>)		Obračunska komponenta i novčani tokovi (<i>model 18</i>)	
	Ocenjeni koeficijenti	t-statistika	Ocenjeni koeficijenti	t-statistika
Nezavisni član	0,15	32,57	0,011	24,05
Računovodstveni rezultat	0,841	303,98		
Obračunska komponenta			0,765	186,53
Novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti			0,855	304,56

Sve promenljive podeljene su prosečnom ukupnom imovinom. Ocene parametra dobijene su metodom običnih najmanjih kvadrata OLS.

Izvor: Sloan (1996, pp. 299-300)

Empirijski dokumentovan paradoks da su računovodstveni dobici perzistentniji od novčanih tokova, ali da su novčani tokovi perzistentniji od obračunskih veličina, u literaturi je nazvan „anomalijom obračunskih komponenti“, pa su nadalje, obračunske komponente postale ekstenzivno istraživana determinanta perzistentnosti računovodstvenih rezultata. Sloanovo istraživanje značajno je i iz razloga što je pružilo empirijske dokaze da investitori prave „naivne“ procene budućih performansi na osnovu tekućih izveštajnih rezultata, ne uspevajući da razlikuju i razumeju različit uticaj obračunskih veličina i novčanih tokova na perzistentnost finansijskih performansi, što rezultuje u precenjivanju (potcenjivanju) cena akcija preduzeća koja imaju veliko (malo) učešće obračunske komponente u računovodstvenom dobitku.

Da je problem kompleksan za razumevanje i mnogo sofisticiranijim korisnicima finansijskih izveštaja, pokazala su ostala istraživanja inspirisana Sloanovim rezultatima. Bradshaw, Richardson i Sloan (2001) došli su do zaključka da finansijski analitičari i revizori ne signaliziraju investitorima potencijalne probleme sa finansijskim performansama preduzeća koji su povezani sa visokim učešćem obračunskih veličina, ili to čine u jako maloj meri. Collins, Gong i Hribar (2003) su istraživali ulogu najsofisticiranije grupe investitora - institucionalnih investitora u inkorporiranju percepcije o perzistentnosti obračunskih veličina u cene akcija. Njihova studija pokazala je da cene akcija preduzeća, koja su u dominantnom vlasništvu ove grupe investitora, preciznije reflektuju uticaj perzistentnosti obračunskih veličina na očekivane rezultate, iako su podvukli da je nejasno u kojoj meri je ovakav rezultat posledica sposobnosti institucionalnih investitora da pravilno interpretiraju informacije sadržane u publikovanim finansijskim izveštajima, a u kojoj meri je posledica njihove povlašćene informacione pozicije. Janes (2003) je pokazala da obračunske komponente računovodstvenih rezultata obezbeđuju korisne informacije u procesu predviđanja finansijskih poteškoća ali da kreditori ne ugrađuju strože konvenante u ugovore o kreditima za preduzeća koja imaju veliko učešće obračunskih komponenti u izveštajnim rezultatima. Beneish i Vargus (2002a) sugerisali su da menadžeri

profitiraju kroz insajderske trgovine zahvaljujući anomaliji obračunskih veličina, s obzirom da njihovi rezultati pokazuju da je niska perzistentnost obračunskih veličina povezana sa abnormalnim insajderskim prodajama, kao i da obračunske komponente računovodstvenih rezultata u većoj meri perzistiraju u narednom obračunskom periodu ukoliko im prethode abnormalne insajderske kupovine. Na osnovu ovakve empirijske podrške, može se izvesti zaključak da ni finansijski najbolje edukovani i iskusni korisnici finansijskih izveštaja ne razumeju u potpunosti da je perzistentnost komponenti računovodstvenih rezultata različita, ali da su menadžeri i te kako svesni činjenice da je perzistentnost dobitaka koji su u velikoj meri podržani realizovanim novčanim tokovima na višem nivou.

Kako bi analizirale uticaj veličine obračunskih komponenti na perzistentnost izveštajnih dobitaka i novčanih tokova, Dechow i Schrand (2004, p. 19) su uzorak od 98.624 preduzeće-godina opservacija za period 1987-2001 podelile u decile, i to prema veličini obračunskih komponenti (obračunske komponente dobijene su ako razlika između računovodstvenih rezultata i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti), pri čemu su se u prvom decilu nalazile kompanije sa najvećim iznosima negativnih obračunskih komponenti, a u desetom decilu kompanije sa najvećim iznosima pozitivnih obračunskih komponenti. Izračunavanjem koeficijenata perzistentnosti za računovodstvene rezultate (model 17) i koeficijenata perzistentnosti δ za novčane tokove ($CFO_{t+1} = \alpha + \delta CFO_t + \varepsilon_{t+1}$), one su pokazale da su računovodstveni rezultati perzistentniji u devet od deset decila⁷ ali i da perzistentnost kako računovodstvenih rezultata, tako i novčanih tokova, varira sa nivoom obračunskih veličina. U odnosu na prosečnu perzistentnost računovodstvenih rezultata u uzorku koja je iznosila 0,71, u prvom i desetom decilu, u kojima su se nalazila preduzeća sa najvećim apsolutnim vrednostima obračunskih veličina, perzistentnost računovodstvenih rezultata iznosila je 0,6 i 0,8 respektivno, dok je u petom decilu, u kome su se nalazila preduzeća sa najmanjom apsolutnom vrednošću obračunskih veličina, perzistentnost bila bliska jedinici. Ovakvi rezultati upućuju na zaključak da računovodstveni rezultati jesu perzistentniji od novčanih tokova, ali da se sa povećanjem obračunskih veličina, bilo kog znaka, perzistentnost računovodstvenih rezultata smanjuje.

Jedno od mogućih objašnjenja anomalije obračunskih veličina može se pronaći u činjenici da računovodstveni sistem meri nesagledive stvarne performanse koristeći se diskrecijom, pa se u tekućim računovodstvenim rezultatima sadržana precenjivanja/potcenjivanja obračunskih veličina moraju korigovati putem obračunskih veličina budućih perioda. Drugo moguće objašnjenje je da je anomalija obračunskih veličina posledica delovanja rasta aktive na perzistentnost, i ponudili su ga Fairfield, Whisenant i Yohn (2003). Oni su promene (rast) u neto poslovnoj imovini podelili na dve komponente, promene u neto obrtnoj imovini koje su smatrali obračunskim veličinama, i promene u neto dugoročnoj poslovnoj imovini, i pokazali su da su obe komponente na isti način povezane sa stopom prinosa na ukupno angažovanu imovinu narednog obračunskog perioda. Iz ovoga su zaključili da je Sloanova anomalija obračunskih veličina samo specifična manifestacija opštije, inkrementalne povezanosti između

⁷ Jedino u prvom decilu (velike negativne obračunske veličine) novčani tokovi bili su perzistentniji od računovodstvenih rezultata. 47% kompanija koje pripadaju ovom decilu su iskazale tranzitorne komponente rezultata čija je vrednost bila jednaka ili prelazila 1% vrednosti ukupne imovine.

stope prinosa na ukupna sredstva - ROA (eng. Return on assets) - i rasta u neto poslovnoj aktivni. Da bi potvrdili ovakve zaključke, oni su dokumentovali da, ukoliko nema rasta u neto poslovnoj imovini, očekivana perzistentnost ROA u narednoj godini je 78%, ali ukoliko do rasta dođe, perzistentnost opada na 73%. Osim toga, stavljajući pod kontrolu rast neto poslovne imovine, oni su dokumentovali da se perzistentnost obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala i novčanih tokova ne razlikuje.

Autori su, takođe, pokušali da istraže da li je anomalija obračunskih veličina uzrokovana specifičnim setom obračunskih veličina. Xie (2001) je pokazao da diskrecione komponente obračunskih veličina imaju nižu perzistentnost (koeficijent perzistentnosti diskrecionih veličina dobijenih Jones modelom je 0,57) u odnosu na nediskrecione komponente (njihov koeficijent perzistentnosti je 0,7), kao i da tržište ne prepozna nisku perzistentnost diskrecionih komponenti, usled čega precenjuje akcije preduzeća koja imaju visoko učešće diskrecionih veličina u računovodstvenim rezultatima. U pokušaju da identifikuju komponente Sloanovih obračunskih veličina koje pokreću njihovu anomaliju, Thomas i Zhang, (2002) su odvojeno posmatrali promene u tekućim obavezama, promene u potraživanjima, promene u poslovnim obavezama, promene u zalihama, amortizaciju, promene u tekućoj poslovnoj imovini i promene u drugim obračunskim veličinama i došli su do zaključka da anomaliju pokreću promene u zalihama, te da investitori ignorišu činjenicu da je prekomerno investiranje u zalihe generalno loš znak, jer dovodi do smanjenja njihovih prinosa u budućnosti.

Iako u literaturi nema jednoznačnih zaključaka u pogledu determinanti perzistentnosti računovodstvenih rezultata nekoliko konstatacija se ipak ne može dovesti u pitanje:

- Investitori se generalno nekritički oslanjaju na informaciju o računovodstvenim rezultatima, ne razumevajući pri tom da su obračunske veličine kao komponenta računovodstvenih dobitaka manje pouzdane u odnosu na novčane tokove. Obračunske veličine su produkt računovodstvenog sistema, a greške u njihovom merenju mogu biti posledica konkretnih namera menadžera da informaciono dezavuišu investitore, loših regulatornih rešenja ili nenamernih grešaka. Iako ih nedovoljno uvažavaju u procesu vrednovanja, činjenica je da one umanjuju perzistentnost računovodstvenih rezultata.
- Investitori nedovoljno dobro razumeju implikacije rasta neto imovine preduzeća na buduće performanse. Velike pozitivne obračunske veličine reflektuju povećane investicije u poslovnu imovinu, pri čemu su te investicije najčešće praćene dodatnim zaduživanjem. Računovodstveni rezultati u kojima je komponenta novčanih tokova relativno mala, indukuju preterano optimistična očekivanja investitora i analitičara u pogledu budućih mogućnosti rasta, a zatim i neopravdanu inflaciju tekućih cena akcija, koja u budućnosti ne može biti ispraćena očekivanim nivoima računovodstvenih rezultata.

3.2. Prediktabilnost finansijskih performansi

U cilju bližeg definisanja konteksta iz koga profesionalna regulativa posmatra prediktivnu vrednost računovodstvenih informacija FASB navodi: „Reći da računovodstvene informacije imaju prediktivnu vrednost ne znači da su one, same po sebi, prognozirana vrednost. Korisno je povući analogiju između finansijskih informacija koje analitičari i drugi korisnici finansijskih

izveštaja upotrebljavaju u predviđanju finansijskih performansi i informacija koje koriste meteorolozi u pravljenju vremenskih prognoza. Meteorolozi prikupljaju podatke o stvarnim vremenskim uslovima – temperaturi, vazдушnom pritisku, brzini vetra i dr. – i izvode zaključke iz međusobne zavisnosti i obrazaca kretanja koje su uočili. Finansijska predviđanja, kao i vremenske prognoze, su proizvod korišćenog modela predviđanja i podataka koji se u modelu koriste.“ (FASB, 1980, para. 53 i 54). Prediktabilnost se, dakle, odnosi na kapacitet čitavog seta finansijskih izveštaja da doprinese unapređenju sposobnosti predviđanja finansijskih veličina od interesa za različite grupe korisnika.

Istraživači, sa druge strane, definišu prediktabilnost podataka vremenskih serija o računovodstvenim rezultatima kao varijansu stohastičke komponente modela vremenskih serija, odnosno kao varijansu inovacija koju nose informacije o računovodstvenim rezultatima (Lipe, 1990, p. 52). Ukoliko je varijansa šokova jednaka nuli, onda prošli računovodstveni rezultati apsolutno pouzdano predviđaju buduće finansijske performanse, dok sposobnost prošlih računovodstvenih dobitka da predvide svoju visinu u budućnosti opada sa porastom ovako definisane varijanse. Navedeno viđenje prediktabilnosti podrazumeva da se sa povećanjem udela varijacija (bez obzira na njihov znak) računovodstvenih dobitaka koji se modelom (kretanjem prošlih računovodstvenih rezultata) ne mogu objasniti, smanjuje njihova prediktivna sposobnost.

Merenje prediktabilnosti računovodstvenih rezultata, u skladu sa prethodno definisanim modelom, podrazumeva preciziranje dva važna elementa: vremenskog horizonta i veličine koju je potrebno predvideti. Schipper i Vincent (2003, p. 100) navode da istraživači učestalo koriste modele sa najkraćim vremenskim horizontom, u kojima nezavisne promenljive tekućeg perioda predviđaju zavisnu promenljivu narednog perioda, ali da ne postoji konceptualno utemeljenje za ovakav izbor. Drugo važno pitanje oko koga u literaturi ne postoji konsenzus, je da li je prediktabilnost računovodstvenih dobitaka, njihova sposobnost da predvide sopstvenu veličinu u budućnosti, ili pak, njihova sposobnost da predvide buduće novčane tokove. Pomenuta pionirska Lipeova studija merila je prediktabilnost kao varijansu slučajne greške sledećeg modela:

$$\Delta X_{jt} = \alpha_{1j} + \beta_{1j}\Delta X_{jt-1} + \beta_{2j}\Delta X_{jt-2} + \varepsilon_{jt} \quad (19)$$

gde su: $\Delta X_{jt}, \Delta X_{jt-1}, \Delta X_{jt-2}$ – promene u zaradama po akciji u dva uzastopna obračunska perioda (t u odnosu na $t-1$, $t-1$ u odnosu na $t-2$, $t-2$ u odnosu na $t-3$, respektivno); β_{1j}, β_{2j} – autoregresioni koeficijenti, a ε_{jt} – greška modela.

Na uzorku od 145 preduzeća u periodu od 1947-1980, a u vremenskom horizontu od dve godine, Lipe je dokumentovao da je prosečna varijansa šokova u zaradama po akciji iznosila 0,78, kao i da je varijansa promena u cenama akcija opadajuća funkcija ovako opisane prediktabilnosti vremenskih serija računovodstvenih zarada po akciji, odnosno da manja prediktivna sposobnost računovodstvenih dobitaka utiče na povećanje volatilnosti cena akcija.

Čini se ipak, da u literaturi postoji veći broj istraživanja koja su direktno merila relativne performanse novčanih tokova i računovodstvenih dobitaka u predviđanju budućih novčanih tokova, iz čega se može zaključiti da se atribut prediktabilnosti dominantno povezuje sa sposobnošću računovodstvenih informacija da predvide novčane tokove. S obzirom da rezultati ovih studija nisu jednoznačni, u nastavku će biti detaljnije elaborirani.

Finger (1994) je pokušala da istraži prediktivnu sposobnost računovodstvenih dobitaka u različitim vremenskim horizontima, ali i u predviđanju različitih veličina, i to na uzorku godišnjih finansijskih izveštaja 50 kompanija u periodu od 1935-1987, procenjujući parametre regresija (20) i (21), za svako pojedinačno preduzeće iz uzorka. Dobijeni rezultati prikazani su u Tabeli 7.

$$X_t = \alpha + \sum_{i=1}^N \beta_i EARNINGS_{t-i} + \varphi_t \quad (20)$$

$$CFO_t = \alpha + \sum_{i=1}^N \beta_i EARNINGS_{t-i} + \sum_{i=1}^N \gamma_i CFO_{t-i} + \varphi_t \quad (21)$$

gde je X_t - ili računovodstveni dobitak ili novčani tokovi u periodu t ; $EARNINGS_{t-i}$ - računovodstveni dobitak u periodu $t-i$; CFO_t, CFO_{t-i} - novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti u periodu t odnosno $t-i$; a N je pomak od 2,4 ili 8 godina; a φ_t - slučajni član modela.

Tabela 7. Rezultati ocenjivanja sposobnosti računovodstvenih rezultata da predvide buduće računovodstvene rezultate i novčane tokove

Sposobnost računovodstvenih dobitaka da predvide računovodstvene dobitke (model 20)

	N	8	4	2	8,4 ili 2
% preduzeća u kojima je $\beta_i \neq 0$ na nivou značajnosti od 0,05		78%	74%	56%	88%
Prosečan korigovani R^2		0,43	0,29	0,18	

Sposobnost računovodstvenih dobitaka da predvide novčane tokove (model 20)

	N	8	4	2	8,4 ili 2
% preduzeća u kojima je $\beta_i \neq 0$ na nivou značajnosti od 0,05		89%	85%	56%	93%
Prosečan korigovani R^2		0,54	0,39	0,26	

Sposobnost računovodstvenih dobitaka da daju inkrementalne informacije o budućim CFO (model 21)

	N	8	4	2	8,4 ili 2
% preduzeća u kojima je $\beta_i \neq 0$ na nivou značajnosti od 0,05		79%	68%	50%	90%
Prosečan korigovani R^2		0,74	0,56	0,40	

Izvor: Finger (1994, p. 216)

Iz rezultata Fingerove studije uočljivo je da je autorka merila prediktivnu sposobnost računovodstvenih dobitaka korigovanim koeficijentima determinacije definisanih modela, a ne varijansom slučajnih grešaka modela. Korišćenje korigovanog koeficijenta determinacije u skladu je sa korišćenjem varijanse slučajne greške modela te se ova dva pristupa ne isključuju. Jasno je da se prediktabilnost računovodstvenih rezultata povećava sa povećanjem broja pomaka tj. sa povećanjem broja prethodnih godišnjih računovodstvenih rezultata uključenih u model. Osim toga, računovodstveni dobici imaju veću sposobnost u predviđanju novčanih tokova nego u predviđanju sopstvene veličine. Tako su, računovodstveni rezultati iz osam prethodnih obračunskih perioda statistički značajna determinanta varijacija budućih računovodstvenih rezultata (novčanih tokova) u 78% (89%) preduzeća, dok statistička značajnost računovodstvenih rezultata iz dva prethodna sukcesivna obračunska perioda u objašnjavanju varijacija i računovodstvenih rezultata, i novčanih tokova, postoji u 56% preduzeća iz uzorka. Prosečna objašnjavajuća sposobnost modela predviđanja budućih računovodstvenih rezultata (novčanih tokova) raste sa 0,18 (0,26) na 0,43 (0,54), sa produžavanjem vremenskog horizonta predviđanja sa dve na osam godina.

Inkrementalni informacioni sadržaj računovodstvenih dobitaka testiran je regresiranjem novčanih tokova na novčane tokove i računovodstvene rezultate sa pomacima, čime je empirijski pokazano da su računovodstveni dobitci iz prethodnih osam, četiri ili dve godine statistički značajni u objašnjavanju varijacija novčanih tokova za većinu (90%) preduzeća u uzorku. Konačno, autorka je zaključila da računovodstveni dobitci jesu korisni u predviđanju budućih finansijskih performansi (i novčanih tokova i računovodstvenih rezultata) ali da njeni empirijski dokazi nisu podržali tvrdnju da su računovodstveni dobitci bolji prediktor novčanih tokova od novčanih tokova.

Sa istim istraživačkim ciljem Dechow *et al.* (1998) su na uzorku godišnjih finansijskih izveštaja 1337 preduzeća, u periodu 1963-1992, primenili drugačiju metodologiju. Koristeći tekuće računovodstvene rezultate i tekuće novčane tokove kao prognoze budućih novčanih tokova, oni su za svako pojedinačno preduzeće izračunali standardnu devijaciju grešaka predviđanja, pri čemu su greške predviđanja merili kao razliku između stvarnih novčanih tokova u prvoj, drugoj i trećoj narednoj godini, i tekućih novčanih tokova ili tekućih računovodstvenih rezultata. Pored toga, preduzeća u uzorku su podelili u kvartile, prema distribuciji parametra δ iz jednačine (12), odnosno prema dužini trajanja operativnog novčanog ciklusa, i prikazali prosečne standardne devijacije grešaka predviđanja prema ovako definisanim grupama preduzeća. Neki od dobijenih rezultata njihovog istraživanja prikazani su u Tabeli 8.

Tabela 8. Prosečne standardne devijacije grešaka u predviđanju budućih novčanih tokova

Uzorak	Prognozirana vrednost CFO_t na bazi	Prosečna standardna devijacija greške predviđanja	Prognozirana vrednost CFO_t na bazi	Prosečna standardna devijacija greške predviđanja	Razlika u prosečnim standardnim devijacijama grešaka predviđanja	t-statistika
Sva preduzeća	CFO_{t-1}	1,89	E_{t-1}	1,60	0,29	17,87
	CFO_{t-2}	2,06	E_{t-2}	1,59	0,47	28,73
	CFO_{t-3}	2,10	E_{t-3}	1,65	0,46	28,05
Prvi kvartil	CFO_{t-1}	1,63	E_{t-1}	1,41	0,23	7,12
	CFO_{t-2}	1,92	E_{t-2}	1,57	0,35	12,27
	CFO_{t-3}	2,06	E_{t-3}	1,72	0,35	13,17
Četvrti kvartil	CFO_{t-1}	2,08	E_{t-1}	1,63	0,31	8,44
	CFO_{t-2}	2,21	E_{t-2}	1,62	0,59	17,53
	CFO_{t-3}	2,18	E_{t-3}	1,62	0,55	17,01

Izvor: Dechow *et al.* (1998, p. 150)

Razlika u standardnim devijacijama grešaka predviđanja novčanih tokova godinu dana unapred, između novčanih tokova i računovodstvenih rezultata, je statistički značajna i pokazuje da računovodstveni rezultati daju preciznije procene. Greške predviđanja novčanih tokova dve ili tri godine unapred su takođe manje varijabilne ukoliko se u prognozama koriste računovodstveni rezultati umesto novčanih tokova. Prosečna razlika između standardnih devijacija grešaka predviđanja zasnovanih na novčanim tokovima, u odnosu na računovodstvene rezultate, je statistički značajno veća u četvrtom u odnosu na prvi kvartil, u svim posmatranim vremenskim horizontima predviđanja, što upućuje na zaključak da je

relativna preciznost prognoza, funkcija dužine operativnog novčanog ciklusa, odnosno veličine obračunskih komponenti računovodstvenih rezultata.

Ovakve zaključke autori su dodatno podržali i procenjivanjem parametara sledećeg regresionog modela:

$$CFO_{i,t+\tau} = \gamma_{i,0} + \gamma_{i,1}CFO_{i,t} + \gamma_{i,2}E_{i,t} + \varepsilon_{i,t+\tau} \quad (22)$$

gde je: $CFO_{i,t}$ - novčani tok iz poslovnih aktivnosti po akciji u tekućem periodu t , $E_{i,t}$ - računovodstveni rezultat pre tranzitornih dobitaka/gubitaka po akciji u tekućem periodu t ; $\tau = 1,2$ ili 3 - vremenski horizont predviđanja; $\varepsilon_{i,t+\tau}$ - slučajni član modela.

Prosečan ocenjeni regresioni koeficijent $\gamma_{i,2}$ (koji stoji uz tekuće računovodstvene dobitke), u predviđanjima novčanih tokova godinu dana unapred, iznosio je 0,45 (t-statistika 17,72) u odnosu na prosečan ocenjeni regresioni koeficijent $\gamma_{i,1}$ (koji stoji uz novčane tokove), koji je iznosio svega 0,07 (t-statistika 5,78). U predviđanjima novčanih tokova dve i tri godine unapred, prosečni ocenjeni koeficijenti koji stoje uz računovodstvene rezultate su imali pozitivne vrednosti koje su se neznatno smanjivale sa produžavanjem vremenskog horizonta, dok su prosečni ocenjeni regresioni koeficijenti koji stoje uz novčane tokove, sa produžavanjem vremenskog horizonta, dobili negativne vrednosti, a izgubili statističku značajnost. Na bazi ovih rezultata, autori su zaključili da su tekući računovodstveni rezultati bolji prediktor budućih novčanih tokova od novčanih tokova, kao i da je razlika u njihovoj prediktivnoj sposobnosti, pozitivna funkcija očekivane dužine operativnog novčanog ciklusa preduzeća (veće učešće tekućih poslovnih obračunskih veličina u računovodstvenim rezultatima unapređuje sposobnost izveštajnih dobitaka da predvide buduće novčane tokove).

Prethodno opisano istraživanje dodatno je prošireno u studiji Barth, Cram i Nelson (2001) koja je ispitivala ulogu obračunskih veličina u predviđanju novčanih tokova, na način da su pojedinačni strukturni elementi obračunskih veličina, u modelu, predstavljeni kao posebne nezavisne promenljive:

$$CFO_{i,t+1} = \phi + \phi_{CFO}CFO_{i,t} + \phi_{AR}\Delta AR_{i,t} + \phi_{INV}\Delta INV_{i,t} + \phi_{AP}\Delta AP_{i,t} + \phi_{AM}AMORT_{i,t} + \phi_{O}OTHER_{i,t} + v_{i,t+1} \quad (23)$$

gde su: $CFO_{i,t+1}$, $CFO_{i,t}$ - novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti u periodu $t+1$ i periodu t respektivno; $\Delta AR_{i,t}$ - promene u potraživanjima od kupaca u periodu t u odnosu na period $t-1$; $\Delta INV_{i,t}$ - promene u zalihama u periodu t u odnosu na period $t-1$; $\Delta AP_{i,t}$ - promene u obavezama prema dobavljačima u periodu t u odnosu na period $t-1$; $AMORT_{i,t}$ - troškovi amortizacije u periodu t ; $OTHER_{i,t}$ - ostale obračunske komponente u periodu t ; $v_{i,t+1}$ - slučajni član modela.

Na uzorku od 10,164 preduzeće-godina opservacija u periodu 1987-1996, ocenjeni su parametri modela (23) a rezultati su prikazani u Tabeli 9. Rezultati modela kojim se ocenjuje sposobnost strukturnih elemenata računovodstvenog dobitka u predviđanju novčanih tokova, otkrivaju da se rastavljanjem računovodstvenih rezultata na novčane tokove i pet komponenti obračunskih veličina, značajno unapređuje objašnjavajuća sposobnost modela, odnosno da agregatni računovodstveni rezultati maskiraju informacije relevantne za predviđanje novčanih tokova. Kako su svi ocenjeni koeficijenti modela statistički značajni i očekivanog znaka, autori zaključuju da agregatni računovodstveni rezultati nisu korisniji u predviđanju novčanih

tokova od novčanih tokova, ali da se njihovim rastavljanjem na pojedinačne komponente, značajno povećava preciznost procena budućih novčanih tokova.

Tabela 9. Rezultati ocenjivanja modela u kome su budućí novčani tokovi zavisna promenljiva dok su tekući novčani tokovi i komponente obračunskih veličina objašnjavajuće promenljive

Promenljive	ϕ	$CFO_{i,t}$	$\Delta AR_{i,t}$	$\Delta INV_{i,t}$	$\Delta AP_{i,t}$	$AMORT_{i,t}$	$OTHER_{i,t}$
Ocenjene vrednosti koeficijenata	0,01	0,59	0,42	0,35	-0,56	0,47	0,15
t-statistika	7,89	61,34	28,10	21,75	-28,58	11,05	10,54
Testovi restrikcije koeficijenata	Korigovani R^2						
Bez restrikcija	0,35						
Samo novčani tokovi	0,24						
Samo agregatni računovodstveni rezultati	0,15						
Samo obračunske komponente	0,11						

Sve promenljive modela podeljene su prosečnom ukupnom imovinom.

Izvor: Barth, Cram i Nelson (2001, p. 42)

Značaj prediktabilnosti proizilazi iz modela investicionog odlučivanja, zasnovanih na proceni sadašnje vrednosti preduzeća. S obzirom da ovi modeli počivaju na diskontovanju očekivanih novčanih tokova, inputi modela su utoliko kvalitetniji, ukoliko su procenjeni na osnovu računovodstvenih informacija koje imaju bolju prediktivnu sposobnost. Prediktabilnost je, kao i perzistentnost, funkcija poslovnog modela preduzeća, ekonomskih faktora i primenjenih računovodstvenih politika. Ciklične i kapitalno intenzive poslovne aktivnosti onemogućavaju pravljenje preciznih procena budućih računovodstvenih rezultata, čak i kada preduzeća koja obavljaju ovakve delatnosti, verodostojno predstavljaju fundamentalne finansijske performanse kroz izveštajne rezultate. Zbog toga se u literaturi prediktabilnost često poistovećuje sa perzistentnošću. Međutim, perzistentnost računovodstvenih rezultata se može posmatrati i kao njihova sposobnost da se kroz vreme kreću po istom obrascu. Ako se iz perioda u period dobitak kreće „nasumičnim hodom“, on će u statističkom smislu biti perzistentan, ali će njegova sposobnost predviđanja biti na niskom nivou. Procenjivanje prediktivne sposobnosti računovodstvenih rezultata u kratkim vremenskim horizontima dodatno se komplikuje, ukoliko menadžment značajno interveniše u nameri da iskaže uravnoteženi tok finansijskih performansi, što ne podrazumeva uvek da na taj način, povećavajući prediktabilnost, povećavaju i kvalitet finansijsko-računovodstvenih informacija.

Konačno, kako dominacija računovodstvenih rezultata nad novčanim tokovima, u kontekstu sposobnosti predviđanja, nije empirijski unisono potvrđena, može se naslutiti da struktura obračunskih komponenti ima u tome veliku ulogu. Ukoliko u računovodstvenom dobitku veliko učešće uzmu neoperativne obračunske veličine (npr. tranzitorne komponente proizašle iz prodaje dugoročne imovine), može se očekivati da će izveštajni dobitak imati lošiju sposobnost predviđanja novčanih tokova od samih novčanih tokova pa se, u procesu projektovanja budućih performansi, njegovo raščlanjavanje na komponente nameće kao imperativ dobijanja preciznijih procena.

3.3 Volatilitnost vs uravnoteženo iskazivanje dobitka

Osnovna funkcija obračunske računovodstvene osnove je uravnotežavanje slučajnih (stohastičkih) fluktuacija novčanih tokova, koje vodi produkovanju inkrementalnih računovodstvenih informacija čija je korisnost, u procesu donošenja odluka, više puta praktično i empirijski dokazana. Iako se u profesionalnoj regulativi uravnoteženost izveštajnog dobitka eksplicitno ne pojavljuje kao neophodna ili poželjna karakteristika kvalitetnih računovodstvenih informacija, regulatorna tela su, opredeljenjem za obračunsku, umesto za gotovinsku osnovu, jasno deklarirala stav da su računovodstveni rezultati bolja aproksimacija fundamentalnih performansi izveštajnih entiteta od novčanih tokova, te da novčani tokovi mogu stvoriti nepoželjnu informacionu konfuziju. Dakle, uravnotežavanje izveštajnih rezultata nije primarni cilj sistema finansijskog izveštavanja ali je neizbežan output, u praksi dominantno zastupljenog, obračunskog mernog sistema.

Procenjivanje nivoa volatilitnosti (uravnoteženosti) zahteva pravljenje distinkcije između konceptualne volatilitnosti (uravnoteženosti) i volatilitnosti (uravnoteženosti) koja je posledica formulisanih i primenjenih računovodstvenih politika. Konceptualna uravnoteženost izveštajnih rezultata zasnovana je na pretpostavci da se nadograđivanjem novčanih tokova obračunskim veličinama dobija jasnija i reprezentativnija slika o prinosnom položaju preduzeća. Ovakva pretpostavka je intuitivno prihvatljiva za veliki broj različitih poslovnih aktivnosti. Međutim, ublažavanjem volatilitnosti novčanih tokova, obračunske veličine mogu prikriti promene u fundamentalnim performansama izveštajnih entiteta, ili odložiti njihovo priznavanje, čime se, vrlo verovatno umanjuje korisnost računovodstvenih dobitaka u procesu donošenja investicionih i drugih poslovnih odluka. Shodno tome, ni ovako definisana i usvojena konceptualna uravnoteženost nije de facto indikacija većeg informacionog kvaliteta izveštajnih rezultata.

Dodatno, relativno širok manevarski prostor ostavljen profesionalnom regulativom, otvara pitanje uticaja računovodstvenih izbora, koje prave sami izveštajni entiteti, na volatilitnost računovodstvenih dobitaka. Chambers (1966, p. 455) je izračunao da računovodstveni dobitak preduzeća može uzeti preko 30 miliona različitih vrednosti, od kojih je svaka dobijena primenom drugačije kombinacije opšteprihvaćenih računovodstvenih principa. Pitanje je da li menadžeri, u situacijama u kojima mogu birati između dopustivih računovodstvenih metoda koje tangiraju volatilitnost, biraju one metode koje im omogućavaju vođenje politike iskazivanja uravnoteženih izveštajnih rezultata.

Determinističke studije volatilitnosti istraživale su računovodstvene politike koje preduzeća primenjuju sa ciljem uravnotežavanja dobitaka (videti npr. Barefield i Comiskey, 1971). Copeland (1968, p. 102) je definisao uravnotežavanje dobitka kao „repetativnu selekciju računovodstvenih pravila po određenom obrascu, koje za posledicu ima kretanje izveštajnih rezultata čija su odstupanja od trenda manja nego što bi inače bila“. On je takođe precizirao i obeležja računovodstvenih izbora koja čine efektivan instrumentarijum uravnotežavanja računovodstvenih dobitaka:

- Odabrane računovodstvene politike ne smeju sadržavati presedane na koje se mora primenjivati princip doslednosti. To znači da jednom primenjena računovodstvena praksa koja uravnotežava tekući dobitak, a koja obavezuje preduzeće na određeno

finansijsko-izveštajno ponašanje i u budućnosti, može uzrokovati povećanu volatilnost budućih dobitaka. Zbog toga je buduća sloboda delovanja ključna za vođenje dugoročne politike uravnoteženih dobitaka.

- Politika uravnotežavanja mora biti fundirana na profesionalnom rasuđivanju koje se kreće u okvirima opšteprihvaćenih računovodstvenih principa i ne sme izlagati preduzeće riziku dobijanja kvalifikovanog revizorskog mišljenja, što podrazumeva da rizici nekonzistentnosti ne smeju prevazilaziti koristi uravnotežavanja dobitka.
- Efektivno uravnotežavanje mora imati materijalno značajne posledice, pri čemu se materijalnost može odmeriti učešćem promene računovodstvenog dobitka do koje dovodi efektivna politika uravnotežavanja, u ukupnoj promeni dobitka u dva sukcesivna obračunska perioda. Što je ovaj ratio bliži jedinici, efektivnost politike je veća.
- Uravnotežavanje izveštajnih rezultata mora biti pitanje forme a ne suštine, tj. trebalo bi da bude zasnovano na računovodstvenoj interpretaciji događaja i transakcija, a ne na ciljanom forsiranju ili izbegavanju njihovog nastanka.
- Dobro osmišljena i svrshodna politika uravnotežavanja dobitka podrazumeva kontinuirano optimiziranje različitih računovodstvenih tehnika kojima se željeni obrazac kretanja dobitka održava u više od tri uzastopna obračunska perioda.

Ronen i Sadan (1975, p. 133) smatraju da se redukovanje volatilnosti izveštajnih rezultata može postići na više načina. Jedan od njih odnosi se na vremensko dimenzioniranje nastanka i priznavanja događaja i transakcija, drugi podrazumeva odabir obračunskih perioda u kojima će nastale transakcije i događaji imati uticaja na računovodstvene rezultate i treći obuhvata uravnotežavanje putem klasifikacije bilansnih pozicija. Očigledno je da, prema ovakvom viđenju, predmet uravnotežavanja opredeljuje dimenzije kroz koje je moguće dostići njegovu „normalizaciju“. Ukoliko je predmet uravnotežavanja dobitak iz redovnih poslovnih aktivnosti, klasifikaciono uravnotežavanje (klasifikovanje vanrednih (neuobičajenih) komponenti kao redovnih i obrnuto) predstavlja najbenigniju tehniku ublažavanja neželjenog varijabiliteta. Nasuprot tome, navedena tehnika nema uticaja na volatilnost neto dobitaka.

Još u ranim sudijama, autori su primetili da ocenjivanje volatilnosti (uravnoteženosti) zahteva jasno definisanje računovodstvene informacije čija se normalizacija želi postići i preciziranje njenih normalnih vrednosti kojima politika uravnotežavanja stremi. Tako su autori prethodno citirane studije za predmet uravnotežavanja odabrali rezultat iz redovnih aktivnosti, kako bi ispitali uticaj diskrecije u klasifikaciji pozicija, na volatilnost ove računovodstvene informacije. Oni su regresirali promenu u rezultatu iz redovnih aktivnosti preduzeća u dva sukcesivna obračunska perioda na makro indeks rezultata iz redovnih aktivnosti (normalu)⁸ i konstantu. Reziduali ovako definisane regresije predstavljaju odstupanja od normale čija magnituda

⁸ Makro indeks je definisan kao prosečna vrednost promena rezultata iz redovnih aktivnosti svih preduzeća u uzorku dobijena nakon isključivanja promene rezultata iz redovnih aktivnosti preduzeća čija se promena ove varijable pojavljuje kao zavisna promenljiva regresije. Barnea, Ronen i Sadan (1976) su normalne vrednosti promenljive koja je predmet uravnotežavanja procenjivali regresionom pravom dobijenom regresiranjem promena vrednosti rezultata iz redovnih (ili poslovnih) aktivnosti posmatranog preduzeća u dva uzastopna obračunska perioda na promene rezultata iz redovnih (ili poslovnih) aktivnosti preduzeća koje je lider u industriji.

definiše i nivo volatilnosti (uravnoteženosti). Istu metodologiju primenili su i za dobijanje reziduala iz regresije u kojoj je zavisna promenljiva instrument uravnotežavanja (vanredne, tj. neuobičajene komponente rezultata) a nezavisna promenljiva makro indeks (prosečna vrednost vanrednih komponenti za ceo uzorak). Regresiranjem devijacije instrumenta uravnotežavanja na devijacije predmeta uravnotežavanja, i ocenjivanjem regresionih koeficijenata, oni su došli do rezultata koji podržavaju hipotezu da menadžment manipuliše klasifikacijom vanrednih stavki kako bi umanjio varijacije u računovodstvenom rezultatu iz redovnih aktivnosti.

White (1970) je ocenjivao uticaj diskrecionih računovodstvenih izbora na volatilnost zarade po akciji, pri čemu je volatilnost merio razlikama između stvarnih nivoa zarada po akciji i normalnih (targetiranih) vrednosti. Targetirane vrednosti procenjivao je po osnovu dva kriterijuma: prvi kriterijum odnosio se na trend dobijen metodom najmanjih kvadrata, a drugi kriterijum za utvrđivanje normala predstavljale su vrednosti dostignute u prethodnom periodu. Rezultati primenjene metodologije podržali su zaključak da kompanije koje se suočavaju sa velikom volatilnošću performansi ili njihovim opadajućim trendom, diskrecione računovodstvene izbore zasnivaju na kriterijumu sistemske normalizacije (približavanje trendu), dok kompanije koje imaju uravnoteženije kretanje finansijskih performansi ili one ispoljavaju trend rasta, svoje diskrecione izbore baziraju na dostizanju visine zarade po akciji realizovane u prethodnom periodu.

Pomenute determinističke studije nisu se bavile uticajem volatilnosti računovodstvenih rezultata na njihovu informativnu korisnost u procesu donošenja investicionih odluka. Sa jedne strane, uravnotežavanje izveštajnih dobitaka može unaprediti njihovu informativnost ukoliko menadžeri koriste svoja diskreciona prava kako bi komunicirali sopstvene procene budućih finansijskih performansi. Sa druge strane, ukoliko je uravnotežavanje posledica namera da se smišljeno prikaže iskrivljena slika prinosa položaja motivisana oportunitetom, efekat na informacioni doprinos izveštajnih rezultata će biti suprotan. Zbog toga je dominacija nekog od navedenih efekata još jedno značajno empirijsko pitanje. Na žalost, empirijska istraživanja koja targetiraju ovaj problem ne omogućavaju donošenje jasnih zaključaka. Razlog tome leži u činjenici da su razlike u nivou volatilnosti računovodstvenih rezultata među preduzećima posledica sinergetskog delovanja tri faktora: volatilnosti fundamentalnih performansi, sposobnosti univerzalno postavljenog sistema finansijskog izveštavanja da meri stvarne performanse preduzeća koja obavljaju različite poslovne aktivnosti i primenjenih računovodstvenih politika, koje dodatno mogu biti formulisane na način da ili poboljšaju ili naruše informativnu vrednost računovodstvenih rezultata. Imajući u vidu složenost problema merenja nivoa volatilnosti, ne čudi što je broj studija koje pružaju empirijske dokaze o volatilnosti/uravnoteženosti kao atributu kvaliteta izveštajnih dobitaka, relativno mali.

Istražujući vezu između tekućih prinosa na akcije i očekivanih finansijskih performansi, u preduzećima čiji izveštajni rezultati imaju različite nivoe volatilnosti, Tucker i Zarowin (2006) su utvrdili da cene akcija preduzeća čiji računovodstveni dobitci/gubici imaju manju volatilnost, u većoj meri inkorporiraju informacije o budućim performansama (promene u tekućim prinosima na akcije u većoj meri reflektuju buduće računovodstvene rezultate). Mereći stepen uravnoteženosti računovodstvenih rezultata negativnom korelacijom između diskrecionih obračunskih komponenti i nemanipulisanih računovodstvenih rezultata

(računovodstveni rezultati umanjani za diskrecione obračunske veličine), oni su zaključili da je neto efekat načina na koji menadžeri koriste diskreciona prava, otkrivanje više informacija o očekivanim rezultatima i novčanim tokovima. Dakle, ovo istraživanje potvrdilo je da američke kompanije koriste diskrecione komponente sa ciljem uravnotežavanja računovodstvenih rezultata, što generalno vodi njihovoj većoj informativnosti. Prethodno je i Subramanyam (1996), na uzorku od 21.631 preduzeće-godina opservacija, u periodu 1973-1993, pokazao da je uravnotežavanje izveštajnih rezultata široko rasprostranjena praksa koja vodi većoj perzistentnosti i prediktabilnosti računovodstvenih dobitaka, ali i da diskrecione obračunske komponente komuniciraju informacije o budućoj profitabilnosti preduzeća.

Nasuprot ovakvim zaključcima, istraživanja koja su merila razlike u atributima kvaliteta računovodstvenih informacija između različitih privreda (Leuz, Nanda i Wysocki, 2003; Lang, Raedy i Wilson, 2006; Francis i Wang, 2008) kao meru volatilnosti računovodstvenih dobitaka koristila su relativan odnos varijabiliteta računovodstvenih rezultata i novčanih tokova ($\sigma(EARN)/\sigma(CFO)$)⁹ ili korelaciju između promena u obračunskim veličinama i promena u novčanim tokovima iz poslovnih aktivnosti ($Corr(\Delta Acc, \Delta CFO)$), i polazila su od pretpostavke da je prekomerna uravnoteženost računovodstvenih rezultata, u odnosu na normalu (varijabilitet novčanih tokova), posledica oportunističkog upravljanja dobitcima. Njihovi rezultati podržavaju pretpostavku da uravnotežavanje računovodstvenih rezultata vodi njihovom manjem kvalitetu, jer je izraženije u zemljama koje imaju neefikasno pravosuđe, zakonodavni okvir koji nedovoljno vodi računa o zaštiti prava investitora i ostale karakteristike imanentne nekvalitetnom sistemu finansijskog izveštavanja.

Čini se da je, u cilju boljeg razumevanja posledica koje volatilnost/uravnoteženost računovodstvenih dobitaka ostavlja na proces donošenja odluka, nadalje neophodno razvijati metodologiju koja će moći da napravi distinkciju između veštački indukovane uravnoteženosti i nivoa volatilnosti fundamentalnih finansijskih performansi. To bi omogućilo podrobnije dijagnostifikovanje mere u kojoj se računovodstveni instrumentarijum upotrebljava u procesu vođenja politike uravnoteženih računovodstvenih rezultata, njegove efikasnosti u dostizanju postavljenih informacionih ciljeva i dominantne motivacije kojom je vođena ova široko rasprostranjena praksa.

4. Merenje kvaliteta zasnovano na poređenju tržišnih i računovodstvenih vrednosti

4.1 Računovodstveni konzervativizam u funkciji kvaliteta finansijskih informacija

Konzervativizam je utkan u računovodstvenu praksu vekovima unazad, i bez obzira na kritičizam koji je ka njemu usmeren, neki autori smatraju da je njegov uticaj još izraženiji u poslednjih trideset godina (Watts, 2003, p. 207). Računovodstveni konzervativizam se tradicionalno definiše izrekom "ne anticipiraj profit, ali anticipiraj sve gubitke", koju empiričari tumače kao računovodstvenu tendenciju zahtevanja većeg stepen verifikacije za priznavanje dobrih vesti (dobitaka), nego za priznavanje loših vesti (gubitaka) (Basu, 1997, p. 7). Dodatno, konzervativno računovodstvo se u literaturi definiše i kao "prosečno, relativno potcenjivanje

⁹ $\sigma(EARN)$ predstavlja standardnu devijaciju računovodstvenih rezultata, dok je $\sigma(CFO)$ standardna devijacija novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti.

knjigovodstvene vrednosti neto imovine u odnosu na njenu tržišnu vrednost" (Beaver i Ryan, 2005, p. 269).

Do danas su ustanovljene dve opšte, ali međusobno različite, manifestacije konzervativizma: bezuslovni (ex ante) i uslovni (ex post) konzervativizam. Prva manifestacija odnosi se na aspekte računovodstvenog procesa koji dovode do toga da se prilikom inicijalnog odmeravanja imovine (ili obaveza) koriste samo informacije poznate na početku životnog veka sredstva, što kasnije neminovno dovodi do pojave skrivenih (latentnih) rezervi. Ex ante konzervativizam proizilazi, pre svega, iz poteškoća u vrednovanju određenih oblika ekonomskih sredstava (obaveza) i procenjivanju njihovog uticaja na buduće računovodstvene rezultate. Usled toga se imovina u bilansu stanja prilikom inicijalnog priznavanja najčešće oprezno odmerava, po vrednosti koja je ispod "neutralne". Bezuslovni konzervativizam obuhvata greške u merenju u smeru potcenjivanja neto imovine, što ima implikacije na umanjenu relevantnost informacija sadržanih u bilansu stanja. Često navođeni primeri bezuslovnog konzervativizma su ulaganja u istraživanja u razvoj, koja se najčešće ne mogu kapitalizovati zbog nedovoljno pouzdanih anticipacija njihovih budućih koristi, i primena ubrzanog (degresivnog) metoda otpisivanja nekretnina, postrojenja i opreme, koja za posledicu može imati računovodstvenu amortizaciju koja je brža od neuočljive ekonomske amortizacije. S obzirom da je malo verovatno da će računovodstveni standardi ikada insistirati na priznavanju (kao imovine) sadašnje vrednosti očekivanih stopa rasta preduzeća, bezuslovni konzervativizam će uvek biti strukturni deo profesionalne regulative.

Uslovni konzervativizam odnosi se na računovodstvenu praksu koja redukuje visinu računovodstvenog dobitka i vrednost neto imovine u prisustvu nepovoljnih okolnosti, pri čemu, prilikom ispoljavanja povoljnih uslova (okolnosti) ne dovodi do njihovog povećanja. Ex post konzervativizam ima za cilj poboljšanje efikasnosti ugovaranja (sa različitim stranama sa kojima preduzeće ulazi u ugovorne odnose), imajući u vidu naklonost menadžmenta ka precenjivanju objavljenih finansijskih performansi. On koristi, i prema tome obelodanjuje informacije u periodima u kojima one postanu poznate. Primeri uslovnog konzervativizma odnose se na procenjivanje zalih po nižoj od dve vrednosti (nabavnoj vrednosti (ceni koštanja) ili tržišnoj vrednosti) i obezvređenje dugoročne materijalne i nematerijalne imovine.

Značajno je napomenuti da postoje empirijski dokazi da, na nivou preduzeća, stepen uslovnog konzervativizma zavisi od mere u kojoj je njegov računovodstveni sistem bezuslovno konzervativan (Pope i Walker, 2003). Preciznije, visina obezvređenja imovinskih delova će biti manja ukoliko su ona inicijalno (ex ante) konzervativnije odmerena. U ekstremnom slučaju, ako neko sredstvo, u ex ante konzervativnom sistemu, uopšte ne zadovolji uslove priznavanja, pad njegove ekonomske ili tržišne vrednosti u kasnijim obračunskim periodima ne može dovesti do smanjenja računovodstvenih rezultata.

4.1.1. Uslovljenost konzervativizma i njegove ekonomske implikacije

Računovodstveni konzervativizam suštinski predupređuje problem neizvesnosti koja je svojstvena poslovanju, a koja uzrokuje različite nivoe pouzdanosti procenjenih vrednosti publikovanih u finansijskim izveštajima. Generalno, pouzdanost računovodstvenih informacija raste sa protokom vremena (smanjenjem neizvesnosti), no kako je i blagovremenost njihova jednako važna kvalitativna karakteristika, funkcija konzervativizma je da

konvencionalno ustanovljava relativan odnos između proverljivosti i blagovremenosti računovodstvenih informacija, na način koji u najvećoj mogućoj meri štiti interese širokog kruga korisnika. Zbog toga konzervativni računovodstveni sistem razrešava pomenuti trade off asimetričnim pravilima za dobre, u odnosu na loše vesti: priznavanje gubitaka zahteva ispunjavanje nižih standarda proverljivosti usled čega se oni brže obelodanjuju, dok se priznavanje dobitaka odlaže usled favorizovanja njihove proverljivosti u odnosu na njihovu blagovremenost. Filter priznavanja u konzervativnom informacionom sistemu ne mogu proći samo tržišno neverifikovani dobitci ali to ne implicira da oni moraju biti podržani realizovanim novčanim tokovima, već da novčani prilivi sa njima u vezi, moraju biti izvesni.

Asimetričan tretman dobitaka i gubitaka, koji je osnovna karakteristika računovodstvenog konzervativizma, zapravo je u funkciji podizanja stepena kredibilitnosti finansijskih izveštaja. Sastavljanje finansijskih izveštaja je u ingerenciji insajdera (menadžera) koji prirodno imaju specifične ekonomske interese da predstave optimističnu sliku finansijskih performansi, što ih dovodi u iskušenje da zloupotrebe svoju povlašćenu informacionu poziciju. Konzervativizam je mehanizam koji ih ograničava u priznavanju subjektivnih, oportunističkih dobitaka čime se poverenje eksternih korisnika u finansijsko-računovodstvene informacije održava na zadovoljavajućim nivou. Ublažavanjem problema moralnog hazarda, informacione asimetrije i oportunističkog selektovanja javno publikovanih informacija, konzervativizam adresira rizike od ekonomski neopravdane distribucije neto imovine ka menadžerima i drugim eksternim stejkholderima. Iako su dobre vesti, bez obzira da li ih je moguće verifikovati ili ne, relevantne u procesu donošenja investicionih odluka, koristi od veće kredibilitnosti finansijskih izveštaja, na čije se informacije korisnici mogu osloniti sa visokim stepenom poverenja, nadilaze informacione gubitke uzrokovane odloženim priznavanjem dobrih vesti pa se, ovako shvaćen, konzervativizam može smatrati sistemom koji kreira vrednost (prema: Barker i Mcgeachin, (2015, p. 173)).

U proteklim decenijama finansijsko izveštavanje evropskih zemalja pretrpelo je promene koje je Hans Hoogervorst, predsedavajući Odbora za međunarodne računovodstvene standarde još 2012. godine nazvao revolucijom finansijskog izveštavanja (Hoogervorst, 2012). Od septembra 2010. godine, intenzivirala se rasprava pokrenuta činjenicom da je IASB u revidiranom prvom poglavlju Konceptualnog okvira, koje se odnosi na kvalitativne karakteristike računovodstvenih informacija, zamenio opreznost neutralnošću. Krucijalno pitanje koje je pokrenuto ovakvom odlukom je, da li se iza nje krije lingvistička, ili suštinska izmena koja podriva konceptualnu osnovu finansijskog izveštavanja. Finansijsko izveštavanje je visoko zavisno od subjektivnog prosuđivanja ali sistematsko korišćenje prosuđivanja, koje je u funkciji širenja optimizma, ne može biti prihvatljivo, bez obzira na to što je finansijsko izveštavanje daleko od definicije egzaktne nauke. U tom smislu, koncept opreznosti u prethodnoj verziji Konceptualnog okvira, podrazumevao je oprezno ponašanje u situacijama kada se sudovi donose a procene prave u uslovima neizvesnosti, na način da imovina i prihodi ne budu precenjeni a obaveze i rashodi potcenjeni. Ovakva definicija je u svojoj suštini zahtevala da se opreznost inkorporira u procene samo ukoliko postoji sumnja u vezi sa vrednošću sredstava ili obaveza, pri čemu nije podržavala kreiranje skrivenih rezervi u situacijama kada sumnje nema.

Suspendovanje opreznosti u Konceptualnom okviru pravdano je procesom konvergencije sa američkim GAAP-ovima (koji takođe ne obuhvataju definiciju opreznosti), nekompatibilnošću

definicije opreznosti sa definicijom favorizovane neutralnosti, i u praksi uočenom tendencijom da se, u aplikativnom smislu, opreznost zloupotrebljava zarad iskazivanja željenog finansijskog i rentabilitetnog položaja preduzeća. Deklarativnom zamenom koncepta opreznosti konceptom neutralnosti u Konceptualnom okviru, doveden je u pitanje konzervativni karakter finansijskih izveštaja pa su se, iz mnogobrojnih krugova stejkholdera, koji ovakve argumente nisu smatrali dovoljno ubedljivim, mogli čuti disonantni tonovi koji su skretali pažnju na neopreznost regulatornih tela i negativne posledice koje će ovakva odluka izazvati (videti npr. The United Kingdom Shareholders' Association (2012)). Zabrinutost korisnika finansijskih izveštaja je bila na takvom nivou da je IASB, pod pritiscima akademske zajednice, praktičara i investitora, 2014. godine odlučio da vrati opreznost u Konceptualni okvir, definišući je kao oprezno ponašanje u uslovima neizvesnosti koje mora rezultovati neutralnim računovodstvenim informacijama (izričito zabranjuje precenjivanje ili potcenjivanje računovodstvenih kategorija).

Iako autori često kao sinonime koriste termine opreznosti i konzervativizma, teorijska razlika među njima ipak postoji. Konzervativizam referiše na računovodstvene metode koje vode iskazivanju knjigovodstvene vrednosti koja je niža od stvarne (ekonomske) vrednosti, dok je opreznost specifičan tip konzervativizma koji proizilazi iz opreznog odgovora na uslove neizvesnosti. Konzervativizam ne može biti definisan u apsolutnom izrazu, već isključivo u odnosu na neku referentnu vrednost. Računovodstveni autput se može oceniti kao konzervativan samo u poređenju sa alternativnim autputom koji nije konzervativan (koji je npr. neutralan). Kako se u poređenju, kao referentna vrednost, pojavljuje ekonomska, neuočljiva vrednost, koja je takođe rezultat procene (zbog čega je i neutralnost zapravo hipotetički koncept), sistem finansijskog izveštavanja nije sistem neutralnog merenja ekonomskih vrednosti, već sistem koji je po svojoj prirodi konzervativan, jer neutralna primena definicija i zahteva sadržanih u međunarodnim računovodstvenim standardima, vodi iskazivanju knjigovodstvenih vrednosti koje su niže od ekonomskih (Barker, 2015). S tim u vezi, i čelnici Odbora za međunarodne računovodstvene standarde su pri stavu da izostavljanje opreznosti iz Konceptualnog okvira ne dovodi do značajnog ublažavanja opreznog karaktera finansijskih izveštaja, jer konzervativizam prožima veliku većinu pojedinačnih računovodstvenih standarda (Hoogervorst, 2012, p. 4), potvrđujući time tezu profesora Barkera da je računovodstvo „inherentno konzervativno“.

Paralelno sa inovacijama Konceptualnog okvira, revidiranje postojećih i uvođenje novih računovodstvenih standarda takođe odražava kontinuirani evolutivni proces izmena u bazičnoj računovodstvenoj paradigmi: pristup zasnovan na istorijskim troškovima (engl. Historical Cost Accounting – HCA) biva potiskivan od strane sve šire upotrebe računovodstva fer vrednosti (engl. Fair value Accounting – FVA). Smena konceptata posledica je izmenjenih informacionih potreba korisnika finansijskih izveštaja, kao i napora regulatornih tela da, savremenim rešenjima, dovedu do preokreta u tendenciji kontinuiranog pada relevantnosti finansijsko-računovodstvenih informacija. Osim što je uključivanje fer vrednosti u set opšteprihvaćenih računovodstvenih načela i principa, i njen rastući značaj, implicirao da se u mnogome izmeni računovodstvena i upravljačka filozofija, doveo je i do pojave opravdane sumnje da je opreznost (konzervativizam) suspendovana u funkciji većeg prožimanja regulative konceptom fer vrednosti.

Dok sa jedne strane postoje stavovi da fer vrednost bolje reflektuje rizike svojstvene izveštajnim entitetima i njihove ekonomske performanse, oponenti ovog koncepta smatraju da upotreba fer vrednosti stvara konfuziju u interpretaciji poslovnih performansi, smanjuje pouzdanost računovodstvenih informacija, povećava rizike od manipulacija i uvodi nepotrebnu volatilnost (Defond *et al.*, 2020, p. 3). Upotreba fer vrednosti dovela je do informacionog zaokreta u sadržaju i kvalitetu računovodstvenih dobitaka koji, implementiranjem ovog koncepta, obuhvataju i nerealizovane promene u fer vrednosti imovine i obaveza. U opštem slučaju, ukoliko bi se fer vrednost procenjivala na bazi tržišnih cena dobijenih sa aktivnih tržišta, na kojima su učesnici dobro informisani, promene računovodstvenih rezultata koje su posledica primene koncepta fer vrednosti bi bile oslobođene subjektivnih namera i uverenja vlasnika sredstava koji takve procene prave (Van Zijl i Whittington, 2005). Ako bi ovako utvrđena fer vrednost neto imovine preduzeća bila značajno iznad tržišne vrednosti njegovih akcija, bilans stanja pružao bi snažnu informacionu podršku za odluku o investiranju u takvo preduzeće, i vice versa.

Sa druge strane, koncept istorijskih troškova proces stvaranja vrednosti prati kroz kupovinu inputa, njihovu transformaciju kroz biznis plan, i prodaju proizvoda po cenama koje su iznad cene koštanja. „HCA ne pruža informacije o sadašnjoj vrednosti budućih (očekivanih) performansi, već o progresu koji je napravljen izvršavanjem biznis plana, priznajući samo vrednost koja je dodata kroz realizovane transakcije“ (Penman, 2007, p. 37). Račun dobitka/gubitka (bilans uspeha) u ovakvom sistemu, ima primarnu informacionu vrednost koja je posledica povezivanja prihoda (vrednosti primljene u transakcijama) i rashoda (vrednosti žrtvovane u transakcijama) posmatranog perioda. Bilans stanja, po svom dizajnu, nije izveštaj o vrednosti, jer je merenje imovine i obaveza samo nuspojava primene načela realizacije i sučeljavanja prihoda i rashoda.

Ukoliko bi se apstrahovali problemi merenja (vrednovanja), konceptualne razlike između HCA i FVA mogle bi se predstaviti na način prikazan u Tabeli 10.

Primena fer vrednosti je, u globalnoj računovodstvenoj regulativi i praksi, proširena sa finansijskih instrumenata i na druge pozicije imovine i obaveza. Time je, sa jedne strane, izvršen podsticaj ka podizanju kvaliteta finansijskih izveštaja kroz sužavanje manevarskog prostora onim izveštajnim entitetima koji su iskazivali dobitke od selektivne prodaje imovine čija je tržišna vrednost bila iznad knjigovodstvene, dok su istovremeno gomilali skrivene gubitke na pozicijama sa nepovoljnim odnosom tržišne i knjigovodstvene vrednosti. Sa druge strane, primena koncepta fer vrednosti u uslovima nepostojanja aktivnog tržišta i samim tim, nedostatka sagledivih tržišnih informacija, podrazumeva primenu tehnika zasnovanih na procenama i projekcijama koje su u ingerenciji menadžmenta, što može ugroziti pouzdanost publikovanih informacija, a kvalitet finansijskih izveštaja izložiti ozbiljnom riziku¹⁰. Daljim širenjem upotrebe koncepta fer vrednosti, računovodstveni rezultati sve će više odražavati promene vrednosti imovine i obaveza, dok će značaj koji sada imaju u procesu investicionog odlučivanja nestajati. Neki autori smatraju da bi potpuni prelazak na računovodstvo fer vrednosti doveo do toga da izveštajni rezultati imaju izuzetno visoku volatilnost, a nultu perzistentnost (videti npr. Dichev i Tang, 2008).

¹⁰ Više o uticaju fer vrednosti na pojedinačne attribute kvaliteta računovodstvenih dobitaka videti u: Šodan (2014)

Tabela 10. Konceptualne razlike između računovodstva fer vrednosti i računovodstva istorijskih troškova

Računovodstvo fer vrednosti	Računovodstvo istorijskih troškova
Primarni instrument prenošenja informacija je bilans stanja. Ukoliko bi se imovina i obaveze vrednovale po FV, knjigovodstvena vrednost kapitala bila bi jednaka njegovoj tržišnoj vrednosti (P/B rasio bi bio jednak jedinici).	Primarni instrument prenošenja informacija je bilans uspeha. P/B rasio nije jednak jedinici. (P/B rasio (engl. Price/Book value) je količnik tržišne i knjigovodstvene cene akcija)
Bilans uspeha pruža informacije o ekonomskom dobitku jer obuhvata promene vrednosti sredstava i obaveza tokom perioda.	Računovodstveni rezultati prenose informaciju o tome koliku vrednost je preduzeće dodalo investitorima kupujući inpute po jednoj ceni, transformišući ih prema poslovnom modelu i prodajući ih po drugoj ceni.
Tekući računovodstveni rezultati ne mogu predvideti buduće finansijske performanse (jer promene tržišnih cena u tekućem periodu nisu povezane sa budućim cenama ili njihovim promenama) .	Tekući računovodstveni rezultati su osnova za predviđanje budućih finansijskih performansi na kojima se zasniva procena vrednosti preduzeća.
Promene u računovodstvenim rezultatima pružaju informacije o rizicima investiranja u preduzeće.	Računovodstveni rezultati ne informišu o šokovima (promenama) u vrednosti imovine i obaveza nego o šokovima u trgovanju na tržištima inputa i outputa.
Računovodstveni rezultati mere efikasnost menadžmenta u stvaranju vrednosti za investitora.	Računovodstveni rezultati mere efikasnost menadžmenta u dodavanju vrednosti na tržištima.

Izvor: Prilagođeno prema: Penman (2007, p. 36)

Razumevanje činjenice da konzervativizam tradicionalno opstaje kao bazična karakteristika finansijsko-računovodstvenih informacija zahteva detaljniju elaboraciju ekonomskih uzroka njegovog nastanka i ekonomskih posledica njegove implementacije. U određenom obimu, stepen prožimanja računovodstvenih standarda konzervativizmom zavisi od definicije primarnog cilja finansijskog izveštavanja. Kako se u Konceptualnom okviru kao primarna svrha finansijskih izveštaja navodi pružanje korisnih informacija provajderima kapitala, dok je, čini se, pružanje informacija koje omogućavaju procenu efektivnosti i efikasnosti menadžmenta u procesu korišćenja poverenih im sredstava, tek od sekundarnog prioriteta, potencijalni konflikti između ovako definisanih ciljeva mogu voditi do problema razvoja principa za priznavanje, merenje i obelodanjivanje. Dok obezbeđivanje informacija relevantnih za predviđanje budućih novčanih tokova doprinosi realizaciji prvog cilja (poboljšanju cenovne efikasnosti na tržištu kapitala), drugi cilj zahteva informacije o odlukama koje su menadžeri donosili u uslovima informacione asimetrije, kako bi se mogao proceniti njihov doprinos

povećanju ekonomske efikasnosti. Prema Gebhardt, Mora i Wagenhofer (2014, p. 108), mogućnost naknadnog proveravanja računovodstvenih informacija manje je važna za alokaciju kapitala, nego za efikasno ugovaranje i ocenjivanje uspešnosti menadžmenta; informacije o prošlim transakcijama su značajnije za ugovaranje a informacije o očekivanim performansama su značajnije za procenjivanje vrednosti preduzeća; dok asimetrično priznavanje dobitaka i gubitaka više doprinosi realizaciji prvog nego drugog cilja.

Gigler *et al.* (2009) su napravili zanimljivu analogiju koja plastično oslikava način na koji se informacioni sadržaj finansijskih izveštaja menja sa nivoom konzervativizma. Analogija se izvodi iz politike ocenjivanja na ispitima, koja ima za cilj da izveštava o performansama (sposobnostima) studenata. Tokom pregledanja ispitnih zadataka, profesor prevodi odgovore koje je student ponudio, u numerički skor (ocenu). Oni koji su zainteresovani za performanse određenog studenta, nemaju pristup njegovom ispitnom zadatku, nego se u donošenju odluke moraju osloniti na ocenu koju je dobio. Prilikom ocenjivanja, profesor može usvojiti konzervativnu ili liberalnu politiku. Konzervativna politika podrazumeva postavljanje visokih kriterijuma za dobijanje najviše ocene, zbog čega je gotovo nemoguće da je dobije student sa niskim performansama. Sa druge strane, ovakva politika čini vrlo verovatnim da će po neki student sa visokim nivoom znanja i veština dobiti nižu ocenu. Dakle, visoka ocena je veoma informativna jer je verovatnoća da su je dobili samo najbolji studenti veoma visoka, dok niže ocene sadrže mešovite signale. Liberalna politika ocenjivanja ima drugačije posledice na informativnost ocena. U okvirima liberalne politike kriterijumi za dobijanje najviše ocene su niži (što se, primera radi, može postići sastavljanjem lakših ispitnih zadataka) pa je mogu doći i studenti sa nižim performansama. Informacioni sadržaj (preciznost) najviše ocene se ovim putem umanjuje, ali se zato povećava informativnost nižih ocena, jer je verovatnoća da će, u ovakvom sistemu, nisku ocenu dobiti najbolji studenti vrlo mala. Izborom između ove dve politike ocenjivanja (ili alternativno izborom lakšeg ili težeg ispitnog zadatka), profesori određuju da li im je primarni cilj preciznija identifikacija visoko sposobnih ili manje sposobnih studenata. Autori navode da je moguće definisati i politiku ocenjivanja koja povećava informacioni sadržaj i niskih i visokih ocena, ali da je formulisanje takvih sistema (ispitnih zadataka) značajno skuplje, dok je njihova implementacija mnogo zahtevnija.

Osim toga, iako konzervativizam utiče na informacionu oštrinu određenih sadržaja finansijskih izveštaja, ne treba zaboraviti da je set tržišno dostupnih informacija o preduzeću značajno širi. Konkretno, usvajanje i primena konzervativnih računovodstvenih politika ne mora nužno značiti da će korisnicima biti predstavljene pristrasne informacije. Menadžeri će, u slučaju posedovanja povlašćenih informacija koje su u koliziji sa konzervativnim, javno objavljenim informacijama, imati veći podsticaj za dobrovoljnim obelodanjivanjima kako bi redukovali informacionu asimetriju, dok će konzervativizam opstati kao kontrolni mehanizam za sprečavanje njihovog oportunističkog ponašanja (Mora i Walker, 2015, p. 628).

Stav koji dominira literaturom je da su primarni pokretači računovodstvenog konzervativizma troškovi (efikasnost) ugovaranja, imajući u vidu da se ugovorne klauzule često baziraju na računovodstvenim informacijama¹¹. U tom smislu, asimetrično priznavanje dobitaka i gubitaka

¹¹ Ekstenzivno istraživani ugovorni odnosi koji pokreću računovodstveni konzervativizam su oni koji nastaju između preduzeća i kreditora, oni kojima se definišu kompenzacione šeme za menadžere i oni kojima se određuju dividendne isplate.

posledica je većih troškova uključivanja u finansijske izveštaje teško proverljivih informacija; manje pouzdanosti neproverljivih informacija u odnosu na proverljive; asimetrične korisnosti dobitaka i gubitaka za pojedine grupe korisnika; i podsticaja menadžera da precenjuju računovodstvene dobitke kako bi podigli visinu sopstvenih kompenzacija.

Generalno, kreditori su osetljiviji na realizaciju loših nego na realizaciju dobrih vesti, što je posledica njihove asimetrične pozicije u odnosu na investitore. Kada je, u trenutku dospeća duga, neto vrednost imovine preduzeća veća od iznosa duga, kreditori neće dobiti dodatnu kompenzaciju u odnosu na ugovorenu. Međutim, ukoliko neto imovina preduzeća nije dovoljna da pokrije ugovorene isplate prema kreditorima, iako će im pripasti celokupna preostala neto imovina, to i dalje neće biti dovoljno da pokrije ugovorom garantovanu sumu isplata. Posledično, kreditori su uvek zainteresovani za informaciju o minimalnoj (konzervativnoj) vrednosti neto imovine, kako bi bili u mogućnosti da adekvatnije adresiraju rizike ugovaranja. Ukoliko im preduzeće blagovremeno ne učini takve informacije dostupnim, oni će sebe štititi podizanjem kamatnih stopa, i realizacijom restriktivnih ugovornih klauzula, pa se troškovi nekonzervativnih informacija mogu smatrati relativno visokim.

Gormley, Kim i Martin (2012) su utvrdili da je ulazak stranih banaka na indijsko tržište, tokom devedesetih godina, bio pozitivno korelisan ne samo sa povećanim zaduživanjem preduzeća, već i sa povećanjem nivoa uslovnog konzervativizma. I druga istraživanja pokazala su da obaveze preduzeća, koje proizilaze iz kreditnih ugovora, imaju uticaja na izbor računovodstvenih politika, u smislu konzervativnijeg pristupa finansijskom izveštavanju koji je posledica realizacije informacionih prava kreditora (Tan, 2012; Jayaraman i Shivakumar, 2013; Haw, Lee i Lee, 2014).

Ograničenja u distribuciji neto imovine preduzeća prema vlasnicima i menadžerima takođe se mogu realizovati dobro promišljenim i odmerenim konzervativnim računovodstvenim politikama. U suprotnom bi (baziranjem dividendne politike i politike menadžerskih kompenzacija na nekonzervativnim – precenjenim računovodstvenim dobitcima), isplate dividendi i menadžerskih kompenzacija mogle dovesti do ozbiljnog ugrožavanja ne samo interesa kreditora, već i distorzije supstance (kapitalne baze) preduzeća. Rezultati studije Iyengar i Zampelli (2010) su podržali hipotezu da je osetljivost menadžerskih kompenzacija na računovodstvene rezultate viša u preduzećima koja primenjuju konzervativniju računovodstvenu praksu. Jedno od mogućih objašnjenja ovakvih rezultata je da računovodstveni konzervativizam ograničava oportunističko ponašanje menadžera i podiže pouzdanost izveštajnih dobitaka, što omogućava formulisanje ugovora koji menadžerske kompenzacije snažnije povezuju sa performansama publikovanim u finansijskim izveštajima. Drugo objašnjenje vezano je za problem “vremenskog horizonta”. Naime, u situacijama kada je mandat menadžera kraći od optimalnog vremenskog trajanja investicionog ciklusa preduzeća, intervencije u vidu finansijskog nagrađivanja menadžera koji održavaju povećanja računovodstvenih rezultata perzistentnim, dovode do sinhronizacije njihovih, sa interesima vlasnika (investitora). U tom smislu, konzervativno odmereni računovodstveni rezultati, povećavajući perzistentnost, čine više menadžerske kompenzacije izvesnijim.

Agencijska teorija sugerise da stejholderi imaju konfliktne interese i u pogledu dividendne politike preduzeća. Prekomerne isplate dividendi dovode do distribucije neto imovine koja transferise bogatstvo investorima, povećavajući rizike kreditora, kroz redukciju imovine

dostupne za naplatu njihovih potraživanja. Usled toga, ugovori o kreditima često inkorporiraju klauzule koje direktno, ili indirektno, ograničavaju dividendne isplate. Direktna ograničenja specificiraju gornju granicu fonda za isplatu dividendi, kroz definisanje procenta neto dobitka koji, putem dividendi, može biti distribuiran akcionarima. Indirektna ograničenja dovode do restrikcije dividendi kroz zahteve održavanja određenih racija (npr. odnosa duga i ukupne imovine) na ugovorima definisanom nivou. Konzervativne računovodstvene politike vode iskazivanju nižeg izveštajnog dobitka, smanjujući time verovatnoću da će preduzeće vršiti prekomerne isplate dividendi. Mereći konfliktne interese akcionara i kreditora operativnom neizvesnošću (standardnom devijacijom stope prinosa na uložena sredstva), relativnim učešćem visine isplaćenih dividendi u ukupnoj imovini i finansijskim leveridžom (učešćem dugoročnog duga u ukupnoj imovini), Ahmed *et al.* (2002) su došli do zaključka da preduzeća u kojima je konflikt interesa između akcionara i kreditora veći, implementiraju konzervativniju računovodstvenu praksu, što posledično vodi i smanjenju troškova finansiranja, sugerišući da konzervativno računovodstvo igra važnu ulogu u efikasnom ugovaranju.

Iako rezultati gore navedenih studija upućuju na zaključak da uslovni konzervativizam poboljšava efikasnost ugovaranja, Basu (2005, p. 314) smatra da безусловni konzervativizam ne doprinosi efikasnom ugovaranju, te da nastaje kao posledica odgovora preduzeća na regulatorne i poreske podsticaje, zbog čega ove dve vrste konzervativizma ne treba posmatrati kao supstitute.

4.1.2. *Merenje konzervativizma*

Procenjivanje nivoa konzervativizma u empirijskom smislu zahteva dodatnu elaboraciju, imajući u vidu da su istraživači koristili tri različita pristupa (prema: Watts, 2003, p. 288): merenje nivoa potcenjivanja neto imovine; mere zasnovane na računovodstvenim rezultatima i njegovim obračunskim komponentama; i mere utemeljene na odnosu knjigovodstvene i tržišne vrednosti akcija izveštajnih entiteta. Svi pristupi merenja konzervativizma oslanjaju se na efekte asimetričnog priznavanja dobitaka i gubitaka u izveštajnim rezultatima, ali su ideje u osnovi toliko različite da bi, makar one najvažnije, trebalo detaljnije pojasniti.

Mere potcenjivanja neto imovine - Iako se tržišne vrednosti imovine i obaveza menjaju kroz obračunske periode, sve promene ne priznaju se u finansijskim izveštajima. Konzervativne računovodstvene politike indukuju potcenjivanje knjigovodstvene, u odnosu na tržišnu vrednost neto imovine preduzeća, pa su neki istraživači procenjivali stepen potcenjenosti neto imovine koristeći se Feltham-Ohlson valuacionim modelima¹². Tako su Ahmed *et al.* (2000), u kontekstu ovih modela, empirijski ispitivali uticaj računovodstvenog konzervativizma na tržišno vrednovanje operativne imovine, na način predstavljen regresijom (24):

$$G_{it} = \alpha_{0i} + \alpha_{1i}AOE_{it} + \alpha_{2i}OA_{it-1} + \alpha_{3i}CI_{it} + \varepsilon_{it} \quad (24)$$

gde je: G_{it} - gudvil preduzeća i , definisan kao razlika između tržišne i knjigovodstvene vrednosti akcija na kraju perioda t ; AOE_{it} - abnormalni operativni dobitak preduzeća i u periodu t , definisan kao razlika između operativnog dobitka u periodu t i normalnog

¹² Feltham i Ohlson (1996) modeli uključuju parametre koji reflektuju stepen potcenjenosti operativne imovine, polazeći od pretpostavke da računovodstvena amortizacija nadilazi ekonomsku. Konzervativizam se procenjuje ocenjivanjem parametra valuacionih modela ili modela vremenskih serija.

operativnog dobitka u periodu t (normalni operativni dobitak dobija se primenom očekivane stope prinosa (stopa prinosa na državne obveznice uvećana za 4% premije za rizike) na vrednost operativne imovine na početku perioda t); OA_{it-1} - operativna imovina preduzeća i na kraju perioda $t-1$, definisana kao knjigovodstvena vrednosti kapitala, uvećana za kratkoročne i dugoročne finansijske obaveze, a umanjena za gotovinu i gotovinske ekvivalente; CI_{it} - tekuće investicije u operativnu imovinu preduzeća i , definisane kao promena u operativnoj imovini u periodu t , u odnosu na period $t-1$, uvećana za troškove amortizacije u periodu t ; sve promenljive pokazuju definisane vrednosti po akciji.

Opisani model podrazumeva da bi koeficijent α_2 trebalo da bude pozitivan, ukoliko se primenjuju konzervativne politike procenjivanja operativne imovine u periodu $t-1$, a rezultati su sugerisali da konzervativno finansijsko izveštavanje ima statistički značajan uticaj na tržišnu vrednost operativne imovine, te da je prosečna ocenjena vrednost ovog parametra pozitivna i iznosi 0,527 (Ahmed *et al.*, 2000, p. 284).

Myers (1999) je ocenjavao pouzdanost korišćenja linearnih informacionih modela vremenskih serija rezidualnih dobitaka, u obliku datom modelom (25), u proceni vrednosti preduzeća.

$$RI_{t+1} = \alpha_1 + \alpha_2 RI_t + \alpha_3 BV_t + \varepsilon_{t+1} \quad (25)$$

gde je: RI_{t+1} i RI_t - rezidualni dobitak (deo računovodstvenog dobitka koji nadilazi očekivanu stopu prinosa na investirani kapital) u periodu $t+1$ i t respektivno; a BV_t - knjigovodstvena vrednost kapitala na kraju perioda t .

Kako medijana ocenjenog koeficijenta α_3 (parametra konzervativizma) regresije (25) uzima negativnu vrednost, čak i na poduzorku od 25 % najkonzervativnijih preduzeća, dok se modelom predviđa pozitivna vrednost ovog koeficijenta, autor je zaključio da ovakvi modeli ne opisuju dobro uticaj konzervativizma na knjigovodstvenu vrednost neto imovine. Slične rezultate dobili su i Dechow, Hutton i Sloan (1999).

Beaver i Ryan (2000) merili su konzervativizam koristeći odnos knjigovodstvene i tržišne vrednosti akcija (B/M ratio - engl. Book-to-Market Ratio), a polazeći od pretpostavke da preduzeća koja primenjuju konzervativne računovodstvene politike imaju potcenjenu knjigovodstvenu vrednost neto imovine, usled čega je i B/M ratio manji od jedinice:

$$BTM_{t,i} = \alpha_t + \alpha_i + \sum_{j=0}^6 \beta_j R_{t-j,i} + \varepsilon_{t,i} \quad (26)$$

gde je: $BTM_{t,i}$ - ratio knjigovodstvene i tržišne vrednosti akcija preduzeća i u periodu t ; α_t - vremenski efekti; α_i - fiksni individualni efekti; $R_{t-j,i}$ - godišnji prinosi na akcije preduzeća i u tekućem periodu t i u šest prethodnih uzastopnih perioda.

Ocenjeni koeficijent fiksnih individualnih efekata α_i iz modela (26), po svojoj konstrukciji, ima srednju vrednost koja je jednaka nuli, pa je korišćen kao mera u kojoj nivo konzervativizma varira između preduzeća (posmatra se distribucija dobijenih rezultata). Niže vrednosti koeficijenta pokazuju veću potcenjenost knjigovodstvene vrednosti neto imovine, odnosno konzervativnije računovodstvene politike.

Mere zasnovane na računovodstvenim rezultatima - Već je bilo reči o tome da se konzervativizam ispoljava i u asimetričnom priznavanju dobitaka i gubitaka, jer dobitci koji su posledica rasta vrednosti imovine, neće biti priznati u finansijskim izveštajima perioda u kome

je povećanje vrednosti nastalo, već u finansijskim izveštajima perioda u kojima novčani tokovi od ovakvog povećanja postanu visoko izvesni ili realizovani (koncept fer vrednosti ne prepoznaje ovu vrstu konzervativizma i dobitke od povećanja fer vrednosti priznaje u finansijskim izveštajima perioda u kome je do povećanja došlo). Ovakav način priznavanja dobitaka čini njihovu višu perzistentnost vrlo izvesnom.

Prethodno opisani principi priznavanja, međutim, ne primenjuju se za gubitke (smanjenja vrednosti imovine) koje karakteriše isti nivo verifikacione sposobnosti. Oni se priznaju u finansijskim izveštajima perioda u kojima su nastali, a ne u budućim periodima u kojima dolazi do novčanih odliva izazvanih ovim gubicima. Posledica ovakvog računovodstvenog pristupa je da, u proseku, gubici, ili smanjenja računovodstvenih dobitaka, imaju manju perzistentnost (veću tranzitornost).

Polazeći od ovakvih premisa, Basu (1997) je pretpostavio asimetričnu perzistentnost dobitaka i gubitaka, koju je izveo iz efekata koji konzervativizam ima na ponašanje vremenskih serija računovodstvenih rezultata izveštajnih entiteta. Konzervativizam implicira da računovodstveni rezultati anticipiraju buduće gubitke, tako što se u finansijskim izveštajima tekućeg perioda, priznaju procene budućih novčanih odliva, zasnovane na trenutno raspoloživim informacijama (lošim vestima). Na taj način, "računovodstveni rezultati budućih perioda zaštićeni su od tekućih loših vesti, pa su bliži vrednostima koje bi uzimali da nikakvih loših vesti nije ni bilo" (Basu, 1997, p. 20). Loše vesti inkorporirane u tekuće računovodstvene rezultate, iz perspektive vremenskih serija, imaju karakter tranzitornih šokova ili "jednokratnih padova" u zarađivačkom procesu. Primera radi, ukoliko preduzeće u tekućem obračunskom periodu dobije informaciju koja menja procenjeni korisni vek trajanja neke od pozicija Nekretnina, postrojenja i opreme, primenjeni računovodstveni tretman će se razlikovati u zavisnosti od toga da li informacija utiče na skraćanje ili produžavanje prethodno napravljene procene. Ukoliko novonastale okolnosti dovedu do skraćanja perioda u kome je ekonomski celishodno korišćenje sredstva, u praksi će biti priznati rashodi od obezvređenja, koji rezultuju smanjenjem tekućeg računovodstvenog dobitka, pri čemu budući računovodstveni rezultati neće biti tangirani ovakvom informacijom.

Nasuprot ovome, ako okolnosti (informacije) dovedu do produžavanja procenjenog korisnog veka sredstva, od čega izveštajni entitet svakako ima ekonomski boljitak, koncept istorijskih troškova neće dozvoliti da se procenjeni dobitci momentalno priznaju. Umesto toga, vrednost imovine će biti raspoređena na veći broj obračunskih perioda, što će dovesti do smanjenja troškova amortizacije a povećanja računovodstvenih dobitaka u tekućem, i svim budućim obračunskim periodima koji pripadaju korisnom veku njenog trajanja. Uticaj dobrih vesti, primljenih u tekućem periodu, biće razvučen na više budućih obračunskih perioda u kojima će se dobitci realizovati, što će usloviti perzistentniji karakter pozitivnih promena u kretanju izveštajnih rezultata. Ekonometrijski posmatrano, Basu je asimetričnu perzistentnost dobitaka i gubitaka predstavio sledećim modelom:

$$\Delta X_{it}/P_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 D + \beta_0 \Delta X_{it-1}/P_{it-2} + \beta_1 D * \Delta X_{it-1}/P_{it-2} + \varepsilon_{it} \quad (27)$$

gde je: ΔX_{it} , ΔX_{it-1} - promena računovodstvenih rezultata preduzeća i u godini t u odnosu na godinu $t-1$, odnosno u godini $t-1$ u odnosu na godinu $t-2$, respektivno; P_{it-1} , P_{it-2} - cena akcije

preduzeća i na kraju perioda $t-1$ i $t-2$, respektivno; D - veštačka promenljiva koja uzima vrednost 1 ako je $\Delta X_{it-1}/P_{it-2} < 0$, i uzima vrednost 0 ako je $\Delta X_{it-1}/P_{it-2} \geq 0$.

Na uzorku koji broji 30.394 preduzeće-godina opservacija, u periodu 1964-1990, Basu je ocenio parametre modela (27) i pokazao da ocenjena vrednost koeficijenta β_0 , koji stoji uz pozitivne promene računovodstvenih rezultata, nije statistički značajno različita od nule, čime je empirijski potvrdio njihovu perzistentnost. Ocenjena vrednost koeficijenta ($\beta_0 + \beta_1$), koji stoji uz negativne promene računovodstvenih rezultata iznosila je -0,692 i bila je statistički značajna u objašnjavanju varijacija zavisne promenljive (na nivou značajnosti od 0,01) ali ne i statistički značajno različita od -1, što je konzistentno sa zaključkom da negativne promene računovodstvenih rezultata imaju ne samo neperzistentan, već i reverzibilni karakter.

Mere bazirane na odnosu knjigovodstvene i tržišne cene akcija - Cene akcija reaguju na mnogobrojne podsticaje, pri čemu je računovodstveni rezultat samo jedan od njih. Osim toga, one reflektuju promene vrednosti neto imovine u periodu u kome promene nastanu, bez obzira da li su te promene pozitivne ili negativne, pa konzervativno računovodstvo može imati za posledicu jaču statističku povezanost između tekućih računovodstvenih rezultata i nepredvidivih negativnih promena u prinosima na akcije (kao aproksimacije loših vesti) u odnosu na povezanost računovodstvenih rezultata i nepredvidivih pozitivnih promena u prinosima na akcije (kao aproksimacije dobrih vesti). Ovakvu hipotezu Basu je testirao regresirajući tekuće računovodstvene rezultate na tekuće prinose na akcije, predviđajući da će ocenjena vrednost koeficijenta koji stoji uz "loše vesti" biti veća od ocenjene vrednosti koeficijenta koji stoji uz promenljivu kojom se aproksimiraju "dobre vesti" (Basu, 1997, p. 13):

$$X_{it}/P_{it-1} = \alpha_0 + \alpha_1 DR_{it} + \beta_0 R_{it} + \beta_1 R_{it} * DR_{it} + \varepsilon_{it} \quad (28)$$

gde je: X_{it} - računovodstveni dobitak po akciji preduzeća i u periodu t ; P_{it-1} - cena akcije preduzeća i na početku perioda t (koja je jednaka ceni na kraju perioda $t-1$); R_{it} - prinos na akcije preduzeća i kumuliran tokom perioda t (ili prinos na akcije akumuliran u 9 meseci pre kraja obračunskog perioda t i 3 meseca nakon završetka perioda t); DR_{it} - veštačka promenljiva koja uzima vrednost 1 ako je $R_{it} < 0$ a vrednost 0 ako je $R_{it} \geq 0$.

Kako su informacije po definiciji nekorelisane tokom vremena, tekući nerealizovani dobitci će biti nekorelisani sa informacijama i prinosima budućih perioda, u kojima će doći do njihovog priznavanja (realizacije). S obzirom da se u računovodstvenom rezultatu priznaju samo realizovani dobitci koji su posledica dobrih vesti ranijih perioda, a na koje su prinosi na akcije prethodno već odreagovali, Basu je predvideo da će ocenjena vrednost slobodnog člana α_0 regresije imati pozitivnu vrednost¹³, kao i da će ocenjena vrednost parcijalnih koeficijenta nagiba biti veća za negativne nego za pozitivne prinose, odnosno da će računovodstveni rezultati biti blagovremeniji u izveštavanju o javno dostupnim „lošim“ u odnosu na „dobre“ vesti.

¹³ Interpretacija pozitivne očekivane vrednosti slobodnog člana regresije podrazumeva da se računovodstveni rezultati tekućeg perioda mogu povećati kao ishod priznavanja dobitaka koji su nastali u prethodnim periodima, iako će pozitivna reakcija sa tržišta kapitala izostati, jer je tržište valorizovalo te dobitke u (prethodnom) periodu njihovog nastanka.

Tabela 11. Rezultati ocenjivanja regresionog modela u kome je zavisna promenljiva zarada po akciji a nezavisna promenljiva tekući prinos po akciji

	α_0	α_1	β_0	β_1	Korigovani R^2
Rezultati ocenjivanja regresije (28) u kojoj je R_{it} prinos na akcije preduzeća i kumuliran tokom perioda t	0,086 (64,11)*	-0,005 (1,96)	0,075 (21,34)*	0,166 (16,47)*	11,53
Rezultati ocenjivanja regresije (28) u kojoj je R_{it} prinos na akcije preduzeća i kumuliran u 9 meseci pre kraja obračunskog perioda t i 3 meseca nakon završetka perioda t	0,090 (68,03)*	0,002 (0,86)	0,059 (18,34)*	0,216 (20,66)*	10,09

U zagradama se nalazi vrednost t-statistike. * označava nivo značajnosti od 1%.

Izvor: (Basu, 1997, pp. 13-14)

Basuovi rezultati ocenjivanja modela (28) pokazuju da su računovodstveni rezultati više od četiri i po puta osetljiviji na negativne u odnosu na pozitivne prinose na akcije ($\frac{\beta_1 + \beta_0}{\beta_0} = \frac{0,216 + 0,059}{0,059} = 4,66$). U prvom delu Tabele 11 prikazani su rezultati ocenjivanja regresionog modela u kome nezavisna promenljiva uključuje prinose na akcije koji ne obuhvataju tržišnu reakciju na objavljene tekuće računovodstvene rezultate, pa je cilj ovakve specifikacije da izoluje uticaj vesti koje investitori primaju iz drugih izvora različitih od finansijskih izveštaja. Drugi deo tabele pokazuje rezultate ocenjivanja specifikacije u kojoj prinosi na akcije uključuju i reakcije tržišta nakon objavljivanja finansijskih izveštaja. Koristeći uzorak američkih kompanija, Basu je potvrdio svoje pretpostavke i očekivanja, a nešto kasnije rezultate su replicirale i druge studije (videti npr.: Ball, Kothari i Robin, 2000).

Givoly i Hayn (2000) dokumentovali su specifične obrasce ponašanja računovodstvenih rezultata, novčanih tokova i obračunskih veličina u poslednjih nekoliko decenija (na konstantnom uzorku od 896 preduzeća za period 1968-1998). Učešće preduzeća koja su iskazivala gubitke je značajno poraslo, sa 2-3% u prvim godinama analiziranog perioda, na preko 35% tokom devedesetih godina prošlog veka. Pored toga, stopa prinosa na uloženu imovinu (ROA) je u analiziranom periodu kontinuirano opadala (sa prosečnih 7% na početku perioda, na 3%, koliko je iznosila na kraju perioda). Intrigantno pitanje povezano sa ovakvim trendovima je, da li se oni mogu pripisati strukturnim promenama u sistemu finansijskog izveštavanja i povećanju njegove konzervativnosti, ili drugim ekonomskim faktorima.

Raščlanjavanjem računovodstvenih rezultata na njegove komponente, novčane tokove - koji nisu pod uticajem konzervativnih računovodstvenih politika, i obračunske veličine - koje apsorbuju njihove efekte, navedeni autori su utvrdili da učešće novčanih tokova u ukupnoj imovini nije ispoljilo uočljivi trend kretanja, te da je iznosilo oko 9% u svim subperiodima. Takvi rezultati sugerisali su da pad profitabilnosti preduzeća nije uzrokovan promenama u distribuciji novčanih tokova, već promenama u odnosu između novčanih tokova i računovodstvenih rezultata, odnosno obračunskih veličina.

Iako bi, teorijski, neto računovodstveni rezultati trebalo da konvergiraju ka novčanim tokovima u dugom roku, a da obračunske veličine teže nuli, studija Givoly i Hayn (2000) je pokazala da su akumulirane obračunske veličine do 1982. godine bile pozitivne, dok su u drugom subperiodu, preduzeća kontinuirano kumulirala negativne obračunske komponente, pri čemu njihova veličina nije bila nimalo trivijalna (u periodu 1965-1998 obračunske veličine su činile u proseku 16% neto računovodstvenog rezultata). Zanimljivo je međutim da su operativne komponente obračunskih veličina (obračunske veličine neto obrtnog kapitala) ispoljavale trend rasta, nasuprot kojima su neoperativne komponente obračunskih veličina (otpisi potraživanja, efekti promena računovodstvenih procena, obezvređenja imovine, kapitalizacija troškova i slično), čija je veličina i trenutak priznavanja u diskrecionoj ingerenciji menadžmenta, vremenom opadale do materijalno značajne negativne veličine (na kraju 1998. godine dostizale su učešće od 32,2% u ukupnoj aktivni).

Velika akumulacija negativnih diskrecionih obračunskih komponenti računovodstvenih rezultata omogućila je autorima da, testirajući i druge ekonomske faktore, izvedu zaključak o postojanju značajnog porasta konzervativizma u praksi finansijskog izveštavanja, bez obzira na suprotne tendencije koje se ispoljavaju u izmenama profesionalne regulative.

Konačno, Ball i Shivakumar (2005) su pošli od argumenta da privatne i javne kompanije, bez obzira što posluju u identičnom regulatornom okruženju, nemaju isti kvalitet informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, jer su zahtevi i očekivanja tržišta po tom pitanju značajno niži za kompanije čijim se akcijama ne trguje na organizovanom tržištu kapitala. Svoju hipotezu testirali su na uzorku britanskih kompanija u periodu 1989-1999, pokazujući da računovodstveni rezultati javnih kompanija imaju distribuciju asimetričnu u levo, dok je distribucija računovodstvenih rezultata privatnih kompanija asimetrična u desno. Razlike u asimetričnosti distribucija posledica su manje ili više konzervativnog pristupa u odmeravanju izveštajnih rezultata, pa su autori implicitno pokazali da investitori na organizovanom tržištu kapitala percipiraju asimetričnost u brzini priznavanja gubitaka i dobitaka kao unapređenje kvaliteta izveštajnih rezultata, zbog čega su menadžeri javno kotiranih kompanija prinuđeni da ovakvoj tražnji izlaze u susret. Iako se iz rezultata navedenih istraživanja neosporno može zaključiti da tražnja za konzervativnim finansijskim izveštavanjem u praksi postoji, još uvek su otvorena pitanja da li bi takva tražnja trebalo da postoji, i da li konzervativni finansijski izveštaji unapređuju kvalitet odluka koje su na njihovim informacijama zasnovane.

4.2. Relevantnost kao determinanta kvaliteta

Praksa koja je u SAD ustanovljena još 1970. godine, a koja se odnosi na periodično ažuriranje informacija o finansijskim performansama kroz obavezno popunjavanje obrasca 10-Q koji se prilaže SEC-u, omogućava blagovremeno prenošenje najznačajnijih i najkorisnijih informacija investitorima, a pre objavljivanja zvaničnih finansijskih izveštaja. Informacionu vrednost ovakvih „najava računovodstvenih rezultata“ (engl. earnings announcements) među prvima je istraživao Beaver (1968), mereći njihov uticaj na promene u obimu trgovanja akcijama, i na volatilnost cena akcija. Ključna karakteristika dizajna njegovog istraživanja je da ne zahteva modelovanje očekivanja investitora, jer njegova namera nije bila da odredi da li najave računovodstvenih rezultata prenose dobre ili loše vesti, niti kako ih investitori konkretno

koriste, već da ustanovi da li ovakve informacije uopšte imaju bilo kakvu korisnost za investitore.

„Računovodstveni rezultati imaju informacionu vrednost ukoliko, ne samo da menjaju očekivanja investitora, već je taj uticaj toliko veliki da menja ponašanje investitora u procesu odlučivanja“ (Beaver, 1968, p. 69). Prema Beaver-ovoj definiciji, računovodstvene informacije poseduju informacionu vrednost samo ako vode promenama u optimalnom broju akcija preduzeća, koji pojedinačni investitori drže u svom u portfoliju. Njegov teorijski okvir podrazumeva da se dostizanje novog optimalnog broja akcija odnosnog preduzeća postiže, bilo kroz kupovinu dodatnih akcija, bilo kroz prodaju dela ili svih akcija tog preduzeća, i opisan je u narednim redovima.

Ukoliko najave računovodstvenih rezultata preduzeća imaju relevantan informacioni sadržaj, očekivana posledica su promene u obimu trgovanja njegovim akcijama. Kako povećani volumen transakcija reflektuje nepostojanje konsenzusa oko cene akcija, novi informacioni sadržaj će uzrokovati promene u obimu trgovanja u vremenskim periodima koji okružuju trenutak najava (plasiranja informacija), a sve do momenta dostizanja konsenzusa oko cene. Promene u cenama reflektuju promene u očekivanjima tržišta kao celine, dok promene u obimu trgovanja reflektuju promene u očekivanjima pojedinačnih investitora. Ukoliko je nova informacija neutralna, u smislu da ne menja očekivanja na tržištu, cene na nju neće reagovati, ali će dovesti do pomeranja u strukturi portfolija pojedinačnih investitora, što će se odraziti na obim trgovanja. Zbog toga što cene reflektuju očekivanja velikog broja investitora, one su verovatno manje osetljive, od obima trgovanja, na objavu računovodstvenih informacija.

Posmatrajući kretanje promenljivih na nedeljnom nivou, Beaver je uočio dramatične reakcije cena akcija i volumena transakcija: u nedelji objavljivanja informacija o finansijskim performansama, obim trgovanja akcijama preduzeća povećavao se u proseku za 33% u odnosu na prosečan obim trgovanja u nedeljama u kojima objava nije bilo, dok je magnituda promena u cenama akcija u nedelji objavljivanja bila za 67% veća od prosečne magnitude tokom ostalih perioda. Ovakvi rezultati indikovali su da računovodstveni rezultati prenose informacioni sadržaj visoke važnosti, imajući u vidu da menjaju očekivanja ne samo pojedinačnih investitora, već i očekivanja tržišta u celini.

Promene u cenama akcija, koje se mogu povezati sa promenama računovodstvenih rezultata, omogućavaju evaluaciju informacione korisnosti izveštajnih rezultata u procesu donošenja investicionih odluka. Izgradnjom modela koji polazi od očekivanja tržišta kapitala u pogledu budućih računovodstvenih rezultata i istražuje reakciju tržišta (aproksimiranu promenama u cenama akcija), kada ta očekivanja nisu ispunjena, Ball i Brown (1968) postavili su temelje kasnijim empirijskim istraživanjima na temu informacionog značaja neto dobitka u proceni vrednosti preduzeća. Polazeći od pretpostavke da je tržište kapitala efikasno, usled čega se promene u cenama akcija mogu interpretirati kao reakcija investitora na nove informacije o vrednosti preduzeća, autori su, u prvom koraku, metodom običnih najmanjih kvadrata, ocenjivali koeficijente α_{1jt} i α_{2jt} sledećeg linearnog regresionog modela:

$$\Delta I_{j,\tau-r} = \alpha_{1jt} + \alpha_{2jt}\Delta M_{j,\tau-r} + v_{j,\tau-r} \quad \tau = 1, 2, \dots, t-1 \quad (29)$$

gde je: $\Delta I_{j,\tau-r}$ - promena u računovodstvenim rezultatima preduzeća j između dva uzastopna obračunska perioda; $\Delta M_{j,\tau-r}$ - promena u prosečnom rezultatu svih preduzeća na

posmatranom tržištu, izuzev preduzeća j , između dva uzastopna obračunska perioda; $v_{j,t-r}$ - greška modela koja aproksimira neočekivanu promenu računovodstvenih rezultata (novu informaciju koja se prenosi tekućim računovodstvenim rezultatima) preduzeća j .

Očekivana vrednost promene računovodstvenog rezultata preduzeća j u godini t , u odnosu na godinu $t-1$, dobija se iz jednakosti: $\Delta I_{jt} = \widehat{\alpha}_{1jt} + \widehat{\alpha}_{2jt}\Delta M_{jt}$ ($\widehat{\alpha}_{1jt}$ i $\widehat{\alpha}_{2jt}$ su ocenjene vrednosti parametara iz regresije 29), dok je neočekivana promena računovodstvenih rezultata jednaka razlici između stvarne i očekivane (modelom ocenjene vrednosti) promene računovodstvenih rezultata ($\widehat{v}_{jt} = \Delta I_{jt} - \widehat{\Delta I}_{jt}$).

U drugom koraku, autori su ocenjivali parametre regresije (30):

$$[PR_{jm} - 1] = \widehat{\beta}_{1j} + \widehat{\beta}_{2j}[L_m - 1] + \widehat{u}_{jm} \quad (30)$$

gde je: PR_{jm} - mesečna cena akcija preduzeća j u mesecu m ; $[L_m - 1]$ - procenjena vrednost mesečne tržišne stope prinosa na akcije; \widehat{u}_{jm} - razlika između realizovane i očekivane stope prinosa na akcije (očekivana stopa prinosa zavisna je od ocenjene vrednosti koeficijenta $\widehat{\beta}_{1j}$ i $\widehat{\beta}_{2j}$ i tržišnog indeksa $[L_m - 1]$) koja predstavlja uticaj novih informacija o računovodstvenom rezultatu preduzeća j na stopu prinosa od držanja akcija preduzeća j .

Promenu računovodstvenih rezultata koja je manja od očekivane vrednosti ($\widehat{v}_{jt} < 0$), autori su definisali kao loše vesti i predvideli su da će, ukoliko postoji asocijacija između računovodstvenih informacija i cena akcija, obelodanjivanje loših vesti voditi prinosima na akcije koji su manji od očekivanih (\widehat{u}_{jm} iz regresije (30) < 0). Obrnuto važi u slučaju dobrih vesti ($\widehat{v}_{jt} > 0$).

Rezultati istraživanja Ball i Brown (1968, p. 169) snažno su sugerisali da računovodstveni rezultati publikovani u finansijskim izveštajima imaju veliku informacionu vrednost, u smislu da ukoliko su ostvarene finansijske performanse preduzeća manje (veće) od očekivanih, tržište reaguje putem smanjenja (povećanja) cena njegovih akcija. Zanimljivo je, međutim, da većinu informacija koju nose izveštajni rezultati, tržište anticipira i pre publikovanja zvaničnih finansijskih izveštaja, jer oko 85-90% promena u cenama akcija nastane pre njihovog objavljivanja¹⁴.

Istraživanja Beaver (1968) i Ball i Brown (1968) u literaturi se smatraju pionirskim pokušajima modeliranja uzročno-posledičnih veza između cena akcija i izveštajnih dobitaka, ali i inicijatorima razvoja oblasti ocenjivanja kvaliteta finansijsko-računovodstvenih informacija na bazi reakcija sa tržišta kapitala. Kako je danas u Konceptualnom okviru, relevantnost računovodstvenih informacija definisana kao njihova sposobnost da naprave razliku u odlukama koje donose korisnici, u ovoj tački ona će biti korišćena kao oznaka specifičnog aspekta kvaliteta izveštajnih dobitaka. Dakle, relevantnost referiše na informacionu korisnost (vrednosnu važnost) računovodstvenih dobitaka u procesu donošenja investicionih odluka, odnosno na njihovu sposobnost u objašnjavanju promena cena i prinosa na akcije.

¹⁴ Dechow, Sloan i Zha (2013) su metodologiju Ball i Brown (1968) ponovili na znatno većem uzorku, koji je obuhvatao 165.224 preduzeće-godina opservacija u periodu 1971-2012, čime su potvrdili održivost njihovih zaključaka i u kasnijim decenijama.

Prethodno opisani modeli pretpostavili su da se promene u računovodstvenim rezultatima i promene u cenama akcija kreću u istom smeru, ali nisu specificirali funkcionalnu formu te veze. Iz tog razloga, do većeg istraživačkog pomaka u ovoj oblasti nije došlo sve dok Kormendi i Lipe (1987) nisu pokušali da daju odgovor na pitanje kakva je priroda informacija koju nose računovodstveni rezultati i kako je ona povezana sa procenjivanjem vrednosti preduzeća. Oni su se fokusirali ne samo na smer, već i na jačinu veze između ove dve promenljive, kao i na implikacije te veze na perzistentnost i volatilnost računovodstvenih rezultata i prinosa na akcije. Autori su pošli od tri bazične pretpostavke (Kormendi and Lipe, 1987, p. 342):

- Cene akcija jednake su sadašnjoj vrednosti očekivanih budućih koristi koje se mogu pripisati vlasnicima kapitala;
- Sadašnja vrednost revidiranih procena očekivanih budućih računovodstvenih rezultata aproksimira sadašnju vrednost revidiranih procena očekivanih budućih prinosa vlasnika kapitala (jednostavnije rečeno, postoji povezanost između budućih računovodstvenih rezultata i budućih prinosa vlasnika kapitala) i;
- Očekivanja tržišta kapitala u pogledu računovodstvenih rezultata mogu se aproksimirati autoregresionim modelom.

Zahvaljujući ovakvim pretpostavkama, oni su modelovali funkcionalnu vezu između inovacija u računovodstvenim rezultatima i prinosa na akcije putem sledećeg sistema jednačina:

$$R_t = k_1 + a_0 \frac{UX_t}{P_{t-1}} + UR_t \quad (31)$$

$$\Delta X_t = k_2 + \sum_{i=1}^N b_i \Delta X_{t-i} + UX_t \quad (32)$$

gde je: R_t - stopa prinosa na akcije u periodu t definisana kao $R_t = \frac{P_t - P_{t-1} + D_t}{P_{t-1}}$ (P_t i P_{t-1} su cene akcija na kraju period t , odnosno $t-1$, respektivno, a D_t je dividenda po akciji u periodu t); ΔX_t - promena računovodstvenog rezultata po akciji u periodu t u odnosu na period $t-1$; UR_t i UX_t - udeo varijacija R_t i ΔX_t , respektivno, koje nisu objašnjene sistemom jednačina (modelom).

Jednačina (32) predstavlja autoregresioni model prve diference računovodstvenih rezultata u kome greška modela UX_t aproksimira inovacije (šokove) računovodstvenih rezultata. Jednačinom (31) predstavljen je uticaj inovacija računovodstvenih rezultata na stopu prinosa na akcije, pa se koeficijent a_0 može interpretirati kao iznos za koji će se promeniti cena akcije ukoliko se računovodstveni rezultat promeni za jednu novčanu jedinicu¹⁵.

Na uzorku od 145 preduzeća u periodu 1947-1980, Kormendi i Lipe (1987) dobili su rezultate koji upućuju na zaključak da je jačina reakcije cena akcija na inovacije u računovodstvenim rezultatima pozitivno korelisana sa perzistentnošću inovacija. Na ovaj način oni su začeli razvoj danas obimnog fundusa literature koja za predmet ima istraživanje determinanti ERC – a (engl. earnings response coefficient), odnosno faktora koji utiču na koeficijent jačine reakcije cena akcija na promene u izveštajnim dobicima. Potrebno je napomenuti da se ERC ne može dobiti (izračunati) korišćenjem instrumenata klasične analize finansijskih izveštaja, već se

¹⁵ Regresije (31) i (32) se ocenjuju simultano (istovremeno).

dobija ocenjivanjem regresije oblika $R_t = \alpha + \beta * (AbE_t) + \varepsilon_t$, pri čemu se ERC izjednačava ili sa koeficijentom β , ili sa koeficijentom determinacije (R^2) ovako definisane regresije¹⁶.

Imajući u vidu da ERC varira i kroz vreme i između preduzeća, Collins i Kothari (1989) su pokazali da je kretanje kamatnih stopa jedna od determinanti njegovih varijacija kroz vreme, odnosno da ovaj koeficijent reflektuje i efekte promena kamatnih stopa (promena stopa prinosa na dugoročne državne obveznice). Prema njihovom istraživanju, odnos tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala preduzeća je statistički značajan faktor u objašnjavanju varijacija ERC-a između jedinica posmatranja (preduzeća). Easton i Zmijewski (1989) su na uzorku od 206 preduzeća, te na kvartalnim podacima za period 1975-1980, pokazali da je ERC negativno korelisan sa sistematskim (tržišnim) rizikom koji pokazuje osetljivost prinosa određene hartije od vrednosti (ili portfolija) na promene prinosa tržišnog portfolija. Hayn (1995) je svojim istraživanjem sugerisala da gubici imaju manju informativnu vrednost od dobitaka jer ih investitori percipiraju kao privremene (tranzitorne) i reverzibilne, zbog čega u periodima u kojima preduzeće iskaže gubitke, cena akcija ne mora nužno pasti na nulu ili se smanjiti proporcionalno promeni u izveštajnom rezultatu. Njeni rezultati dobijeni na uzorku 9.752 preduzeća u periodu 1962-1990, pokazali su da promene u cenama akcija snažnije reaguju na tekuće rezultate obračunskih perioda u kojima su iskazivani dobitci (isključivanjem preduzeća koja su iskazivala gubitke vrednost ERC-a se utrostručila). Kako na poduzorku koji obuhvata samo preduzeća i godine u kojima su iskazivani gubici, promene u cenama akcija uopšte nisu bile korelisane sa veličinom gubitaka, Hayn je zaključila da je frekvencija pojave gubitaka takođe važna determinanta varijacija ERC-a između jedinica posmatranja i varijacija koje postoje tokom vremena.

Direktnije empirijske dokaze da se ERC može koristiti kako aproksimacija kvaliteta (relevantnosti) računovodstvenih rezultata pružila je studija Liu i Thomas (2000), koja polazi od pretpostavke da kvalitetniji računovodstveni rezultati imaju veći uticaj na ishode procesa vrednovanja (kapitala) preduzeća samo ukoliko se njihov kvalitet meri odnosom između tekućih promena računovodstvenih rezultata i promena u predviđanjima budućih računovodstvenih rezultata, pri čemu jača veza implicira veći kvalitet (Liu i Thomas, 2000, p. 73). Oni su kritikovali prethodne modele za procenu ERC-a zbog njihovih specifikacija koje se oslanjaju isključivo na tekuće promene računovodstvenih rezultata, izostavljajući time važne objašnjavajuće promenljive, pre svega očekivanja u pogledu budućih finansijskih performansi preduzeća. Kako bi prevazišli ovaj nedostatak, oni su pošli od pristupa vrednovanja koji podrazumeva da će se knjigovodstvena vrednost kapitala, u narednim periodima, uvećavati za vrednost očekivanih (budućih) računovodstvenih rezultata i smanjivati za iznos očekivanih dividendi:

$$p_t = bv_t + \sum_{s=1}^{\infty} \frac{E_t(eps_{t+s} - k_t bv_{t+s-1})}{(1+k_t)^s} = bv_t + \sum_{s=1}^{\infty} \frac{E_t(ae_{t+s})}{(1+k_t)^s} \quad (33)$$

gde je: p_t - cena akcije na kraju perioda t ; bv_t - knjigovodstvena vrednost akcije na kraju perioda t ; eps_t - dobitak (zarada) po akciji za period t ; k_t - diskontna stopa, odnosno očekivana stopa prinosa na vlasnički kapital dobijena kao sadašnja vrednost očekivanih dividendi podeljena sa tekućom cenom akcija; ae_t - neočekivani (abnormalni) računovodstveni rezultati

¹⁶ R_t - prinos na akcije u periodu t ; AbE_t - neočekivani računovodstveni rezultati (inovacije) u periodu t .

koji su jednaki razlici između realizovane zarade po akciji i očekivanih (normalnih) prinosa po akciji.

Ocenjujući različite specifikacije¹⁷ modela postavljenog u obliku (34), na uzorku od 6.743 preduzeće godina opservacija, autori su potvrdili hipotezu da su promene u prognozama očekivanih računovodstvenih rezultata (izazvane neočekivanim iznosima tekućih računovodstvenih rezultata), značajnije u objašnjavanju varijacija prinosa na akcije od neočekivanih iznosa tekućih računovodstvenih rezultata.

$$UR_{it} = \beta_0 + \beta_1 UE_{it} + \beta_2 RAE2_{it} + \beta_3 RAE3_{it} + \beta_4 RAE4_{it} + \beta_5 RAE5_{it} + \beta_6 RTERM_{it} + \varepsilon_{it} \quad (34)$$

gde je: UR_{it} - neočekivana vrednost prinosa na akcije preduzeća i u periodu t ; UE_{it} - neočekivani računovodstveni rezultati preduzeća i u periodu t , koji predstavljaju razliku između realizovane zarade po akciji u periodu t i njene očekivane vrednosti čija je procena napravljena na bazi informacija dostupnih u periodu $t-1$: $UE_{it} = \frac{[eps_{it} - E_{t-1}(eps_t)]}{p_{t-1}}$; $RAE2_{it}$ do $RAE5_{it}$ - revidirane prognoze budućih računovodstvenih rezultata koje predstavljaju sadašnju (diskontovanu) vrednost procenjenih budućih računovodstvenih rezultata preduzeća i , u vremenskom horizontu od pet godina (vrednosti se obračunavaju na bazi procena finansijskih analitičara); $RTERM_{it}$ - sadašnja (diskontovana) vrednost procenjene razlike (premije) između tržišne i knjigovodstvene vrednosti kapitala preduzeća i , nakon pet godina.

Prethodno navedene zaključke, autori su izveli na bazi činjenice da objašnjavajuća sposobnost modela (korigovani koeficijent determinacije) raste sa 5,26%, koliko iznosi u specifikaciji bez promenljivih koje se odnose na revidirane prognoze budućih računovodstvenih rezultata, na 30,67%, koliko iznosi nakon njihovog uključivanja u model. Osim toga, uočili su i da su neočekivani prinosi na akcije (UR_{it}) jače korelisani sa očekivanim budućim računovodstvenih rezultatima ($RAE2_{it}$ do $RAE5_{it}$) nego sa tekućim neočekivanim računovodstvenim rezultatima (UE_{it}). Kada neočekivane promene računovodstvenih rezultata u tekućem periodu imaju informativnu vrednost za finansijske analitičare, na način da uzrokuju revidiranje prognoza, revidirane prognoze bolje objašnjavaju promene u tekućim cenama akcija nego tekuće promene u računovodstvenim rezultatima a to, iako indirektno, podrazumeva veći kvalitet informacija koju nose tekući računovodstveni rezultati.

Nesporno je da ERC meri određene aspekte kvaliteta, ali ne treba gubiti iz vida činjenicu da je po sredi aproksimacija korisnosti računovodstvenih dobitaka isključivo u procesu donošenja investicionih odluka, kao i da se u slučaju male relevantnosti, na bazi ERC-a ne može utvrditi da li je ona posledica oportunističkog merenja i prikazivanja finansijskih performansi ili niske perzistentnosti fundamentalnih performansi. Primera radi, studije Loudder i Behn (1995) i Altamuro, Beatty i Weber (2005) empirijski su pokazale da računovodstveni rezultati preduzeća, koja za njihovo merenje primenjuju agresivnije računovodstvene politike (prekomernu kapitalizaciju troškova istraživanja i razvoja, i preuranjeno priznavanje prihoda, respektivno), imaju veći ERC. U vezi sa tim se može postaviti pitanje da li bi agresivne računovodstvene politike trebalo posmatrati kao instrument povećanja kvaliteta

¹⁷ Specifikacije su modifikovane različitim načinom obračuna zavisne promenljive i isključivanjem/uključivanjem nezavisnih promenljivih koje se odnose na prognoze budućih računovodstvenih rezultata (Liu i Thomas, 2000, p. 83).

(relevantnosti) izveštajnih rezultata, ili kao sredstvo manipulisanja računovodstvenim dobitcima koje vodi njihovom manjem kvalitetu.

Osim ovoga, korišćenje ERC-a kao aproksimacije kvaliteta računovodstvenih dobitaka, povezano je sa još najmanje tri, vrlo ozbiljna problema. Do sada definisani modeli za ocenu jačine reakcije investitora na objavljene računovodstvene rezultate, procenjuju informacionu vrednost izveštajnih dobitaka, držeći konstantnim sve ostale informacije koje su investitorima dostupne. Usled toga, ERC se može posmatrati isključivo kao pokazatelj uslovne relevantnosti računovodstvenih dobitaka za investitore. Ukoliko bi se ERC koristio kao aproksimacija kvaliteta u istraživanjima koja imaju za cilj da testiraju hipotezu o tome da li revizori, otkrivajući i otklanjajući namerne i/ili nenamerne greške u finansijskim izveštajima, unapređuju njihov kvalitet, rezultati bi mogli biti dovedeni u pitanje, imajući u vidu da ERC ne reflektuje varijacije u tipovima grešaka koje su pod kontrolom revizora. Iako su Teoh i Wong (1993) empirijski potvrdili da je ERC preduzeća - klijenta revizorskih kuća koje pripadaju grupaciji "Big 8", statistički značajno viši od ERC-a preduzeća koja ovoj grupi ne pripadaju, ovakav rezultat može podrazumevati da investitori percipiraju finansijske izveštaje koji su prošli proces kvalitetnije revizije kredibilnijim, što ne mora nužno podrazumevati da računovodstveni rezultati ovih preduzeća ne inkorporiraju greške koje nisu u ingerenciji revizora.

Lougee i Marquardt (2004) su ustanovili da preduzeća čija je relevantnost računovodstvenih rezultata niska (imaju niži ERC), u većoj meri komuniciraju sa investitorima putem informacija o "pro-forma" zaradama, kao i da na taj način pojačavaju reakcije tržišta kapitala, kompenzujući time lošiji informacioni kvalitet računovodstvenih informacija (ovakav način komunikacije specifičan je za "high-tech" preduzeća koja karakteriše visoka stopa rasta prihoda i visoka volatilnost finansijskih performansi). Baber, Chen i Kang (2006) su apostrofirali da investitori, u većoj meri, koriguju cene akcija na niže, u situacijama u kojima im se, zajedno sa najavama računovodstvenih rezultata, dobrovoljno obelodane informacije iz bilansa stanja i izveštaja o novčanim tokovima koje im omogućavaju da razlikuju diskrecione od nediskrecionih komponenti računovodstvenih rezultata, a koje su korišćene za oportunističko precenjivanje finansijskih performansi. Francis, Schipper i Vincent (2002) pokazali su da se u periodu 1986-1995, reakcija tržišta kapitala pojačavala, kako na najave računovodstvenih rezultata, tako i na izveštaje finansijskih analitičara, obrazlažući ovakve rezultate konstatacijom da investitori percipiraju računovodstvene rezultate relevantnim, dok istovremeno koriste i druge informacije (izveštaje finansijskih analitičara) koje su, iako manje relevantne, značajno blagovremenije. Navedene studije samo su izolovani primeri empirijskih dokaza da su ostale informacije dostupne vlasnicima kapitala, potencijalno relevantna promenljiva koja može biti statistički značajna u objašnjavanju reakcija tržišta kapitala, a koja je izostavljena iz modela za ocenu ERC-a. U tom kontekstu, ostale tržištu dostupne informacije, koje nisu uključene u model, a doprinose povećanju informacione korisnosti računovodstvenih rezultata (korelisane su sa računovodstvenim rezultatima), dovode do precenjivanja ERC-a kao mere njihove bezuslovne relevantnosti.

Korišćenje ERC-a kao aproksimacije kvaliteta računovodstvenih informacija dodatno se komplikuje ukoliko je obim plasiranja ostalih informacija endogeno određen kvalitetom računovodstvenih dobitaka. Lennox i Park (2006) su, na uzorku od 2.070 preduzeća otkrili

snažnu pozitivnu asocijaciju između ERC-a prethodnih obračunskih perioda i obelodanjivanja menadžerskih prognoza budućih računovodstvenih rezultata. Ovakvi rezultati konzistentni su sa zaključkom da su menadžeri spremniji da u većoj meri komuniciraju investitorima sopstvene prognoze, ukoliko investitori percipiraju računovodstvene rezultate relevantnijim. To znači da je smer kauzaliteta takav da menadžeri ne obelodanjuju svoje prognoze kako bi uticali na ERC, već ih obelodanjuju u situacijama u kojima su uvereni da će investitori snažno reagovati na nove informacije obuhvaćene njihovim prognozama. No, bez obzira na to da li je u konkretnoj situaciji dostupnost ostalih informacija endogena ili egzogena promenljiva, činjenica da je ERC korelisan sa karakteristikama informacionog okruženja, implicira da ga je poželjno koristiti kao aproksimaciju kvaliteta računovodstvenih dobitaka samo u uzorcima koji imaju visoku homogenost po pitanju dostupnosti ostalih informacija.

Drugi problem povezan sa korišćenjem ERC-a kao aproksimacije kvaliteta izveštajnih dobitaka povezan je sa varijacijama u sposobnosti različitih tržišta kapitala, ili njihovih segmenata, da reflektuju (procenjuju) fundamentalnu vrednost preduzeća. Kako većina opisanih modela polazi od pretpostavke tržišne efikasnosti, koja često nije ispunjena, varijacije u prinosima na akcije mogu biti posledica delovanja makroekonomskih faktora, ili stepena ekonomske razvijenosti privrede i njenog tržišta kapitala. U takvim okolnostima, cene akcija mogu imati visoku volatilnost i u periodima u kojima nema neočekivanih iznenađenja u visini računovodstvenih rezultata, dok na plitkim i nerazvijenim tržištima, reakcija može izostati i kada finansijski izveštaji prenose informacije o značajnim promenama u finansijskim performansama preduzeća.

Konačno, treći problem, zapravo je ekstremna manifestacija drugog problema, i odnosi se ne samo na nemogućnost kvalitetnog ocenjivanja makar i uslovne relevantnosti računovodstvenih informacija, već na potpuno odsustvo bilo kakvih alternativa za ocenjivanje relevantnosti izveštajnih rezultata na uzorcima preduzeća koja posluju u privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala. U zemljama u kojima ne postoji praksa da se kapital pribavlja od investitora na organizovanim tržištima, već su primarni izvori finansiranja kreditori, nacionalne vlade i privatni kapital, najveći broj preduzeća organizovan je u zakonski manje zahtevnoj pravnoj formi (društava sa ograničenom odgovornošću) koja im onemogućava pristup berzama. Osim toga, čak i za onaj mali broj preduzeća čije su akcije dostupne investitorima na sekundarnom tržištu hartija od vrednosti, surova realnost je da tržište ne može apsorbovati ni manje promene na strani ponude i tražnje, što uzrokuje problem niskog prometa i male vrednosti transakcija. Posledica je da reakcije cena izostaju a da se, bez informacija o promeni cena akcija, relevantnost računovodstvenih informacija ne može izmeriti.

5. Kvalitet finansijskih izveštaja u kontekstu ocene ekonomskih performansi preduzeća

Procenjivanje svih, u prethodnim tačkama opisanih, aspekata kvaliteta zasnovano je na nekom od dostupnih oblika (nivoa) računovodstvenih rezultata. Kvalitet izveštajnih dobitaka proporcionalan je „stepenu preciznosti sa kojim reflektuju tekuće poslovne performanse preduzeća, meri u kojoj su pouzdan indikator budućih poslovnih performansi i nivou njihove korisnosti u procenjivanju vrednosti preduzeća“ (Dechow i Schrand, 2004, p. 5). Uzimajući u obzir da su izveštajni rezultati ishod obračunske računovodstvene osnove, iz prethodne

definicije moglo bi se zaključiti da se kvalitet računovodstvenih dobitaka povećava sa smanjenjem odstupanja između objavljenih dobitaka i njihove stvarne veličine, i vice versa. Prema tome, kvalitet izveštajnih performansi određen je kvalitetom fundamentalnih (stvarnih) performansi preduzeća i veličinom greške sa kojom računovodstveni sistem meri i prikazuje performanse izveštajnog entiteta.

Fundamentalne performanse su ishod proizvodne funkcije odnosno poslovnog modela preduzeća i determinisane su operativnim ciklusom, makroekonomskim okruženjem, setom investicionih mogućnosti i perspektiva, kvalitetom i sposobnošću menadžmenta da efikasno upravlja poverenim mu resursima i drugim specifičnim karakteristikama preduzeća.

U literaturi najčešće citirana definicija ekonomskog dobitka svodi se na maksimalnu vrednost koju pojedinac može konzumirati (potrošiti) tokom sedmice a da, pri tom, na kraju sedmice može očekivati da bude isto tako bogat kao što je bio na početku sedmice (Hicks, 1946, p. 172). U kontekstu preduzeća, ova definicija bi podrazumevala da je ekonomski dobitak deo neto imovine koji može biti distribuiran vlasnicima tokom obračunskog perioda a da finansijski položaj preduzeća ostane isti na kraju perioda kao što je bio na početku. Hicks je video ekonomski dobitak kao „vodič razboritog ponašanja“ jer predstavlja meru povećanja bogatstva preduzeća u posmatranom obračunskom periodu, koja se izvodi tek nakon ispunjavanja pretpostavke o održanju kapitala. Iako na prvi pogled deluje jednostavno i logično, ova definicija je u svojoj suštini izuzetno kompleksna. Osim što polazi od očekivanja koje se razlikuju među pojedincima, nekontrolabilni faktori i neizvesnost svojstvena poslovanju, mogu dovesti do mnogobrojnih odstupanja očekivanih od realizovanih vrednosti, odnosno do pojave neočekivanih dobitaka/gubitaka. Drugo, merenje ekonomskog dobitka podrazumeva upoređivanje finansijske pozicije (bogatstva) na početku i kraju perioda. Kako se finansijska pozicija na kraju perioda ne može utvrditi do završetka perioda, u dinamičkom ekonomskom sistemu poređenje se komplikuje jer se vrši između sadašnjih vrednosti i vrednosti koje u potpunosti pripadaju prošlosti. Ekonomski dobitak je, čak i u najranijim definicijama, posmatran kao neodvojiva komponenta kapitala, pa je njegova veličina determinisana ne samo vrednošću inicijalnog kapitala, već i potrošnjom, štednjom i investiranjem. Posledično, ekonomski dobitak je ishod izuzetno složenog procesa vrednovanja kapitala. Ovo je samo deo obrazloženja za konstataciju da su ekonomske performanse za najveći broj stejkholdera, po svojoj suštini, neuočljive.

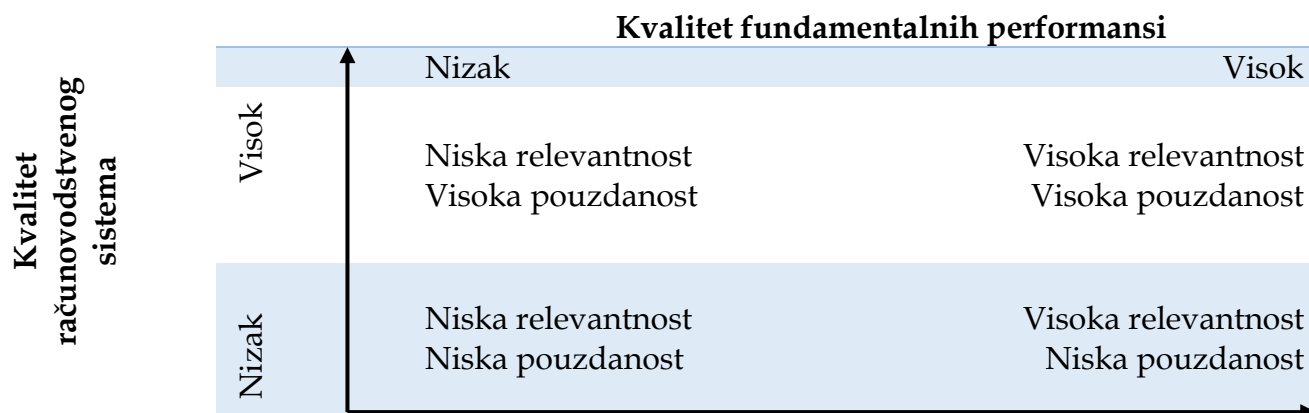
Funkcija računovodstvenog sistema je da neuočljive stvarne ekonomske performanse transponuje u konkretne (uočljive) bročane veličine. Ipak, „različita polazna stanovišta, različita područja primene, različiti pristupi procesu merenja i iskazivanja i, sledstveno tome, različita metodologija imaju za posledicu da ekonomski dobitak i računovodstveni dobitak samo slučajno mogu da budu ista stvar“ (Malinić, 2007, p. 29). Nemogućnost računovodstvenog sistema da precizno izmeri stvarne performanse samo je delimično uzrokovana neuočljivošću stvarnih performansi. Najvažniji među ostalim razlozima odnosi se na činjenicu da finansijski izveštaji pružaju univerzalan informacioni odgovor svim korisnicima, pri čemu informacija o neto rezultatu, kao konačnom ishodu preduzetih aktivnosti preduzeća u posmatranom obračunskom periodu, ne može biti podjednako korisna u svim mogućim modelima odlučivanja.

Pored toga, konvergencija različitih računovodstvenih regulativa na globalnom nivou, koja očigledno ima svoje višestruke koristi, pokazuje tendenciju regulatornih tela u pogledu uniformisanja računovodstvene prakse u najširem mogućem obuhvatu. To podrazumeva postavljanje opštih principa za izveštavanje o mnogobrojnim događajima i transakcijama koje se u praksi pojavljuju ili se mogu pojaviti. Zbog toga metodologiju obračuna i iskazivanja računovodstvenog dobitka karakteriše prisustvo izbora i prosuđivanja koje rezultuje velikom verovatnoćom da će različite računovođe doći do čak i materijalno značajno različitih iznosa dobitka, za isto preduzeće, u istom obračunskom periodu. „Greška“ ili odstupanje računovodstvenog od stvarnog dobitka, dakle, reperkutuje sposobnost računovodstvenog sistema u procesu merenja fundamentalnog zarađivačkog procesa izveštajnih entiteta.

Problem procenjivanja kvaliteta računovodstvenih dobitaka dodatno usložnjavaju uzročno-posledičini odnosi između njegovih determinanti. Naime, u situacijama u kojima realne ekonomske performanse odstupaju od očekivanja korisnika računovodstvenih informacija, menadžeri mogu u manjoj ili većoj meri zloupotrebljavati fleksibilnost računovodstvenog sistema kako bi izveštajne performanse približili tim očekivanjima, čime se greške merenja povećavaju, utičući na distorziju kvaliteta finansijskih izveštaja kao informacione osnove. Sa druge strane, računovodstveni sistem i njegova regulativa mogu uzrokovati promene u ponašanju menadžera koji će, u cilju izbegavanja neželjenih računovodstvenih implikacija, inicirati realne transakcije i preduzimati investicione rizičnije poduhvate, menjajući time fundamentalne tekuće i buduće performanse preduzeća. Na ovaj način, greške merenja se redukuju ali na uštrb kvaliteta stvarnih ekonomskih rezultata.

Nažalost, doprinos naučnih istraživanja u razdvajanju uticaja stvarnih performansi i računovodstvenog mernog sistema na kvalitet računovodstvenih dobitaka uopšte, još uvek je veoma ograničen. Nije stoga iznenađenje što se u široj javnosti, kvalitet računovodstvenog dobitka poistovećuje ili sa doslednom (neutralnom) implementacijom računovodstvenih načela i principa u njihovom odmeravanju i iskazivanju (bez obzira na visinu i održivost iskazanog rezultata), ili sa profitabilnošću preduzeća (bez obzira na primenjenu metodologiju u njenom obračunu). Ni jedno ni drugo, ipak, nije do kraja ispravno. Graham i Dodd su u knjizi koja je do danas imala čak šest izdanja, pri čemu je prvo objavljeno još davne 1934. godine, napisali da „analitičari moraju razumeti da informaciona vrednost određene vrste podataka značajno varira između različitih tipova preduzeća koja su predmet procenjivanja“ (Graham i Dodd, 2009, p. 82). Drugim rečima, bez obzira na to kako precizno računovodstveni sistem meri zarađivački proces, za neka preduzeća (koja posluju u uslovima netržišne regulacije cena, ili u industrijama koje su procesu ubrzanog tehnološkog razvoja) računovodstveni rezultati neće biti korisni u predviđanju budućih novčanih tokova jer postoji inherentna nekontrolabilna dimenzija njihovog (ne)kvaliteta. Ukoliko pak, istorijske vrednosti računovodstvenih rezultata, usled prirode poslovanja, mogu pružiti osnovu za relativno pouzdano procenjivanje budućih novčanih tokova, korišćenje fleksibilnosti računovodstvenog sistema u cilju prenošenja povlašćenih insajderskih informacija i predupređivanja nepotrebne volatilnosti u periodima tranzitornih neravnoteža, može doprineti povećanju kvaliteta računovodstvenih informacija, po cenu sporadičnog povećanja grešaka u merenju. Ekstremne varijante uticaja ovih faktora na kvalitet računovodstvenih informacija prikazane su na Slici 5 (trade off može biti postignut ukrštanjem bilo koje dve tačke sa x i y ose).

Slika 5. Uticaj kvaliteta fundamentalnih performansi i kvaliteta računovodstvenog sistema na kvalitet računovodstvenih informacija



Izvor: Izrada autora

Nemogućnost preciznog razgraničenja uticaja neuočljivih stvarnih performansi preduzeća na kvalitet izveštajnog dobitka, ograničava pouzdano izvođenje zaključaka ne samo o kvalitetu računovodstvenog dobitka u celini, već i o doprinosu obračunske računovodstvene osnove tom kvalitetu. U cilju boljeg sagledavanja ovog problema, u Tabeli 12 su prikazani koeficijenti korelacije između različitih atributa kvaliteta računovodstvenih dobitaka, koje su Dechow, Ge i Schrand, (2010a) ocenili na uzorku od 47.187 preduzeće-godina opservacija u periodu 1987-2007. Rezultati pokazuju da iako je korelacija između mera kvaliteta uglavnom pozitivna (osim u slučaju volatilnosti/uravnoteženosti koja je negativno korelisana sa ostalim atributima) i statistički značajna, jačina korelacije je suštinski niska (gotovo da ne prelazi 30%). Na osnovu toga, autori su sugerisali da postoji zajednički pokretač svih atributa kvaliteta, te da je to makar delimično, fundamentalni zarađivački proces. Međutim, stepen uticaja stvarnih performansi varira između aspekata kvaliteta, pri čemu ni stepen njihove podložnosti uticaju računovodstvenog mernog sistema nije isti. Dakle, atributi kvaliteta reflektuju oba faktora, ali ne u istoj meri.

Najveći doprinos razdvajanju uticaja ova dva faktora obezbedili su modeli za procenu kvaliteta obračunskih veličina. Oni stavljaju pod kontrolu normalne (nediskrecione) komponente računovodstvenih rezultata, koje se donekle mogu povezati sa fundamentalnim zarađivačkim procesom preduzeća, kako bi iz ukupnih obračunskih veličina ocenili komponente koje su posledica korišćenja diskrecije. Ipak, najveći broj promenljivih kojima se neuočljive stvarne performanse pokušavaju staviti pod kontrolu, izvodi se iz računovodstvenih informacija koje su ishod obračunskog procesa (npr. rast prihoda od prodaje). Prema tome, ni normalne obračunske komponente ne prave potpuno jasno razgraničenje, jer ne moraju nužno transponovati sve aspekte fundamentalnog zarađivačkog procesa.

Sa druge strane, istraživanja koja su predvidela i empirijski potvrdila negativnu asocijaciju između veličine diskrecionih komponenti računovodstvenih rezultata i stepena nezavisnosti upravnog odbora ili veličine (kvaliteta) revizora, pošla su od pretpostavke da navedene nezavisne promenljive utiču na kvalitet (diskrecione komponente) računovodstvenih dobitaka preko uticaja na finansijsko-izveštajni proces. Sledstveno, one generalno ne mogu odbaciti ni

hipotezu da korelacija između ovih determinanti kvaliteta i stvarnih finansijskih performansi ipak postoji.

Tabela 12. Spermanovi koeficijenti korelacije između atributa kvaliteta

	Obračunske veličine				Volatilnost		Konzervativizam	Relevantnost	
	TAcc	TAcc	Greška procenjivanja	$\sigma(\text{reziduali})$	$\frac{\sigma(\text{EARN})}{\sigma(\text{CFO})}$	Corr($\Delta\text{Acc}, \Delta\text{CFO}$)		β	R ²
Perzistentnost	0,082	0,128	0,128	0,129	-0,151	-0,254	0,014	0,191	0,079
	<,0001	<,0001	<,0001	<,0001	<,0001	<,0001	0,485	<,0001	<,0001
TAcc		0,700	-0,080	-0,079	-0,214	-0,275	0,003	0,128	0,032
		<,0001	<,0001	<,0001	<,0001	<,0001	0,880	<,0001	0,052
 TAcc 			0,308	0,303	-0,241	-0,264	-0,007	0,174	0,030
			<,0001	<,0001	<,0001	<,0001	0,742	<,0001	0,069
Greška procenjivanja				0,993	-0,299	-0,250	0,026	0,214	0,048
				<,0001	<,0001	<,0001	0,202	<,0001	0,004
$\sigma(\text{reziduali})$					-0,297	-0,249	0,029	0,217	0,053
					<,0001	<,0001	0,149	<,0001	0,001
$\sigma(\text{EARN})/\sigma(\text{CFO})$						0,709	-0,059	-0,339	-0,152
						<,0001	0,004	<,0001	<,0001
Corr($\Delta\text{Acc}, \Delta\text{CFO}$)							-0,072	-0,321	-0,125
							0,000	<,0001	<,0001
Konzervativizam								-0,200	0,172
								<,0001	<,0001
Relevantnost									0,551
									<,0001

Perzistentnost – ocenjeni regresioni koeficijent β iz regresije (17); TAcc – ukupne obračunske veličine obračunate kao razlika između računovodstvenog rezultata i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti; |TAcc| – apsolutna vrednost ukupnih obračunskih veličina; Greška procenjivanja – prosečna vrednost reziduala iz regresije $\Delta WC = \alpha + \beta_1 CFO_{t-1} + \beta_2 CFO_t + \beta_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$ (ΔWC – promena neto obrtnog kapitala u periodu t u odnosu na period $t-1$; CFO_{t-1} , CFO_t , CFO_{t+1} – novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti u periodu $t-1$, t i $t+1$ respektivno); $\sigma(\text{reziduali})$ – standardna devijacija reziduala iz prethodno definisane regresije; $\sigma(\text{EARN})/\sigma(\text{CFO})$ – standardna devijacija računovodstvenih rezultata podeljena standardnom devijacijom novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti; Corr($\Delta\text{Acc}, \Delta\text{CFO}$) – korelacija između promena u ukupnim obračunskim veličinama i promena u novčanim tokovima iz poslovnih aktivnosti; Konzervativizam – aproksimiran relacijom ocenjenih koeficijenata $(\beta_0 + \beta_1)/\beta_0$ iz regresije (28); Relevantnost – ocenjeni koeficijent β iz regresije $R_t = \alpha + \beta * EARN_t + \varepsilon_t$ (R_t – ukupan prinos na akcije u periodu t ; $EARN_t$ – računovodstveni dobitak u periodu t).

Nivoi značajnosti prikazani su u kurzivu.

Izvor: preuređeno prema Dechow, Ge i Schrand, (2010a, p. 171)

Bez obzira na to što se uticaj stvarnih ekonomskih performansi na kvalitet izveštajnih dobitka ne može jasno diferencirati i oceniti, mnogobrojni autori su istraživali odnos između izveštajnih performansi i različitih atributa kvaliteta, pokušavajući da ustanove da li lošija rentabilitetna ostvarenja generišu podsticaj za oportunističko upravljanje računovodstvenim rezultatima.

Petroni (1992) je na uzorku od 324 osiguravajuće kompanije koje se bave osiguranjem imovine, a u periodu od 1979-1983, došla do zaključka da menadžeri finansijski slabijih osiguravajućih kuća koriste diskreciona prava kako bi značajno potcenili iznose rezervisanja za štete.

DeFond i Park (1997) su, koristeći uzorak od 13.297 preduzeće-godina opservacija, u periodu 1984-1994, sugerisali da menadžeri uravnotežavaju računovodstvene rezultate u zavisnosti od odnosa tekućih i očekivanih finansijskih performansi. Njihovi rezultati pokazali su da menadžeri preduzeća koja imaju lošija rentabilitetna ostvarenja u tekućem periodu, pri čemu su očekivane finansijske performanse narednog perioda bolje, povećavaju diskrecione komponente računovodstvenih rezultata tekućeg perioda „pozajmljujući“ time računovodstvene dobitke budućih perioda. Nasuprot tome, menadžeri preduzeća koja u tekućem periodu imaju dobre finansijske performanse, čije se pogoršanje očekuje u narednom periodu, potcenjuju tekuće računovodstvene rezultate kako bi ih sačuvali i razložili u budućim obračunskim periodima.

Balsam, Haw i Lilien (1995) su pokazali da regulatorna tela, u pokušaju da minimiziraju troškove implementiranja novih obavezujućih zahteva profesionalne regulative, dozvoljavaju fleksibilnost, ne samo u pogledu trenutka u kome će se sa njihovom primenom početi, već i u pogledu načina iskazivanja efekata promena računovodstvenih politika, stvarajući time podsticaj za oportunističko upravljanje izveštajnim rezultatima. U tom kontekstu, oni su otkrili sistematičan obrazac ponašanja preduzeća: efekti obaveznih promena koji povećavaju kapital preovlađujuće se iskazuju u bilansu uspeha; efekti promena koji imaju implikacije na smanjenje kapitala, dominantno se iskazuju direktno u kapitalu; preduzeća za trenutak prve implementacije regulativom obavezujuće promene koja povećava prihode, biraju godinu koja sledi godini u kojoj je promena stope prinosa na ukupna ulaganja bila niska, očekujući značajne pozitivne efekte po računovodstvene rezultate u godini implementacije.

Da preduzeća koriste diskreciju omogućenu računovodstvenim standardima, usled čega prelaze na amortizacione metode koje se odražavaju na iskazivanje viših računovodstvenih dobitaka, ukoliko u prethodne dve godine iskazuju nezadovoljavajuće rentabilitetne performanse, pokazali su Keating i Zimmerman (1999). Doyle *et al.* (2007) su ustanovili da u uzorku od 779 preduzeća, koja su u periodu 2002-2005, obelodanjivala materijalne slabosti sistema internih kontrola, ima više nerentabilnih nego profitabilnih preduzeća.

Posmatrajući 76 kompanija, koje su imale ozbiljne finansijske poteškoće (u tri uzastopna obračunska perioda (godine) iskazivale su perzistentne gubitke), Deangelo, Deangelo i Skinner (1994) su dokumentovali da se njihovim računovodstvenim politikama izveštajne performanse ne pokušavaju predstaviti boljim nego što jesu, naprotiv, izbori računovodstvenih metoda imali su potcenjujući efekat na rentabilitetni položaj (čak 40 od 76 preduzeća iz uzorka, vršilo je delimične ili potpune otpise imovine, koji su u delokrugu diskrecionih prava menadžera).

Nasuprot njima, Francis, Douglas Hanna i Vincent (1996) su na bazi dobijenih rezultata, a istražujući različite vrste otpisa i obezvređenja imovine kao instrumenta upravljanja računovodstvenim dobicima, sugerisali da su otpisi, i po frekvenciji javljanja i po veličini, značajno manji u preduzećima koja se nalaze na različitim krajevima spektra rentabilnosti, u odnosu na ostala preduzeća. Takvi nalazi ne podržavaju hipotezu da nerentabilna preduzeća primenjuju strategiju „čišćenja knjiga“ predstavljajući svoje finansijske performanse gorim

nego što jesu kako bi osigurala rastući trend finansijskih performansi u narednim obračunskim periodima, niti hipotezu da preduzeća, koja imaju visoku profitabilnost, koriste računovodstvenu diskreciju sa ciljem uravnotežavanja izveštajnih rezultata.

Iako ne unison, zaključak o pozitivnoj povezanosti kvaliteta računovodstvenih dobitaka i rentabilitetnih performansi ipak preovlađuje naučnom računovodstvenom literaturom. I pored toga, Ma i Ma (2017) su procenjujući perzistentnost, prediktabilnost i diskrecione komponente računovodstvenih rezultata, na uzorku od 7.921 preduzeće-godina opservacija sa kineskog tržišta hartija od vrednosti, pružili empirijsku potporu za zaključak da finansijski uspešnija preduzeća imaju niži kvalitet izveštajnih dobitaka. Rezultate su obrazložili činjenicom da posmatrana preduzeća posluju na tržištu kapitala u razvoju i u rastućoj privredi, te da ih karakteriše brz a fluktuirajući rast, usled čega se loš kvalitet izveštajnih dobitaka ne može pripisati oportunističkom upravljanju izveštajnim performansama, već fundamentalnom zarađivačkom procesu preduzeća, koji je pod velikim uticajem makroekonomskih i tržišnih faktora.

Iz prethodne diskusije, potkrepljene rezultatima relevantnih naučnih istraživanja, moguće je apostrofirati jedino da se kvalitet računovodstvenih informacija ne može izjednačiti sa izveštajno-finansijskim performansama preduzeća, iako je verovatno da će visoko rentabilna preduzeća, na razvijenim tržištima kapitala, veću pažnju i resurse poklanjati kvalitetu finansijskih izveštaja. Osim toga, univerzalni kompromis između doprinosa neuočljivih stvarnih ekonomskih performansi i doprinosa načina na koji se računovodstveni sistem koristi u procesu merenja i iskazivanja računovodstvenih rezultata kvalitetu izveštajnih performansi, nije moguće definisati. Taj kompromis je ishod individualne a kompleksne analize troškova i koristi koji nastaju u procesu proizvodnje i publikovanja računovodstvenih informacija, pri čemu se analiza mora staviti i u kontekst ne samo pripadnosti privredi (tržištu), već i industriji (sektoru), uz posebno uvažavanje specifičnih karakteristika pojedinačnih preduzeća.

III EMPIRIJSKA ANALIZA KVALITETA FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA VELIKIH PREDUZEĆA U REPUBLICI SRBIJI

1. Metodologija prikupljanja podataka i definisanje uzorka

Empirijsko istraživanje sprovedeno je na uzorku velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije. Finansijski sektor nije obuhvaćen istraživanjem iz suštinskih i metodoloških razloga. Razlike u strukturi i sadržini finansijskih izveštaja realnog i finansijskog sektora posledica su razlika u prirodi i karakteristikama njihovog poslovanja, koje su izražene do mere koja onemogućava pronalaženje zajedničkog imenitelja za njihovo poređenje. Zbog toga su, u globalnim okvirima, istraživanja zasnovana na finansijskim izveštajima najčešće fokusirana na jedan od ova dva sektora, ili ih zasebno analiziraju podvajanjem u dva poduzorka. Agencija za privredne registre u Godišnjem biltenu finansijskih izveštaja profitnih organizacija, takođe odvojeno prikazuje pregled zbirnih podataka za realni sektor, od pregleda zbirnih podataka za finansijske institucije.

Osim toga, u Srbiji je poslovanje i finansijsko izveštavanje preduzeća iz finansijskog sektora pod rigoroznom kontrolom centralne banke koja, u cilju održavanja stabilnosti finansijskog sistema, kontinuirano nadzire ispunjenost visoko postavljenih regulatornih zahteva. Institucija koja bi sličnu funkciju trebalo da obavlja u domenu realnog sektora je Komisija za hartije od vrednosti, no kako je regulisano tržište kapitala završilo 2017. godinu sa svega 33 kotirane različite emisije akcija (Beogradska berza a.d., 2017, p.5), dometi Komisije za hartije od vrednosti u pogledu monitoringa nad preduzećima realnog sektora veoma su skromni. Ovakve okolnosti opredelile su ocenu pripadnika stručnog i naučnog auditorijuma u Srbiji, da se finansijski i realni sektor značajno razlikuju i po pitanju kvaliteta finansijskih izveštaja, pa je, u cilju podizanja homogenosti uzorka i veće komparabilnosti rezultata između preduzeća, finansijski sektor isključen iz analize.

Uzorak privrednih društava realnog sektora definisan je na bazi publikovanih finansijskih izveštaja za 2016. godinu. Privrednu aktivnost Republike Srbije u 2016. godini nosilo je 97.543 privredna subjekta (ne računajući preduzetnike). U prvom koraku selekcije, u uzorak su uključeni samo veliki privredni subjekti kojih je u posmatranoj godini bilo 305.

Prema važećem Zakonu o računovodstvu, ali i zakonima koje su pre njega uređivali oblast računovodstva i finansijskog izveštavanja u Srbiji, pravna lica se razvrstavaju prema veličini u zavisnosti od prosečnog broja zaposlenih, godišnjeg prihoda i vrednosti aktive (na dan bilansa ili prosečne vrednosti dobijene kao aritmetička sredina vrednosti poslovne imovine na početku i na kraju poslovne godine). Prilikom razvrstavanja u određenu kategoriju veličine, preduzeća moraju ispuniti najmanje dva od tri navedena kriterijuma. Česte izmene zakonske regulative u Srbiji reflektovale su se, između ostalog, i na to da su granične vrednosti kriterijuma za razvrstavanje, od 2006. godine do danas, promenjene tri puta (u Tabeli 13. dat je pregled promena kriterijuma koje su preduzeća morala zadovoljiti kako bi bila svrstana u kategoriju velikih privrednih subjekata). Posledice tih promena nisu samo administrativnog karaktera, s obzirom da suštinski menjaju i strukturu sektora velikih preduzeća, i agregatne pokazatelje

relativnog uticaja velikih preduzeća na privredu kao celinu. Ilustracije radi, u prvoj godini u kojoj su primenjeni novi kriterijumi razvrstavanja iz 2014. godine, broj velikih privrednih društava je sa 925 pao na 336, čime je njihovo učešće u ukupnom broju preduzeća smanjeno sa 0,96% na 0,36%. Promenom kriterijuma, skoro 2/3 preduzeća je, iz velikih, prešlo u srednja privredna društva pa je relativni uticaj velikih preduzeća u većini pokazatelja smanjen za više od 10 procentnih poena.

Tabela 13. Pregled kriterijuma za razvrstavanje velikih privrednih subjekata u Republici Srbiji

Kriterijumi za razvrstavanje velikih privrednih subjekata	Pre 2014. godine	Od 2014-2020	Od 2020. godine
Prosečan broj zaposlenih	>250	>250	>250
Vrednost ukupne aktive	>5.000.000 evra	>17.500.000 evra	>20.000.000 evra
Godišnji poslovni prihod	>10.000.000 evra	>35.000.000 evra	>40.000.000 evra

Izvor: (Službeni glasnik RS, 46/2006; Službeni glasnik RS, 62/2013; Službeni glasnik RS, 73/2019)

Novi Zakon o računovodstvu stupio je na snagu 1. januara 2020. godine i doneo je još rigoroznije granične vrednosti kriterijuma godišnjih prihoda i vrednosti aktive. Može se očekivati da će učešće velikih preduzeća u ukupnom broju privrednih subjekata, u narednom periodu, biti dodatno smanjeno što će imati mnogo značajniju suštinsku implikaciju – smanjiće se broj preduzeća koja imaju zakonsku obavezu da prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja primenjuju MSFI (Međunarodne standarde finansijskog izveštavanja). Time će biti otežano: poređenje finansijskih performansi različitih preduzeća u nacionalnom okviru, praćenje kretanja finansijskih performansi pojedinih preduzeća u dužem vremenskom periodu, privlačenje kapitala stranih investitora i uključivanje domaćih preduzeća u međunarodne privredne tokove.

Dodatni problem predstavlja činjenica da ni na globalnom nivou, razvrstavanje preduzeća prema veličini nije uniformno uređeno jer njihova relativna finansijska snaga direktno zavisi od razvijenosti privrede. Shodno tome, granične vrednosti kriterijuma u velikim i razvijenim ekonomijama, postavljene su na višem apsolutnom nivou u odnosu na kriterijume malih i nerazvijenih ekonomija kojima pripada Srbija¹⁸. Čak ni uz do sada najviše kriterijume postavljen je poslednjim izmenama nacionalne regulative, određeni broj velikih preduzeća u Srbiji ne bi pripao ovoj kategoriji, ukoliko bi se primenili kriterijumi za razvrstavanje preduzeća prema veličini važeći u EU, što značajno otežava poređenja njihovih performansi sa performansama velikih preduzeća razvijenih privreda (više o ovome videti u: Malinic, Milicevic i Glisic, 2014).

Velika preduzeća odabrana su za predmet istraživanja iz nekoliko razloga. Iako su u 2016. godini, imala učešće od svega 0,31% u ukupnom broju preduzeća, njihov dominantan uticaj na

¹⁸ Prema izveštaju MMF-a za 2019. godinu, na listi zemalja Evrope po visini GDP per capita, Srbija je imala rang 87, a iza nje su se nalazile samo Belorusija, Makedonija, BiH, Albanija, Ukrajina i Moldavija.

celokupnu privredu opravdava postavljanje ovih preduzeća u centar analize. Veliki privredni subjekti su, u godini definisanja uzorka, angažovali 44,5% ukupne imovini čitave privrede, 57% ukupnog kapitala (umanjenog za gubitke iznad visine sopstvenog kapitala) privrede, generisali su 41% ukupnih poslovnih prihoda i oko 39% neto dobitka, dok je, njihovo učešće u neto i akumuliranim gubicima iznosilo oko 40%.

Tabela14. Finansijska pozicija velikih privrednih subjekata realnog sektora Republike Srbije

Pokazatelj	2013. godina		2016. godina	
	Učešće velikih privrednih subjekata u %	Ukupno - svi privredni subjekti	Učešće velikih privrednih subjekata u %	Ukupno - svi privredni subjekti
Broj privrednih društava	0,96	95.907	0,31	97.543
Broj zaposlenih	43,30	994.900	29,45	1.036.057
Ukupna imovina	58,33	12.365.404*	44,54	13.527.636*
Ukupne obaveze	52,53	7.846.247*	37,55	8.683.845*
Neto kapital	68,42	4.519.158*	57,08	4.843.791*
Akumulirani gubitak	52,97	2.883.582*	40,10	3.628.429*
Poslovni prihodi	58,51	8.276.070*	41,16	9.295.667*
Poslovni rashodi	58,12	7.922.542*	40,95	8.780.021*
Neto dobitak	58,47	447.505*	38,94	534.412*
Neto gubitak	58,43	478.429*	30,68	305.108*

*Apsolutni iznosi u milionima dinara

Izvor: Izrada autora prema podacima iz Godišnjih biltena finansijskih izveštaja (Agencija za privredne registre Republike Srbije, 2017; Agencija za privredne registre Republike Srbije, 2015)

U Tabeli 14. prikazani su podaci iz kojih se može sagledati finansijska pozicija velikih preduzeća u periodu pre izmena Zakona o računovodstvu 2013. godine, i finansijska pozicija velikih preduzeća u godini formiranja uzorka, koja pripada periodu u kome su važili promenjeni kriterijumi.

Drugo, velika preduzeća imaju zakonsku obavezu da prilikom priznavanja, vrednovanja, prezentacije i obelodanjivanja pozicija u finansijskim izveštajima primenjuju MSFI, zbog čega na ovakvom uzorku postoji uniformnost u pogledu regulatornog okvira finansijskog izveštavanja.

Konačno, velika preduzeća privlače veću pažnju javnosti (usled velikog obima angažovanog kapitala, velikog broja zaposlenih, velikih prometa ili obavljanja delatnosti od javnog značaja) pa su pod većim stepenom eksternog, političkog i nadzora regulatornih tela. Posledično, od većih preduzeća očekuje se da više pažnje i sredstava posvećuju kvalitetu finansijskih izveštaja i boljem funkcionisanju sistema internih kontrola što umanjuje rizik pojave proceduralnih grešaka, grešaka u procenama ali i različitih vrsta zloupotreba.

Kako se broj zaposlenih ne pojavljuje u istraživanju kao determinanta kvaliteta objavljenih finansijskih performansi, u sledećem selekcionom koraku, u uzorak su birana ona velika preduzeća koja su zadovoljila kriterijume godišnjeg prihoda i vrednosti poslovne imovine,

definisane Zakonom o računovodstvu važećim u trenutku formiranja uzorka. Broj preduzeća u uzorku time je smanjen na 223, i čine ga privredni subjekti čija je vrednost poslovne imovine u 2016. godini prelazila iznos od 17.500.000 evra u dinarskoj protivvrednosti, i čiji su poslovni prihodi u istom periodu prelazili iznos od 35.000.000 evra u dinarskoj protivvrednosti.

U poslednjoj fazi, iz uzorka su isključena preduzeća osnovana nakon 2013. godine, kako bi se osiguralo da u bazi podataka svako posmatrano preduzeće ima finansijske izveštaje za najmanje pet uzastopnih obračunskih perioda. Navedena procedura za rezultat je imala da se u konačnom uzorku nađe 215 preduzeća koja su ispunjavala zadate kriterijume. Postupak selekcije preduzeća u uzorak prikazan je u Tabeli 15.

Tabela 15. Postupak formiranja uzorka

Faza	Kriterijum	Broj preduzeća
I	Sektor: realni /Grupa: privredna društva /Godina: 2016.	97.543
II	Veličina: velika preduzeća	305
III	Godišnji poslovni prihodi > 35 miliona evra + Vrednost poslovne imovine > 17.5 miliona evra	223
IV	Status: aktivna preduzeća	223
V	Dostupni finansijski izveštaji za najmanje 5 uzastopnih godina	215

Izvor: Izrada autora

Finansijski izveštaji (Bilans stanja, Bilans uspeha i Izveštaj o novčanim tokovima) za svako preduzeća iz uzorka prikupljeni su uz pomoć B2B Online portala koji je razvila firma CUBE TEAM d.o.o Beograd. B2B Online portal raspolaže bazom finansijskih izveštaja preduzeća koja posluju na teritoriji Republike Srbije, pri čemu se najstariji finansijski izveštaji u bazi odnose na 2009. godinu. S obzirom da podatke prikuplja iz javno dostupnih registara, te da je registar finansijskih izveštaja u okviru Agencije za privredne registre počeo sa radom 1. januara 2010. godine, finansijski izveštaji za godine koje prethode 2009. nisu dostupni. Za preduzeća iz uzorka prikupljeni su finansijski izveštaji za period 2009-2017 (9 obračunskih perioda) čime je napravljena baza panel podataka koja se sastoji od 1.884 preduzeće-godina opservacija. Struktura preduzeća u uzorku prema broju godina za koje postoje dostupni finansijski izveštaji predstavljena je u Tabeli 16.

Tabela 16. Struktura preduzeća u uzorku prema broju dostupnih godišnjih finansijskih izveštaja

Broj godina / finansijskih izveštaja	Broj preduzeća	Procenat	Kumulativno
5	5	2.33	2.33
6	4	1.86	4.19
7	7	3.26	7.44
8	5	2.33	9.77
9	194	90.23	100.00
Ukupno	215	100.00	

Izvor: Izrada autora

U posmatranom periodu (2009-2017) došlo je do promene zakonske regulative koja je izazvala diskontinuitet u pogledu forme i sadržine obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, jer su finansijski izveštaji, počevši od 2014. godine, sastavljeni po novim obrascima (95/2014 Službeni glasnik RS, 2014). Izmene su imale reperkusije na uvećanje broja pozicija u obrascima bilansa stanja i bilansa uspeha. Naime, broj pozicija u bilansu stanja je sa 50 povećan na 137, dok se dublje raščlanjavanje bilansa uspeha odrazilo na povećanje od 35 pozicija. U cilju dobijanja promenljivih čija sadržina nije tangirana promenama u bilansnim šemama, finansijski izveštaji preduzeća iz uzorka podeljeni su u dve odvojene baze (2009-2013 i 2014-2017) unutar kojih postoji homogenost obrazaca. Time je prevaziđen problem neujednačene sadržine pojedinih promenljivih kroz posmatrani period na koji se istraživanje odnosi.

Tabela 17. Struktura preduzeća u uzorku prema sektorima delatnosti

Oznaka sektora	Naziv sektora	Broj preduzeća	Procenat	Kumul.
C	Prerađivačka industrija	93	43.26	43.26
G	Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala	66	30.70	73.95
J+ M+R	Informisanje i komunikacije + Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti + Umetnost, zabava i rekreacija	12	5.58	79.53
H	Saobraćaj i skladištenje	10	4.65	84.19
F	Građevinarstvo	13	6.05	90.23
D+E	Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija + Snabdevanje vodom, upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti	10	4.65	94.88
B	Rudarstvo	5	2.33	97.21
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	6	2.79	100.00
	Ukupno	215	100.00	

Izvor: Izrada autora

U Tabeli 17 prikazana je struktura preduzeća u uzorku prema pripadnosti određenoj delatnosti (s obzirom da pojedinim sektorima pripada tek nekoliko preduzeća, u tabeli je izvršeno pregrupisanje sličnih sektora sa malim brojem preduzeća). Preduzeća koja posluju na teritoriji Republike Srbije klasifikuju se na bazi nacionalnog standarda za razvrstavanje jedinica u delatnosti, propisanog Uredbom o klasifikaciji delatnosti (54/2010 Službeni glasnik RS, 2010). U Tabeli 18 data je struktura preduzeća u uzorku u odnosu na pravnu formu.

Tabela 18. Struktura preduzeća u uzorku prema pravnoj formi

Pravna forma	Broj preduzeća	Procenat	Kumulativno
Akcionarsko društvo	42	19.53	19.53
Društvo sa ograničenom odgovornošću	157	73.02	92.56
Javno preduzeće	12	5.58	98.14
Ogranak stranog pravnog lica	4	1.86	100.00
Ukupno	215	100.00	

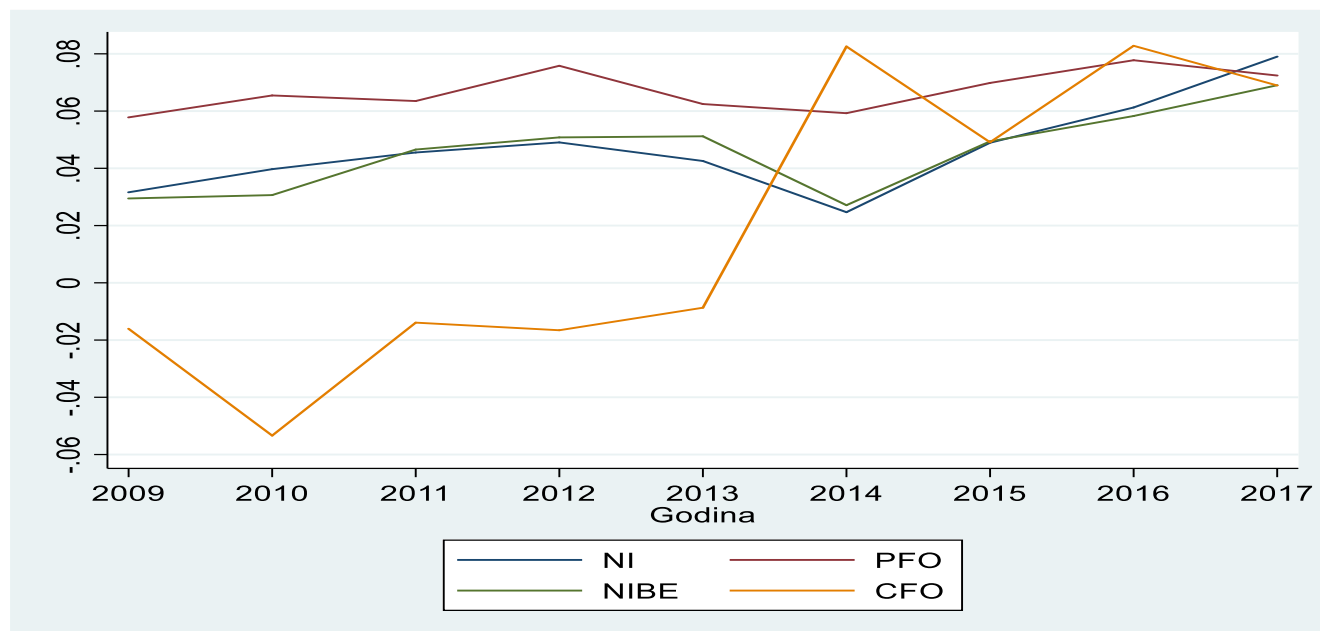
Izvor: Izrada autora

Iz prikazanih tabela može se zaključiti da su velika preduzeća realnog sektora Srbije pretežno fokusirana na trgovinsku i prerađivačku delatnost (samo u ova dva sektora registrovano je oko 74% velikih preduzeća) kao i da je najveći broj njih (oko 93%) organizovan u formi DOO. Ovo je, između ostalog, posledica i činjenice da se DOO mogu osnovati sa svega 100 dinara kapitala, pri čemu vlasnici imaju ograničenu odgovornost. Veliko učešće DOO u strukturi uzorka nagoveštava nizak nivo razvijenosti nacionalnog tržišta kapitala, s obzirom da najveća srpska preduzeća nemaju pravnu formu koja im omogućava emisiju vlasničkih hartija od vrednosti i prikupljanje kapitala od kvalifikovanih investitora.

2. Analiza deskriptivnih mera osnovnih pokazatelja finansijskih performansi velikih preduzeća u Republici Srbiji

U cilju donošenja generalizovanih zaključaka o rentabilitetnom položaju velikih srpskih preduzeća i međusobnim odnosima pojedinih pokazatelja finansijskih performansi, u nastavku su grafički i tabelarno prikazane relevantne deskriptivne statističke mere koje izoštravaju sliku poslovnog ambijenta jedinica posmatranja.

Slika 6. Kretanje prosečnog neto dobitka, prosečnog poslovnog dobitka, prosečnog dobitka pre ostalih prihoda i rashoda i prosečnog neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti u periodu 2009-2017



Promenljive su definisane na sledeći način: NI je prosečna vrednost neto dobitka pre oporezivanja (podeljenog sa prosečnom ukupnom imovinom) za sva preduzeća u godini t; NIBE je prosečna vrednost dobitka pre ostalih prihoda i rashoda (podeljenog sa prosečnom ukupnom imovinom) za sva preduzeća u godini t; PFO je prosečna vrednost poslovnog dobitka (podeljenog sa prosečnom ukupnom imovinom) za sva preduzeća u godini t; CFO je prosečna vrednost neto novčanog toka iz poslovne aktivnosti (podeljenog sa prosečnom ukupnom imovinom) za sva preduzeća u godini t.

Izvor: Izrada autora

Iz kretanja prosečnih godišnjih vrednosti međurezultata bilansa uspeha, neto rezultata i novčanih tokova prikazanog na Slici 6, na prvi pogled je uočljivo da je u čitavom posmatranom periodu rezultat iz poslovnih aktivnosti velikih srpskih preduzeća (Profit from operations -

PFO) bio na višem nivou od neto rezultata pre oporezivanja (Net income - NI) i rezultata pre ostalih prihoda i rashoda (Net income before extraordinary items - NIBE). Razlika između PFO i NIBE je rezultat iz finansiranja, i na definisanom uzorku, njegova prosečna vrednost je sve vreme negativna (finansijski rashodi su veći od finansijskih prihoda). U strukturi finansijskih rashoda preovlađuju Rashodi kamata prema trećim licima i Negativne kursne razlike i negativni efekti valutne klauzule prema trećim licima, što povlači zaključak da je, ne tako mali deo profita, koji su preduzeća generisala kroz obavljanje osnovne poslovne aktivnosti, bio transferisan za pokriće troškova eksternog finansiranja.

Dok je uticaj rashoda finansiranja na objavljene finansijske performanse preduzeća očigledan, razlika između ostalih prihoda i rashoda (koja između ostalog, obuhvata i dobitke/gubitke od usklađivanja vrednosti imovine koja se iskazuje po fer vrednosti kroz bilans uspeha) iz godine u godinu je menjala znak i, na prvi pogled, nije imala tako dramatične reperkusije na rentabilnost posmatranih preduzeća. Prosečna veličina i smer delovanja razlike između ostalih prihoda i ostalih rashoda mogu se videti u gepovima između linija kretanja prosečnih vrednosti NIBE i NI.

U Tabeli 19 prikazane su sumarne statistike distribucije pokazatelja finansijskih performansi (segmentiranih prema obuhvatnosti prihoda i rashoda) za celokupnu bazu panel podataka.

Tabela 19. Deskriptivna statistika različitih nivoa objavljenih rezultata velikih srpskih preduzeća u periodu 2009-2017

Deskriptivne statističke mere	NI _{i,t}	PFO _{i,t}	NIBE _{i,t}	CFO _{i,t}
Broj opservacija	1884	1884	1884	1884
Prosečna vrednost	0,047	0,067	0,046	0,021
Standardna devijacija	0,149	0,128	0,141	0,281
Prvi kvartil	0,004	0,017	0,001	-0,054
Medijana	0,044	0,064	0,045	0,025
Treći kvartil	0,103	0,117	0,104	0,103
Minimalna vrednost	-1,171	-0,849	-0,903	-1,668
Maksimalna vrednost	1,607	0,936	0,939	8,789

Promenljive su definisane na sledeći način: NI je neto dobitak pre oporezivanja za preduzeće i u godini t, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom; NIBE je dobitak pre ostalih prihoda i rashoda za preduzeće i u godini t, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom; PFO je poslovni dobitak za preduzeće i u godini t, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom; CFO je neto novčani tok iz poslovne aktivnosti za preduzeće i u godini t, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom.

Izvor: Izrada autora

Iz prethodne tabele vidljivo je da su velika preduzeća u posmatranom periodu u proseku generisala pozitivne ali niske rezultate, čije učešće u ukupno angažovanoj imovini nije prelazilo 6,7%, u najboljem posmatranom pokazatelju dobiti iz operativnih (kor) aktivnosti. Nadalje, 31,34% rezultata iz poslovnih aktivnosti je u proseku anulirano gubicima iz finansiranja, što neminovno skreće pažnju na problem neadekvatne strukture izvora finansiranja. Konačno, najniže prosečno relativno učešće u ukupnoj imovini je imao neto novčani tok iz poslovne aktivnosti koje, iako pozitivno, signalizira upitnu likvidnost velikih preduzeća.

Kako je $\frac{3}{4}$ privrednih subjekata u uzorku obavljalo svoju osnovnu delatnost u okviru dva privredna sektora (43% preduzeća pripadalo je prerađivačkoj delatnosti, a 31% trgovini), u

Tabeli 20. izdvojen je prikaz deskriptivnih mera pokazatelja finansijskih performansi preduzeća koja su registrovana u ovim, najzastupljenijim sektorima.

Struktura uzorka uslovlila je da prosečne vrednosti pokazatelja finansijskih performansi velikih srpskih preduzeća budu dominantno određene rentabilitetnim ostvarenjima prerađivačkog i trgovinskog sektora. Prosečne vrednosti NI, PFO i NIBE pokazuju da je sektor prerađivačke industrije u proseku rentabilniji od trgovinskog sektora, premda je to najizraženije na primeru rezultata iz operativnih aktivnosti koji su za 20% viši u preduzećima prerađivačke industrije u odnosu na preduzeća koja se bave trgovinskom delatnošću. Najveće razlike među posmatranim sektorima zabeležene su u neto novčanim tokovima jer je trgovinski sektor, za razliku od prerađivačkog, u proseku imao negativan neto novčani tok iz poslovne aktivnosti, dok je u segmentu 25% najlikvidnijih preduzeća, trgovinski sektor zabeležilo za oko 37% niže učešće neto novčanih tokova iz operativne aktivnosti u ukupnoj aktivi od prerađivačkog sektora.

Tabela 20. Deskriptivna statistika različitih nivoa objavljenih rezultata velikih srpskih preduzeća u najvećim privrednim sektorima u periodu 2009-2017

Deskrip. stat. mere	NI _{i,t}		PFO _{i,t}		NIBE _{i,t}		CFO _{i,t}	
	Trgovina	Prerađivačka industrija	Trgovina	Prerađivačka industrija	Trgovina	Prerađivačka industrija	Trgovina	Prerađivačka industrija
Br. opser.	582	816	582	816	582	816	582	816
Prosek	0,046	0,049	0,060	0,072	0,042	0,050	-0,004	0,021
sd	0,147	0,152	0,125	0,120	0,135	0,140	0,199	0,194
I kvartil	0,012	0,004	0,025	0,019	0,009	0,000	-0,057	-0,053
Medijan	0,048	0,049	0,060	0,076	0,044	0,057	0,014	0,042
III kvartil	0,095	0,110	0,106	0,134	0,095	0,120	0,078	0,125
Min	1,171	0,822	-0,849	-0,706	-0,903	-0,807	-1,503	-1,668
Max	0,888	1,607	0,892	0,676	0,891	0,675	1,285	0,661

Posmatrane promenljive definisane su na isti način kao i u Tabeli 19.

Izvor: Izrada autora

Pomenuti problem relativno visokih gubitaka iz finansiranja prisutnih u celom posmatranom periodu, nameće potrebu razmatranja dobitnih performansi velikih preduzeća sa aspekta strukture kapitala. Iz tog razloga u nastavku je sprovedena analiza stope prinosa na ukupna ulaganja - ROA (Return on assets), stope prinosa na vlasnički kapital - ROE (Return on equity) i njihovog međusobnog odnosa, koji pokazuje efekat finansijskog leveridža.

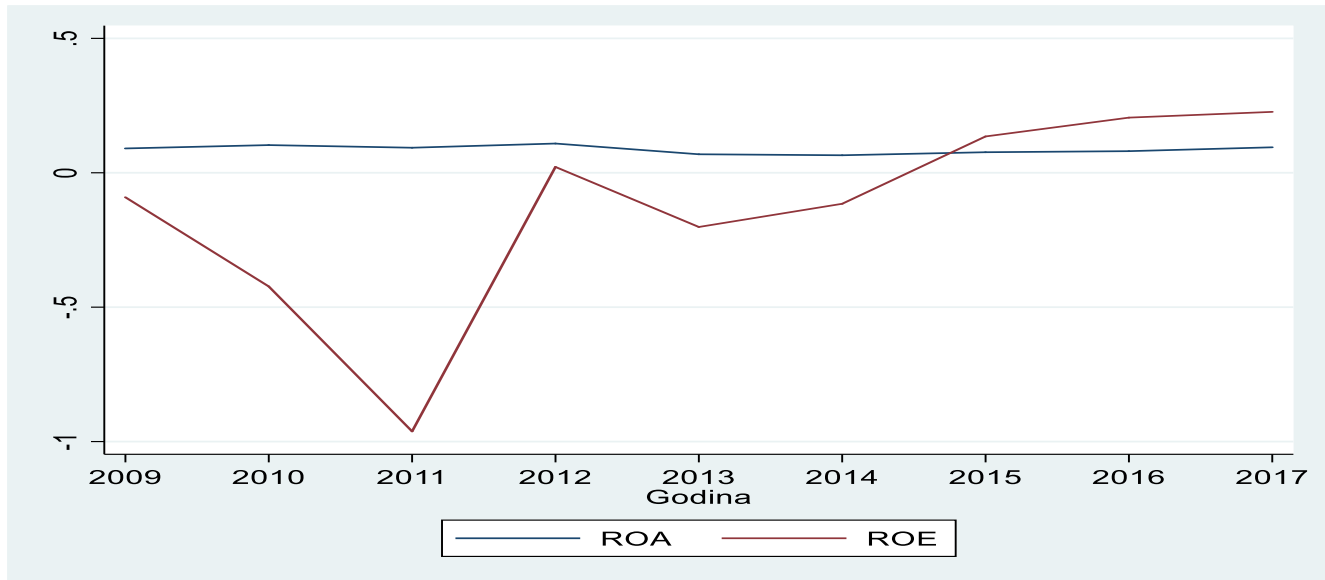
Stopa prinosa na ukupna ulaganja izračunata je po sledećoj formuli:

$$ROA_{i,t} = \frac{NI_{i,t} + I_{i,t} \times (1 - p_{i,t})}{A_{i,t}}$$

gde je: $ROA_{i,t}$ - stopa prinosa na ukupna ulaganja za preduzeće i u godini t ; $NI_{i,t}$ - neto rezultat nakon oporezivanja za preduzeće i u godini t ; $I_{i,t}$ - finansijski rashodi (Interest) za preduzeće i u godini t ; $p_{i,t}$ - efektivna poreska stopa za preduzeće i u godini t (izračunata kao količnik poreskih rashoda perioda i neto rezultata pre oporezivanja); $A_{i,t}$ - prosečna vrednost imovine

preduzeća i u godini t . Brojilac ovog izraza predstavlja rezultat pre poreza i troškova kamata – EBIT (Earnings before interest and taxes).

Slika 7. Kretanje prosečne stope prinosa na ukupna ulaganja i prosečne stope prinosa na vlasnički kapital u periodu 2009-2017



Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: ROA je prosečna vrednost stope prinosa na ukupna ulaganja za sva preduzeća u godini t ; ROE je prosečna vrednost stope prinosa na vlasnički kapital za sva preduzeća u godini t .

Izvor: Izrada autora

Stopa prinosa na vlasnički kapital izračunata je po obrascu:

$$ROE_{i,t} = \frac{NI_{i,t}}{E_{i,t}}$$

gde je: $ROE_{i,t}$ – stopa prinosa na vlasnički kapital za preduzeće i u godini t ; $NI_{i,t}$ – neto rezultat nakon oporezivanja za preduzeće i u godini t ; $E_{i,t}$ – prosečan vlasnički kapital (Equity) za preduzeće i u godini t .

Odabir gore prikazanih stopa prinosa uslovljen je činjenicom da se raščlanjavanjem stope prinosa na vlasnički kapital, ove dve stope mogu dovesti u vezu uz sagledavanje uticaja finansijskog leveridža (Malinić, Milićević i Stevanović 2012, p. 116):

$$ROE = \frac{A}{E} \times ROA \times \frac{NI}{EBIT}$$

Prvi član raščlanjene stope prinosa na vlasnički kapital predstavlja odnos imovine i vlasničkog kapitala i simbolizuje strukturu finansiranja, dok treći član pokazuje meru u kojoj troškovi eksternog finansiranja redukuju neto rezultat. Pod pretpostavkom da je celokupna imovina preduzeća finansirana iz sopstvenih izvora, stopa prinosa na vlasnički kapital bila bi jednaka stopi prinosa na ukupna ulaganja (jer bi i prvi i treći član izraza bio jednak jedinici). Međutim, sa pojavom obaveza u pasivi bilansa stanja, odnos između ove dve stope prinosa zavisice od pozitivnog/negativnog dejstva finansijskog leveridža.

Uzimajući u obzir prethodna pojašnjenja, Slika 7, koja prikazuje kretanje prosečnih stopa prinosa u analiziranom periodu, omogućava donošenje nekoliko važnih zaključaka. Prvo, prosečna stopa prinosa na vlasnički kapital velikih srpskih preduzeća imala je izraženiju volatilnost u poređenju sa prosečnom stopom prinosa na ukupno angažovanu imovinu. Drugo, u periodu 2009-2014 prosečna stopa prinosa na vlasnički kapital bila je niža od prosečne stope prinosa na ukupnu imovinu. To znači da imovina velikih preduzeća nije odbacivala prinos dovoljan da pokrije troškove kapitala, te da su se u tom periodu velika preduzeća suočavala sa negativnim efektom finansijskog leveridža. Situaciju je alarmantnom činilo to što je, u skoro svim godinama (sa izuzetkom 2012.) prosečna stopa prinosa na vlasnički kapital bila negativna, pa je neadekvatan stepen zaduženosti vodio kontinuiranom erodiranju supstance preduzeća. Konačno, negativne posledice finansijskog leveridža zaustavljene su 2015. godine kada je prosečna stopa prinosa na vlasnički kapital dobila pozitivan predznak i visinu koja nadilazi prosečnu stopu prinosa na ukupna ulaganja (zona pozitivnog dejstva finansijskog leveridža).

To je koincidiralo sa godinom u kojoj je bankarski sektor Republike Srbije zabeležio LTD (Loans to Deposits) ratio (pokazuje odnos kredita i depozita) jednak jedinici i kamatne stope na kredite indeksirane u evrima na nivou ispod 4%. Radi jasnijeg sagledavanja ovih pokazatelja, potrebno je napomenuti da je u godinama koje su prethodile 2015. iznos odobrenih kredita bio 20-25% veći od iznosa položenih depozita, dok je od ove godine bio izražen trend pada pomenutog racija na nivoe ispod jedinice. Istovremeno, kamatne stope koje su 2010-2012 godine bile na nivou od oko 8% imale su trend pada, pa su u 2015. bile prepolovljene na 4% sa tendencijom daljeg snižavanja u narednim godinama (NBS, 2019). Pozitivan preokret u prosečnoj stopi prinosa na vlasnički kapital velikih srpskih preduzeća, očigledno je bio posledica jačanja finansijske stabilnosti na makroekonomskom nivou, koja je dovela do sinergetskog efekta smanjenog zaduživanja preduzeća (prosečno učešće ukupnih obaveza u ukupnoj imovini preduzeća iz uzorka smanjeno je za oko 40% u 2014. godini u odnosu na 2013. godinu) praćenog snižavanjem kamatnih stopa.

U cilju veće preciznosti gore iznetih zaključaka koji se baziraju na prosečnim stopama prinosa, u Tabeli 21 date su deskriptivne statistike posmatranih stopa izvedene iz panel podataka.

U prilog prvom zaključku o volatilnosti stopa prinosa govori podatak da se standardna devijacija stope prinosa na ukupna ulaganja u posmatranom periodu kretala u rasponu od 0,108 do 0,159, dok je standardna devijacija stope prinosa na vlasnički kapital u istom periodu imala minimalnu vrednost od 0,353 a maksimalnu od čak 12,442.

Iako se finansijske performanse velikih srpskih preduzeća ne mogu oceniti kao zadovoljavajuće, distribucija stopa prinosa jasno pokazuje da ovakvoj slici, u velikoj meri, doprinosi manji broj veoma neuspešnih preduzeća, među kojima su i ona koja su, u dužem nizu obračunskih perioda, imala gubitke iznad visine kapitala. Naime, Tabela 21 pokazuje da je 10% neuspešnih preduzeća, do 2015. godine beležilo negativne obe posmatrane stope prinosa ali i da su već kod narednih 15% nešto uspešnijih preduzeća, stope imale pozitivan predznak. Nažalost, 10% najuspešnijih preduzeća sa desnog kraja distribucije, koja su u posmatranom periodu beležila prosečnu stopu prinosa na ukupna sredstva od oko 20%, nisu mogla značajnije ublažiti iznete zaključke o niskoj profitabilnosti velikih preduzeća Republike Srbije.

Tabela 21. Deskriptivne statistike stope prinosa na ukupna ulaganja (ROA) i stope prinosa na vlasnički kapital (ROE) velikih srpskih preduzeća u periodu 2009-2017

God.	Varijabla	Br. ops.	Pros. vred.	Stand. dev.	10%	25%	90%	Min	Max
2009	ROA _{i,t}	193	0,091	0,159	-0,045	0,029	0,229	-0,717	1,242
	ROE _{i,t}	175	-0,091	1,706	-0,126	0,014	0,482	-13,351	0,991
2010	ROA _{i,t}	197	0,103	0,125	-0,021	0,050	0,243	-0,654	0,494
	ROE _{i,t}	182	-0,423	4,995	-0,098	0,018	0,507	-45,611	11,168
2011	ROA _{i,t}	206	0,093	0,127	-0,027	0,044	0,216	-0,521	0,694
	ROE _{i,t}	186	-0,962	12,442	-0,097	0,020	0,745	-166,118	1,964
2012	ROA _{i,t}	210	0,109	0,141	-0,037	0,040	0,235	-0,441	0,888
	ROE _{i,t}	195	0,022	1,200	-0,236	0,003	0,515	-12,511	2,154
2013	ROA _{i,t}	214	0,069	0,149	-0,042	0,022	0,187	-0,591	1,014
	ROE _{i,t}	198	-0,202	5,217	-0,177	0,022	0,508	-72,893	4,004
2014	ROA _{i,t}	215	0,065	0,129	-0,053	0,029	0,184	-0,805	0,533
	ROE _{i,t}	198	-0,115	1,526	-0,326	0,016	0,395	-12,922	2,506
2015	ROA _{i,t}	215	0,076	0,108	-0,006	0,034	0,173	-0,581	0,742
	ROE _{i,t}	197	0,135	0,715	-0,036	0,041	0,441	-5,920	4,828
2016	ROA _{i,t}	215	0,080	0,127	0,006	0,034	0,175	-0,980	0,635
	ROE _{i,t}	196	0,205	0,383	0,001	0,064	0,567	-2,359	2,855
2017	ROA _{i,t}	215	0,095	0,153	0,016	0,042	0,181	-0,409	1,694
	ROE _{i,t}	199	0,227	0,353	0,010	0,074	0,494	-0,793	3,352
Ukupno	ROA _{i,t}	1880	0,087	0,136	-0,015	0,036	0,208	-0,980	1,694
	ROE _{i,t}	1726	-0,127	4,823	-0,067	0,027	0,499	-166,118	11,168

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: ROA je stopa prinosa na ukupno angažovanu imovinu za preduzeće i u godini t; ROE je stopa prinosa na vlasnički kapital za preduzeće i u godini t.

Izvor: Izrada autora

Imajući u vidu da velika preduzeća imaju dominantan uticaj na pokazatelje celokupne privredne aktivnosti i da se rezultati, ali i problemi ovog privrednog segmenta prelivaju na određeni broj malih i srednjih preduzeća obuhvaćenih njihovim poslovnim ciklusom, iz sprovedene analize moguće je apostrofirati nekoliko važnih karakteristika ekonomskog konteksta u kome je sprovedeno empirijsko istraživanje.

Prvo, preko 90% finansijski jakih (velikih) preduzeća u Republici Srbiji, organizovano je u formi koja im onemogućava aktivnije učešće na tržištu kapitala (pravne forme različite od AD). To sa jedne strane sužava njihov manevarski prostor u prikupljanju značajnijeg obima kapitala od potencijalnih investitora, neophodnog za preduzimanje većih poslovnih poduhvata, i pretvara ih u bankovno zavisne entitete oslabljene pregovaračke moći u procesima definisanja uslova finansiranja. Sa druge strane, ovakve okolnosti destimulišuće deluju na razvoj tržišta kapitala koje bi moglo da postane zamajac privrednog rasta kroz pravilnu alokaciju domaćih i stranih investicija i snižavanje troškova finansiranja.

Drugo, generalno niska profitna ostvarenja iz poslovnih aktivnosti velikih preduzeća jednim delom se prelivaju u finansijski sektor, jer u odsustvu ponude drugih izvora finansiranja, zaduživanje kod banka i drugih finansijskih institucija nema alternativu. Visoki troškovi eksternog finansiranja preko neumoljivog dejstva finansijskog leveridža, ne samo da povećavaju volatilitet stope prinosa na vlasnički kapital već, kod manje uspešnih preduzeća, imaju konačan efekat u distorziji garantne supstance. Ovakav poslovni ambijent, sa izuzetkom malog broja uspešnih preduzeća, nije nimalo atraktivan za privlačenje kapitala, jer racionalni investitori ne mogu pronaći motiv za ulaganja u preduzeća koja su izložena visokom riziku, a odbacuju niske stope prinosa.

Konačno, bilo bi pretenciozno očekivati da su, velika srpska preduzeća, bez obzira na njihovu relativnu finansijsku snagu u odnosu na ostatak privrede, koja se suočavaju sa ozbiljnim problemima održavanja likvidnosti, očuvanja dostignutog nivoa poslovne aktivnosti i pronalazjenja jeftinijih izvora finansiranja, primarno fokusirana na kvalitet svojih finansijskih izveštaja i da ulažu veći obim finansijskih sredstava od neophodnog, za unapređivanje finansijsko izveštajne prakse. Okolnosti u kojima posluju, diktiraju hijerarhiju korisnika kojima su njihovi finansijski izveštaji namenjeni, u kojoj primat još uvek nemaju sadašnji i potencijalni investitori, što je potpuno suprotno praksama razvijenih tržišnih ekonomija. To ipak ne znači da bi pitanje kvaliteta finansijskog izveštavanja trebalo da bude zapostavljeno, pre svega zbog činjenice da su kvalitetne finansijske informacije infrastrukturni preduslov privlačenja kapitala. Mnogo važnije od toga što se informacijom signaliziraju nezadovoljavajuće finansijske performanse je, da se investitori na tu informaciju mogu osloniti sa visokim stepenom pouzdanosti. Osim toga one su važan input za mnogo širi skup odluka koje donose svi ostali stakeholderi, te ako su dobra osnova za izvođenje pouzdanih projekcija, veći je i stepen poverenja između preduzeća sa jedne strane, i njegovih poverilaca, poslovnih partnera i zaposlenih sa druge strane, čak i u periodima u kojima preduzeća imaju finansijske poteškoće.

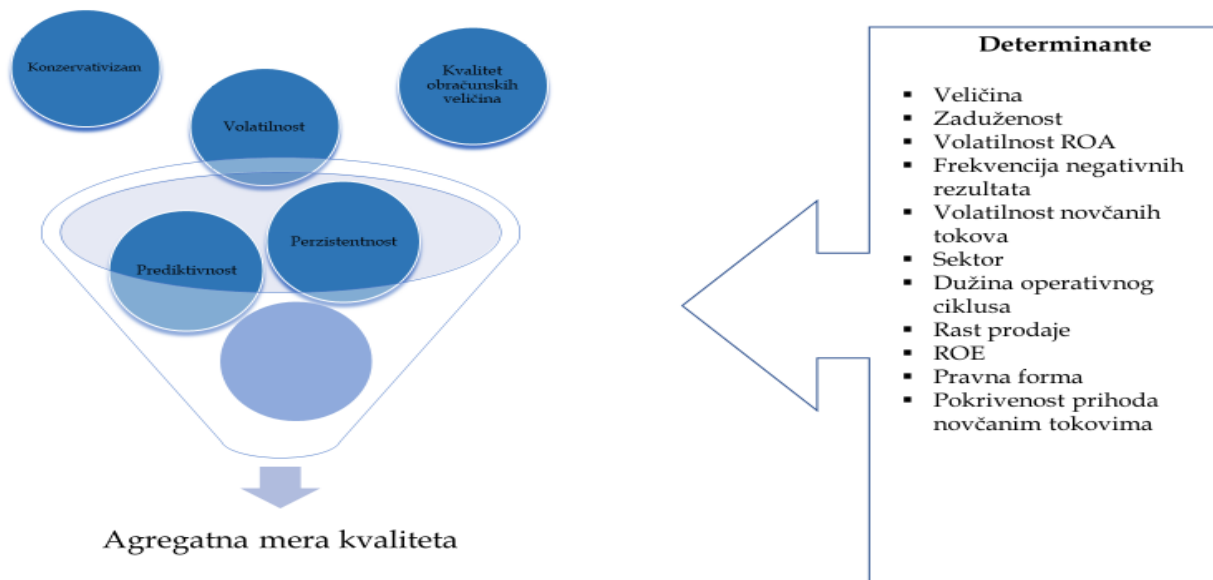
3. Metodološki okvir istraživanja, razvoj hipoteza i definisanje promenljivih

Ekonomometrijski modeli namenjeni proceni kvaliteta finansijskih izveštaja zasnovani na agregatnim merama, imaju faznu prirodu koja zahteva postepeno definisanje relevantnih promenljivih za svaku od iteracija. Iterativnim pristupom omogućava se izvođenje i ocenjivanje agregatne mere kvaliteta finansijskih izveštaja za svako posmatrano preduzeće iz uzorka koja će, u poslednjem koraku, preuzeti funkciju zavisne promenljive, sa ciljem donošenja zaključka o determinantama čiji se uticaj na kvalitet ne sme zanemariti.

U prvoj fazi su, metodologijom koja obuhvata autoregresione modele, proste i višestruke linearne regresione modele, primenjenom na grupisane panel podatke od 1.884 preduzeće-godina opservacija, ocenjene pojedinačne mere kvaliteta i determinante kvaliteta za svako preduzeće u uzorku, čime je izvedena nova baza podataka u kojoj opservacije više ne variraju kroz vreme. U drugoj fazi je, prema metodologiji zasnovanoj na rangiranju i uprosečavanju pojedinačnih mera kvaliteta (Gaio, 2010) izvedena agregatna mera kvaliteta primerena privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala. U trećoj fazi su analizirane različite specifikacije prostih i višestrukih linearnih regresionih modela koje za zavisnu varijablu ima agregatnu

meru kvaliteta, kako bi se formulisao skup individualnih karakteristika preduzeća koje najbolje objašnjavaju nivo kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima.

Slika 8. Grafički prikaz modela



Izvor: Izrada autora

Za procenu kvaliteta modela korišćeni su ekonometrijski testovi svojstveni istraživanjima sličnog karaktera: Brojš-Paganov, Kuk-Vajsbergov i Sreterov test heteroskedastičnosti, Ramsejev test greške specifikacije i faktor rasta varijanse. Empirijsko istraživanje je sprovedeno u softverskom paketu za statističku i ekonometrijsku analizu Stata.

3.1 Definisane pojedinačnih mera kvaliteta i njihova empirijska verifikacija

3.1.1 Modeliranje pokazatelja perzistentnosti različitih nivoa objavljenih finansijskih performansi

Perzistentnost, prediktabilnost i volatilnost su računovodstveni atributi kvaliteta zasnovani na ponašanju neto rezultata u nizu uzastopnih obračunskih perioda (vremenskim serijama). Analiza kretanja objavljenih godišnjih dobitaka/gubitaka u pionirskim studijama, pokazala je da njihove promene u sukcesivnim periodima nisu korelisane, te da se proces generisanja periodičnih rezultata može okarakterisati kao „slučajan hod“ (Ball and Watts, 1972; Watts and Leftwich, 1977). Situacija je, međutim, potpuno drugačija ukoliko se, umesto apsolutnih iznosa godišnjih neto rezultata, u vremenskim serijama posmatra ponašanje učešća dobitaka u prosečnoj imovini (ili na drugi način definisane stope prinosa), čije kretanje ima sposobnost objašnjavanja neslučajnog obrasca ponašanja neto rezultata, materijalizovanog kroz određeni stepen perzistentnosti (Mueller, 1977; Lev, 1983).

Perzistentnost se, u kontekstu ponašanja dobitka, može definisati kao njegova sposobnost ponavljanja, odnosno održivosti u budućim obračunskim periodima. Ovaj atribut kvaliteta zapravo opisuje vremensku povezanost inovacija (šokova) koju nosi informacija o rezultatima poslovanja tekućeg perioda sa visinom rezultata budućih obračunskih perioda. Relevantna istraživanja pokazala su da se vremenske serije godišnjih neto rezultata mogu okarakterisati autoregresionim modelom prvog reda (Lev, 1983, p. 44):

$$X_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}X_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (35)$$

gde je:

$X_{i,t}$ - rezultat preduzeća i u periodu t , a

$X_{i,t-1}$ - rezultat preduzeća i u periodu $t-1$.

Iako se perzistentnost u istraživačkim radovima najčešće stavlja u funkciju objašnjavanja kretanja ERC-a (earnings response coefficient), tj. koeficijenta reakcije tržišta na objavljene rezultate (npr. Collins and Kothari, 1989), moguće ju je aproksimirati koeficijentom nagiba β_1 iz gore navedene regresije. Veći koeficijent β_1 implicira veći uticaj novosti sadržanih u zaradama prethodnog perioda na buduće zarade, a time i njihovu veću perzistentnost, dok $\varepsilon_{i,t}$ predstavlja slučajnu grešku modela koja obuhvata nekorelisane inovacije sadržane u informaciji o rezultatu prethodnog perioda (Lipe, 1990, p. 52).

Polazeći od ovog modela, za potrebe empirijskog istraživanja, definisane su tri autoregresione jednačine prvog reda, kako bi se ocenila perzistentnost tri, po obuhvatnosti različita, nivoa rezultata: neto rezultata pre poreza, neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda, i rezultata iz poslovnih aktivnosti.

$$NI_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i(NI)}NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (36)$$

gde je:

$NI_{i,t}$ - neto rezultat (net income) pre oporezivanja preduzeća i u periodu t^{19} , podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t a,

$NI_{i,t-1}$ - neto rezultat pre oporezivanja preduzeća i u periodu $t-1$, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$.

$$NIBE_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i(NIBE)}NIBE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (37)$$

gde je:

$NIBE_{i,t}$ - neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda (net income before extraordinary items) preduzeća i u periodu t^{20} , podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t a,

$NIBE_{i,t-1}$ - neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i u periodu $t-1$, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$.

$$PFO_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i(PFO)}PFO_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (38)$$

gde je:

¹⁹ S obzirom da sva preduzeća u uzorku pripadaju istom poreskom sistemu, uticaj poreskih rashoda nije bio predmet analize ovog istraživanja, a pokazatelj je izveden iz pozicija AOP 1054 - Dobitak iz redovnog poslovanja pre oporezivanja, odnosno AOP 1055 - Gubitak iz redovnog poslovanja pre oporezivanja, zvaničnih obrazaca finansijskih izveštaja.

²⁰ U zvaničnim obrascima finansijskih izveštaja ne postoji posebna pozicija (AOP) koja pokazuje neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda pa je ona izvedena tako što je poslovni rezultat uvećan za dobitke iz finansiranja i prihode od usklađivanja vrednosti ostale imovine koja se iskazuje po fer vrednosti kroz bilans uspeha, a umanjen za gubitke iz finansiranja i rashode od usklađivanja vrednosti ostale imovine koja se iskazuje po fer vrednosti kroz bilans uspeha.

$PFO_{i,t}$ - rezultat iz poslovnih aktivnosti (profit from operations) preduzeća i u periodu t^{21} , podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t a,

$PFO_{i,t-1}$ - rezultat iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu $t-1$, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$.

Nakon ocenjivanja regresija (36), (37) i (38) za svako pojedinačno preduzeće iz uzorka, mere perzistentnosti pojedinih oblika rezultata, izvedene su kao negativne vrednosti ocenjenih koeficijenata nagiba²²:

$$PERS_{i(NI)} = -\beta_{1,i(NI)} \quad (39)$$

$$PERS_{i(NIBE)} = -\beta_{1,i(NIBE)} \quad (40)$$

$$PERS_{i(PFO)} = -\beta_{1,i(PFO)} \quad (41)$$

gde je:

$PERS_{i(NI)}$ - perzistentnost neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i ;

$PERS_{i(NIBE)}$ - perzistentnost neto dobitka pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i ;

$PERS_{i(PFO)}$ - perzistentnost dobitka iz poslovnih aktivnosti preduzeća i a

$\beta_{1,i(NI)}$, $\beta_{1,i(NIBE)}$ i $\beta_{1,i(PFO)}$ - ocenjeni koeficijenti nagiba iz regresija (36), (37) i (38).

Iz definicije perzistentnosti i autoregresionih modela iz kojih se izvodi, može se zaključiti da su najperzistentnije one promenljive uz koje se nalaze koeficijenti nagiba čija je vrednost bliska jedinici (one su održive i u narednim obračunskim periodima), dok računovodstveni rezultati čiji je koeficijent nagiba blizak nuli, imaju izražen tranzitorni karakter (Dechow i Schrand, 2004, p. 12). S obzirom da je za potrebe izvođenja agregatne mere kvaliteta izvršena transformacija mere perzistentnosti u negativnu vrednost koeficijenta $\beta_{1,i}$, najviše vrednosti pokazatelja $PERS_i$ u modelu pokazuju najniži stepen perzistentnosti, i posledično najlošiji kvalitet, i obrnuto.

3.1.2 Modeliranje pokazatelja prediktabilnost različitih nivoa objavljenih finansijskih performansi

Prediktabilnost, kao kvalitativnu karakteristiku finansijskih informacija, autori poistovećuju sa sposobnošću prošlih finansijskih performansi da predvide svoju veličinu u budućnosti (Lipe, 1990; Francis *et al.*, 2004). Ovaj atribut poželjan je sa aspekta donošenja investicionih odluka jer omogućava korisnicima da preciznije projektuju buduće rentabilitetne performanse i novčane tokove, na čijem se diskontovanju zasniva procena sadašnje vrednosti preduzeća. Za razliku od perzistentnosti koja odražava autokorelaciju rezultata u uzastopnim vremenskim periodima, prediktabilnost je funkcija prosečnih apsolutnih odstupanja periodičnih rezultata (Lipe, 1990, P. 50). To znači da bi se prediktabilnost pojedinih nivoa periodičnih rezultata mogla izraziti kao standardna greška regresija (36), (37) i (38).

Prediktabilna sposobnost periodičnih rezultata može se posmatrati i u kontekstu njihove korisnosti u predviđanju novčanih tokova. Naime, istraživanje Finger (1994) pokazalo je da su

²¹ Ovaj pokazatelj izveden je iz pozicija AOP 1030 - Poslovni dobitak, odnosno AOP 1031 - Poslovni gubitak zvaničnih obrazaca finansijskih izveštaja.

²² Kako je jedan od ciljeva istraživanja formulisanje agregatne mere kvaliteta, neophodno je da svi pojedinačni atributi kvaliteta koji ulaze u njen obračun, imaju isti predznak odnosno, isti obrazac tumačenja.

godišnji rezultati iskazani u bilansu uspeha statistički značajan indikator za predviđanje budućih rentabilitetnih ostvarenja (u periodu od osam, četiri i dve godine) kod 88% analiziranih preduzeća, ali i da su još efektivniji u predviđanju budućih novčanih tokova (imaju statistički značajnu prediktivnu moć kod čak 93% preduzeća). Iz tog razloga, za ocenjivanje prediktabilnosti neto dobitka i preostalih međurezultata definisane su sledeće regresije:

$$CFO_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t(NI)} \quad (42)$$

$$CFO_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}NIBE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t(NIBE)} \quad (43)$$

$$CFO_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}PFO_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t(PFO)} \quad (44)$$

gde je:

$CFO_{i,t}$ - neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti (cash flow from operations) preduzeća i u periodu t ²³, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t ;

$NI_{i,t-1}$ - neto rezultat pre oporezivanja preduzeća i u periodu $t-1$, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$;

$NIBE_{i,t-1}$ - neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i u periodu $t-1$, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$ a

$PFO_{i,t-1}$ - rezultat iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu $t-1$, podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$.

Korisnost informacija o finansijskim performansama u predviđanju budućih novčanih tokova se, sledeći metodologiju Watts and Leftwich (1977), Lipe (1990) i Francis *et al.* (2004), može aproksimirati standardnom greškom modela:

$$PRED_{i(NI)} = \sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_{i,t(NI)}) \quad (45)$$

$$PRED_{i(NIBE)} = \sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_{i,t(NIBE)}) \quad (46)$$

$$PRED_{i(PFO)} = \sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_{i,t(PFO)}) \quad (47)$$

gde je:

$PRED_{i(NI)}$ - prediktabilnost neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i ,

$PRED_{i(NIBE)}$ - prediktabilnost neto dobitka pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i ,

$PRED_{i(PFO)}$ - prediktabilnost dobitka iz poslovnih aktivnosti preduzeća i a

$\varepsilon_{i,t(NI)}$, $\varepsilon_{i,t(NIBE)}$, $\varepsilon_{i,t(PFO)}$ - slučajne greške regresija (42), (43) i (44),

$\sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_{i,t(NI)})$, $\sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_{i,t(NIBE)})$, $\sqrt{\sigma^2}(\varepsilon_{i,t(PFO)})$ - kvadratni koren varijanse slučajne greške modela (42), (43) i (44).

Empirijskom verifikacijom regresija (42), (43) i (44) za svako pojedinačno preduzeće iz uzorka, dobijene su standardne devijacije reziduala čije veće vrednosti podrazumevaju veću vrednost pokazatelja $PRED_i$ i impliciraju manju prediktivnu sposobnost, samim tim i manji kvalitet, i obrnuto.

²³ Ovaj pokazatelj izveden je iz pozicija AOP 3011 - Neto priliv gotovine iz poslovnih aktivnosti, odnosno AOP 3012 - Neto odliv gotovine iz poslovnih aktivnosti zvaničnih obrazaca finansijskih izveštaja.

3.1.3 Modeliranje pokazatelja volatilnosti različitih nivoa objavljenih finansijskih performansi

Definisanje mere volatilnosti podrazumeva prethodno razgraničenje informacionih dometa i razlika između računovodstvenih rezultata sa jedne strane i novčanih tokova sa druge, kako bi se razumelo odakle ona potiče. Izveštajni dobitak je sumarna mera performansi preduzeća koja se dobija kao autput, na obračunskoj osnovi zasnovanog, sistema finansijskog izveštavanja. Računovodstvena načela i principi evoluirala su, između ostalog, i sa ciljem prevazilaženja informacionih ograničenja imanentnih gotovinskoj osnovi, koja su posebno izražena u periodičnom izveštavanju o uspešnosti poslovanja entiteta koji posluju kontinuirano. Direktna posledica primene načela nastanka događaja i principa uzročnosti je pojava obračunske komponente dobitka koja upotpunjava informacije iz izveštaja o novčanim tokovima i integriše ih u bilansa uspeha, unapređujući proces merenja finansijskih performansi.

U literaturi postoje stanovišta da je osnovna funkcija računovodstvenih rezultata da, kroz obračunske komponente, izvrše informaciono efikasniju alokaciju novčanih tokova na obračunske periode (Francis, Lafond, *et al.*, 2004, p. 969), kao i da je volatilnost karakteristika inherentna novčanim tokovima (Dechow, 1994, p. 17). Obračunska komponenta dobitka, kroz odabrane računovodstvene politike, anulira deo irelevantne volatilnosti novčanih tokova što bi, pod pretpostavkom izostanka manipulativnih intencija, trebalo da dovede do toga da volatilnost izveštajnog dobitka odražava volatilnost stvarnih ekonomskih performansi (Dechow and Schrand, 2004, p. 7). Amortizovanje oscilacija u kretanju dobitaka doprinosi njihovoj većoj perzistentnosti i prediktabilnosti ali i povećava rizik oportunističkog ponašanja u prostoru koji obračunska osnova ostavlja u domenu procenjivanja i odabira trenutaka za priznavanje njegovih strukturnih elemenata. Kako obračunske komponente dobitka ne bi bile zloupotrebene za prikriivanje relevantnih informacija, u merenju volatilnosti kao kvalitativne karakteristike računovodstvenih rezultata, novčani tokovi se ne smeju zaobići.

Zbog dihotomne prirode volatilnosti, među istraživačima ne postoji uniformni stav o tome da li je mala volatilnost poželjna karakteristika kvaliteta, što bi bilo logično u uslovima pravilne primene računovodstvenih principa i neutralnog procenjivanja, ili nepoželjna karakteristika koja implicira manipulacije dobitkom sračunate na njegovo neopravdano uravnotežavanje i prikazivanje rezultata koji odstupaju od njihove stvarne veličine.

Imajući sve ovo u vidu, pokazatelj volatilnosti izveden je, po ugledu na istraživanja Leuz, Nanda and Wysocki (2003), Francis, Lafond, *et al.* (2004) i Gaio and Raposo (2011), kao količnik standardne devijacije za analizu relevantnih oblika izveštajnog rezultata i standardne devijacije operativnih novčanih tokova:

$$VOL_{i(NI)} = \frac{\sigma(NI_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t})} \quad (48)$$

$$VOL_{i(NIBE)} = \frac{\sigma(NIBE_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t})} \quad (49)$$

$$VOL_{i(PFO)} = \frac{\sigma(PFO_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t})} \quad (50)$$

gde je:

$VOL_{i(NI)}$ - volatilnost neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i ;

$VOL_{i(NIBE)}$ - volatilitnost neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i ;

$VOL_{i(PFO)}$ - volatilitnost rezultata iz poslovnih aktivnosti preduzeća i a

$NI_{i,t}$, $NIBE_{i,t}$, $PFO_{i,t}$ i $CFO_{i,t}$ su veličine definisane u jednačinama (36), (32), (38) i (42-44) respektivno.

Standardna devijacija računovodstvenih rezultata obuhvata promene u stvarnim performansama preduzeća ali i uticaj implementiranih računovodstvenih politika i procena. Stavljanjem u odnos varijabiliteta dobitka sa varijabilitetom novčanih tokova iz poslovne aktivnosti, zapravo se stavljaju pod kontrolu razlike u ekonomskim performansama između preduzeća. To znači da se niske vrednosti pokazatelja mogu interpretirati u kontekstu veće manifestacije diskrecionog prava menadžera u uravnotežavanju iskazanih rezultata (Leuz, Nanda and Wysocki, 2003, p. 509).

Za potrebe empirijskog istraživanja, pokazatelj volatilitnosti izračunat je na bazi standardnih devijacija navedenih pokazatelja u posmatranom periodu 2009-2017, za sva tri nivoa objavljenih finansijskih performansi, i to za svako preduzeće iz uzorka posebno. Inicijalno je niska volatilitnost posmatrana kao poželjan atribut kvaliteta, što znači da više vrednosti pokazatelja VOL_i impliciraju veću volatilitnost dobitaka (manju uravnoteženost) a time i manji informacioni kvalitet.

3.1.4 Modeliranje pokazatelja kvaliteta obračunskih veličina

Inkrementalnu informativnu vrednost dobitku u odnosu na novčane tokove daju obračunske veličine. Strukturirane su iz računovodstvenih procena, posledica odabranih računovodstvenih politika i internih informacija nedostupnih eksternim korisnicima finansijskih izveštaja. Njihova uloga može biti dvojaka. Sa jedne strane, obračunske veličine mogu podići kvalitet objavljenog dobitka ukoliko se preko njih signaliziraju povlašćene informacije i umanjuje informaciona asimetrija. Sa druga strane, u rukama oportunistički nastrojenog menadžmenta, obračunske veličine mogu poslužiti ostvarivanju ciljeva jedne interesne grupe na račun ostalih, usled čega se značajno narušava informaciona vrednost objavljenih računovodstvenih rezultata (Dechow, 1994, p. 5).

Ako pođemo od pretpostavke da je jedna od funkcija računovodstvenih rezultata pravilna alokacija novčanih tokova na obračunske periode, onda se zaključak, da obračunske komponente dobitka inkorporiraju sadašnje procene budućih novčanih tokova, čini opravdanim. Simultano priznavanje prihoda od prodaje i potraživanja po tom osnovu, očigledan je primer priznavanja budućih novčanih tokova koji tangira i bilans uspeha i bilans stanja tekućeg perioda (bez implikacija na izveštaj o novčanim tokovima) čime je omogućeno njihovo povezivanje sa trenutkom nastanka ekonomskih efekata prodaje. Ako se, u narednom obračunskom periodu, visina novčanog priliva bude razlikovala od prethodno evidentiranih iznosa prihoda i potraživanja, izvršene korekcije po osnovu grešaka u procenama uticaće na kvalitet obračunske komponente izveštajnog rezultata srazmerno svojoj veličini. Sledi da se poređenjem obračunskih komponenti sa realizovanim novčanim tokovima može posredno oceniti kvalitet dobitka.

U empirijskom istraživanju, u ovu svrhu korišćen je model Dechow and Dichev (2002) zasnovan na obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala i sledećim jednačinama:

$$WCA_{i,t} = \Delta CA_{i,t} - \Delta CL_{i,t} \quad (51)$$

$$WCA_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}CFO_{i,t-1} + \beta_{2,i}CFO_{i,t} + \beta_{3,i}CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (52)$$

gde je:

$WCA_{i,t}$ - obračunska komponenta neto obrtnog kapitala (working capital accruals) preduzeća i u periodu t , podeljena sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t ;

$\Delta CA_{i,t}$ - promena obrtne imovine (current assets) preduzeća i^{24} u periodu t u odnosu na period $t-1$;

$\Delta CL_{i,t}$ - promena kratkoročnih obaveza (current liabilities) preduzeća i^{25} u periodu t u odnosu na period $t-1$ a,

$CFO_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$ i $CFO_{i,t+1}$ - neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu $t-1$, t i $t+1$ respektivno, podeljen prosečnom ukupnom imovinom.

Jednačinom (52) predstavljena je obračunska komponenta neto obrtnog kapitala tekućeg perioda (aproksimirana promenom u neto obrtnom kapitalu u dva uzastopna perioda) kao privremena korekcija zakasnelih i anticipiranih novčanih tokova, dok slučajna greška ove regresije prikuplja promene obračunske komponente koje nisu mapirane realizovanim novčanim tokovima. Kvalitet obračunske komponente zavisi od njenog varijabiliteta i može se izraziti kao (Dechow and Dichev, 2002, p. 51):

$$AQ_i = \sigma(\varepsilon_{i,t}) \quad (53)$$

gde je:

AQ_i - kvalitet obračunske komponente (accruals quality) preduzeća i a,

$\varepsilon_{i,t}$ - slučajna greška regresije (17).

Nakon izračunavanja obračunske komponente neto obrtnog kapitala za svako preduzeće iz uzorka u svim dostupnim periodima, empirijski je testirana regresija (17) zarad dobijanja ocena standardne devijacije reziduala za pojedinačna preduzeća. Kako se računovodstveni dobitak može aproksimirati zbirom novčanih tokova koji su, po definiciji, objektivne veličine značajno otpornije na manipulacije, i obračunskih komponenti, kvalitet izveštajnih rezultata dominantno je opredeljen kvalitetom obračunskih komponenti. Veća vrednost pokazatelja AQ_i podrazumeva da je manje varijacija u obračunskim veličinama tekućeg perioda objašnjeno realizovanim novčanim tokovima, što implicira njihov niži kvalitet, a time i lošiji kvalitet dobitaka.

²⁴ Za potrebe izračunavanja obračunske komponente neto obrtnog kapitala, promena obrtne imovine dobijena je kao zbir promena na pozicijama: Zalihe (AOP 0044), Potraživanja (AOP 0051 + AOP 0059 + AOP 0060), Porez na dodatu vrednost (AOP 0069) i Aktivna vremenska razgraničenja (AOP 0070). Zbog prirode modela, promene u gotovini, gotovinskim ekvivalentima i kratkoročnim finansijskim plasmanima nisu uzete u obzir prilikom utvrđivanja obračunske komponente neto obrtnog kapitala.

²⁵ Promena kratkoročnih obaveza dobijena je kao zbir promena na pozicijama: Obaveze iz poslovanja (AOP 0451), Primljeni avansi, depoziti i kaucije (AOP 0450), Ostale kratkoročne obaveze (AOP 0459), Obaveze po osnovu poreza (AOP 0460 + AOP 0461) i Pasivna vremenska razgraničenja (AOP 0462). Kratkoročne finansijske obaveze nisu uzete u obzir prilikom utvrđivanja obračunske komponente neto obrtnog kapitala.

Iako prikazani model ne razdvaja diskrecione od nediskrecionih komponenti obračunskih veličina, odabran je iz nekoliko razloga:

- Modeli zasnovani na diskrecionim komponentama najčešće se koriste u istraživanjima oportunističke upotrebe obračunskih veličina sračunate na prikazivanje željenog finansijskog i rentabilitetnog položaja preduzeća u finansijskim izveštajima (prema: Healy *et al.*, 1998), što u ovom istraživanju nije primarni cilj;
- Model je zasnovan na opravdanoj pretpostavci da je osnovna funkcija obračunskih veličina prevazilaženje problema vremenske disonance između ulaganja i koristi od tih ulaganja sa jedne strane, i novčanih tokova sa druge strane;
- Model uzima u obzir da su koristi upotrebe obračunskih veličina praćene rizicima korekcija zbog grešaka u procenama, ali ih ne razdvaja na namerne i nenamerne, jer i jedne i druge smanjuju kvalitet izveštajnih rezultata;
- Model se zasniva na obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala koje, po pravilu nastaju i ispoljavaju svoj reverzibilni karakter u roku od godinu dana (Dechow i Dichev, 2002, p. 36), što je značajno sa aspekta raspoloživosti podataka sadržanih u godišnjim finansijskim izveštajima koji su predmet analize;
- Empirijska verifikacija modela na drugim uzorcima, pokazala je da je kvalitet obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala determinisan uočljivim i merljivim specifičnim karakteristikama preduzeća i njihovog poslovnog ciklusa čak i kada se apstrahuju namerne greške u procenama i manipulacije objavljenim finansijskim performansama, što je od velikog značaja za naredne faze ovog istraživanja.
- Konačno, prema istraživanju (McNichols, 2002), u kome je na istom uzorku testiran ovaj model, u poređenju sa modelom Jones (1991), koji razdvaja diskrecionu i nediskrecionu obračunsku komponentu, model je ispoljio veću objašnjavajuću sposobnost (korigovani koeficijent determinacije je bio 0.2 u odnosu na korigovani koeficijent Jones modela koji je iznosio 0.07).

3.1.5 Modeliranje pokazatelja računovodstvenog konzervativizma

Konzervativizam se, u računovodstvenom smislu, ispoljava u situacijama u kojima se zahteva veći stepen verifikacije za priznavanje dobrih u odnosu na loše vesti. U finansijskim izveštajima u kojima se još uvek dominantno koristi koncept istorijskih troškova za vrednovanje većine pozicija, računovodstveni rezultati brže prihvataju uticaj loših vesti, jer su uslovi za priznavanje nerealizovanih gubitaka manje restriktivni od uslova za priznavanje nerealizovanih dobitaka. Nejednak tretman u priznavanju dovodi do značajnih razlika u blagovremenosti i perzistentnosti izveštajnih rezultata između "dobrih" i "loših" perioda.

Blagovremenost i perzistentnost su dve strane posmatranja istog fenomena: veći stepen blagovremenosti znači da je više relevantnih tekućih informacija inkorporirano u tekućim rezultatima ostavljajući manji deo za priznavanje u budućim rezultatima, dok obrnuta situacija vodi perzistentnijim rezultatima koji priznavanje većeg obima relevantnih informacija ostavljaju budućim obračunskim periodima (Basu, 1997, p. 19). To je u skladu sa već iznetom

tvrdnjom da tranzitorne komponente rezultata smanjuju njegovu perzistentnost ali zauzvrat povećavaju relevantnost kroz blagovremeno prikazivanje novih informacija. S tim u vezi, primena konzervativnih računovodstvenih principa u priznavanju i vrednovanju, dovodi do toga da se gubici priznaju blagovremenije (brže) od dobitaka ali i da imaju manju perzistentnost koja se često manifestuje u vidu tranzitornih šokova (kao što je slučaj sa gubicima od obezvređenja) u tekućem periodu, čija se reverzibilnost vidi već u narednom obračunskom periodu. Za razliku od gubitaka ("loših vesti"), dobitci nemaju izraženu reverzibilnost, pa i kada se pojave u jednom periodu, imaju tendenciju održavanja i u nizu narednih perioda.

Mere konzervativizma i blagovremenosti izvedene su iz Basuovog (1997) modela asimetrične perzistentnosti računovodstvenih rezultata:

$$\Delta NI_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}D_{i,t(NI)} + \beta_{2,i(NI)}\Delta NI_{i,t-1} + \beta_{3,i(NI)}D_{i,t(NI)}\Delta NI_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (54)$$

$$\Delta NIBE_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}D_{i,t(NIBE)} + \beta_{2,i(NIBE)}\Delta NIBE_{i,t-1} + \beta_{3,i(NIBE)}D_{i,t(NIBE)}\Delta NIBE_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (55)$$

$$\Delta PFO_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}D_{i,t(PFO)} + \beta_{2,i(PFO)}\Delta PFO_{i,t-1} + \beta_{3,i(PFO)}D_{i,t(PFO)}\Delta PFO_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \quad (56)$$

gde je:

$\Delta NI_{i,t}$, $\Delta NIBE_{i,t}$, $\Delta PFO_{i,t}$ - promena neto rezultata pre oporezivanja, promena neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda i promena rezultata iz poslovnih aktivnosti respektivno, preduzeća i u periodu t u odnosu na prethodni period $t-1$, podeljena sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t ;

$\Delta NI_{i,t-1}$, $\Delta NIBE_{i,t-1}$, $\Delta PFO_{i,t-1}$ - promena neto rezultata pre oporezivanja, promena neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda i promena rezultata iz poslovnih aktivnosti respektivno, preduzeća i u periodu $t-1$ u odnosu na prethodni period $t-2$, podeljena sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu $t-1$ a,

$D_{i,t(NI)}$, $D_{i,t(NIBE)}$, $D_{i,t(PFO)}$ - veštačke promenljive koje uzimaju vrednost 1 ako su $\Delta NI_{i,t-1}$, $\Delta NIBE_{i,t-1}$, $\Delta PFO_{i,t-1} < 0$, dok u suprotnom uzimaju vrednost 0.

Prema Ball *et al.* (2005), u krajnje ekstremnom slučaju konzervativizma, priznavanje dobitaka (prihoda) bi bilo odloženo do trenutka realizacije sa njima povezanim novčanim prilivima, pa bi oni postali perzistentna pozitivna komponenta računovodstvenog rezultata koja nema tendenciju obrta u narednom periodu (koeficijenti $\beta_{2,i}$ iz regresija (54), (55) i (56), koji u slučaju pozitivnih promena računovodstvenih rezultata u prethodnom periodu pokazuju njihov uticaj na promene u računovodstvenim rezultatima tekućeg perioda, bi bili jednaki nuli). Sa druge strane, promptno priznavanje gubitaka (rashoda) kao tranzitorne, negativne i reverzibilne komponente računovodstvenog rezultata uslovalo bi da zbir koeficijenata $\beta_{2,i}$ i $\beta_{3,i}$ iz regresija (54), (55) i (56) bude negativan ($(\beta_{2,i} + \beta_{3,i}) < 0$).

Kod preduzeća koja imaju statistički značajan i negativan koeficijent $\beta_{2,i}$, i zbir koeficijenata $(\beta_{2,i} + \beta_{3,i}) > 0$ moglo bi se zaključiti da su povećanja u računovodstvenim rezultatima tranzitornog karaktera, a da su negativne promene manje tranzitorne, što upućuje na niži kvalitet objavljenih informacija o finansijskim performansama usled neadekvatne asimetrije u

priznavanju dobitaka i gubitaka. Dakle, računovodstveni konzervativizam može se predstaviti u obliku zbira marginalnih regresionih koeficijenata, kao mera asimetrične blagovremenosti u priznavanju gubitaka (Ball and Shivakumar, 2005; Bushman and Piotroski, 2006):

$$CONS_{i(NI)} = \beta_{2,i(NI)} + \beta_{3,i(NI)} \quad (57)$$

$$CONS_{i(NIBE)} = \beta_{2,i(NIBE)} + \beta_{3,i(NIBE)} \quad (58)$$

$$CONS_{i(PFO)} = \beta_{2,i(PFO)} + \beta_{3,i(PFO)} \quad (59)$$

gde je:

$CONS_{i(NI)}$ - mera računovodstvenog konzervativizma neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i ;

$CONS_{i(NIBE)}$ - mera računovodstvenog konzervativizma neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i ;

$CONS_{i(PFO)}$ - mera računovodstvenog konzervativizma rezultata iz poslovnih aktivnosti preduzeća i a

$\beta_{2,i}$ i $\beta_{3,i}$ - koeficijenti nagiba iz regresija (54), (55) i (56).

Nakon empirijske verifikacije regresija (54), (55) i (56) za svako preduzeće iz uzorka, dobijene su ocene relevantnih regresionih koeficijenata, pri čemu više vrednosti pokazatelja $CONS_i$ odgovaraju manjoj tranzitornosti gubitaka, nižem stepenu asimetričnosti u priznavanju gubitaka tj. manjem kvalitetu objavljenih računovodstvenih rezultata i obrnuto.

Mera tranzitornosti pozitivnih promena računovodstvenih rezultata može se aproksimirati ocenjenim koeficijentom $\beta_{2,i}$:

$$TRANSIT_{incr_i} = -\beta_{2,i} \text{ (iz regresije (19),(20) i (21))} \quad (60)$$

Vrednosti koeficijenta $\beta_{2,i}$ bliske jedinici impliciraju da pozitivna promena u prethodnom obračunskom periodu nema tranzitorni karakter već da je održiva i u narednom periodu. Ako je ocenjena vrednost koeficijenta $\beta_{2,i}$ bliska nuli, sukcesivne promene su međusobno nezavisne što ukazuje na njihov tranzitorni karakter i veću perzistentnost objavljenih računovodstvenih rezultata. Negativne vrednosti koeficijenta ukazuju na reverzibilni karakter sukcesivnih promena koji podrazumeva da povećanje rezultata u jednom periodu vodi smanjenju rezultata u narednom obračunskom periodu.

Kako je mera tranzitornosti transformisana zbog ujednačenog obrasca tumačenja pokazatelja koji čine agregatnu meru kvaliteta, veće vrednosti pokazatelja odgovaraju većem stepenu tranzitornosti pozitivnih promena, tj. manjem kvalitetu objavljenih računovodstvenih rezultata.

3.2 Definisanje hipoteza i empirijska verifikacija pojedinačnih mera kvaliteta

3.2.1 Perzistentnost, prediktabilnost, volatilitnost i tranzitornost različitih definicija računovodstvenog rezultata

Uvažavajući teorijske i dosadašnje empirijske zaključke o značaju neto dobitka kao najpotpunijem pokazatelju rentabilitetnih ostvarenja, koji inkorporira sve faktore uticaja na finansijske performanse izveštajnih entiteta, u istraživanju se pošlo od pretpostavke da je poslednji ishod računa dobitka/gubitka (neto dobitak pre oporezivanja) kvalitativno superiornija i pouzdanija informaciona osnova u procesu donošenja odluka od ostalih međurezultata bilansa uspeha, koja je poslužila u definisanju prve istraživačke hipoteze (H_1):

H₁: Neto dobitak je kvalitetnija mera finansijskih performansi u odnosu na dobitak iz poslovnih aktivnosti i neto dobitak pre ostalih prihoda i rashoda, iz svih posmatranih perspektiva kvaliteta.

Nakon empirijske verifikacije prethodno postavljenih modela, na uzorku velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije, zaključak o informacionim dometima različitih nivoa objavljenih rezultata će biti donet poređenjem deskriptivnih statistika svih definisanih atributa kvaliteta za svaki od pokazatelja finansijskih performansi.

Polazeći od činjenice da je kvalitet objavljenih računovodstvenih rezultata višedimenzionalna promenljiva, generalnu ocenu je moguće izvesti tek nakon raščlanjavanja hipoteze H_1 na podhipoteze, od kojih se svaka odnosi na pojedinačne mere kvaliteta.

Prva pomoćna hipoteza postavljena je kako bi se testirala perzistentnost neto dobitka u odnosu na perzistentnost ostalih pokazatelja finansijskih performansi:

H_{1a}: Neto dobitak je perzistentnija mera finansijskih performansi u odnosu na dobitak iz poslovnih aktivnosti, neto dobitak pre ostalih prihoda i rashoda i novčane tokove iz poslovnih aktivnosti.

Empirijskom verifikacijom autoregresionih modela objavljenih godišnjih računovodstvenih rezultata i novčanih tokova iz poslovne aktivnosti, za svako pojedinačno preduzeće iz uzorka, dobijeni su pokazatelji perzistentnosti prikazani u Tabeli 22.

S obzirom da je pokazatelj perzistentnosti, zbog potrebe jednoznačnog tumačenja komponenti koje ulaze u sastav agregatne mere, transformisan u negativne vrednosti autoregresionih koeficijenata, neophodno je podvući da njegove vrednosti bliske nuli upućuju na neodrživost (neperzistentnost) računovodstvenih rezultata, odnosno na tranzitorni (prolazni) karakter dobitaka (gubitaka) prethodnog perioda. Pozitivne vrednosti pokazatelja perzistentnosti (negativan autoregresioni koeficijent) javljaju se ukoliko računovodstveni rezultati menjaju znak u narednom obračunskom periodu, tj. ukoliko imaju reverzibilni karakter. Podsećamo da ovakve posledice može izazvati reverzibilnost obračunskih veličina, a ne nužno volatilitnost poslovne aktivnosti i realnih finansijskih performansi. Konačno, perzistentni su samo oni računovodstveni rezultati čija je ocenjena vrednost pokazatelja PERS negativna i bliska jedinici (ocenjena vrednost autoregresionog koeficijenta je pozitivna i približno jednaka vrednosti 1).

Tabela 22. Deskriptivne mere pokazatelja perzistentnosti računovodstvenih rezultata i novčanih tokova veliki preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Deskriptivne mere	$PERS_{NI}$	$PERS_{NIBE}$	$PERS_{PFO}$	$PERS_{CFO}$
Srednja vrednost	-0,247	0,251	0,297	-0,078
Standardna devijacija	0,409	0,377	0,382	0,410
Prvi kvartil	-0,507	-0,043	-0,005	-0,371
Medijana	-0,232	0,274	0,329	-0,029
Treći kvartil	0,046	0,520	0,574	0,215
Koef. asimetrije	-0,202	0,015	-0,118	-0,151
Koef. spljoštenosti	4,038	2,282	2,413	2,561

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: PERS je prosečna vrednost negativnih koeficijenata nagiba iz autoregresionih modela godišnjih: neto rezultata pre oporezivanja (NI), neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda (NIBE), rezultata iz poslovnih aktivnosti (PFO) i neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti (CFO).

Izvor: Izrada autora

Deskriptivne mere pokazuju da objavljene finansijske performanse velikih preduzeća u Republici Srbiji nisu imale visok stepen perzistentnosti. Najveću perzistentnost imao je neto rezultat pre oporezivanja čiji je prosečan pokazatelj perzistentnosti svega -0,247. Njegova perzistentnost veća je od perzistentnosti neto novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti (-0,078) što je u saglasnosti sa rezultatima drugih empirijskih istraživanja kao što je npr. Dechow and Schrand (2004). Kako bi zaključak o većoj perzistentnosti neto dobitaka u odnosu na perzistentnost novčanih tokova bio validan, sprovedeno je testiranje razlika između prosečne perzistentnosti ove dve promenljive, korišćenjem t-testa za zavisne uzorke. Razlika u aritmetičkim sredinama ovih promenljivih (-0,168), vrednost t-testa (-4,732) i p-vrednost (0.000) pokazuju da je prosečan pokazatelj perzistentnosti neto dobitka pre oporezivanja, statistički značajno manji pod prosečnog pokazatelja perzistentnosti novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti, odnosno da je neto dobitak perzistentniji od novčanih tokova na svim nivoima značajnosti.

Navedena studija Dechow and Schrand (2004), napravljena je na uzorku 56.940 preduzeće-godina opservacija u periodu 1987-2002 i jedna je od retkih u kojima se poredi perzistentnost različitih subtotala bilansa uspeha. Ona pokazuje da perzistentnost računovodstvenih rezultata opada sa proširivanjem obuhvatnosti pokazatelja (najveću perzistentnost ima dobitak iz poslovnih aktivnosti).

S tim u vezi, posebno je zabrinjavajuće to što prosečni pokazatelji perzistentnosti dobijeni na predmetnom uzorku, za međurezultate bilansa uspeha, neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda i rezultat iz poslovnih aktivnosti, sugerišu njihov izražen reverzibilni karakter. Dodatno, koeficijenti asimetričnosti i spljoštenosti ukazuju na distribuciju koja podržava zaključak o postojanju reverzibilnosti dva oblika računovodstvenih rezultata jer srednje vrednosti nisu značajnije deformisane ekstremnim vrednostima. Prema Schipper and Vincent (2003), reverzibilnost računovodstvenih rezultata može biti posledica neutralnog pristupa primene računovodstvene regulative u uslovima stohastičkog biznis modela i turbulentnog poslovnog okruženja. U tom kontekstu, primetno je da velika srpska preduzeća, u analiziranom periodu, nisu imala kapacitet prilagođavanja na negativne uticaje

makroekonomskog okruženja, niti fleksibilnost u dimenzioniranju svojih poslovnih aktivnosti i aktivnosti finansiranja, shodno tržišnim prilikama.

Iz obuhvatnosti pojedinih pokazatelja finansijskih performansi, jasno je da preduzeća, kroz kategoriju ostalih prihoda i rashoda, neutrališu uticaj te reverzibilnosti na neto rezultat, ali je konačan efekat njegova (ne)perzistentnost koja je bliža nuli nego jedinici. Uporedivosti radi, studija Gaio (2010) koja je obuhvatila 7.215 preduzeća iz 38 zemalja (22 razvijene i 16 zemalja u razvoju), u periodu od 1990-2003, pokazala je da je prosečan pokazatelj perzistentnosti NIBE (Net income before extraordinary items – koji se po svojoj strukturi nalazi između neto rezultata i rezultata pre ostalih prihoda i rashoda, ali se ni sa jednim od njih ne može poistovetiti) iznosio -0,227 sa standardnom devijacijom 0,577.

Može se zaključiti da je iz perspektive perzistentnosti, neto dobitak, kao poslednji ishod bilansa uspeha, kvalitetnija informaciona osnova u odnosu na neto dobitak pre ostalih prihoda i rashoda, dobitka iz poslovnih aktivnosti i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti, ali i da je nivo perzistentnosti objavljenih neto rezultata velikih srpskih preduzeća nezadovoljavajući sa aspekta pouzdanosti donošenja investicionih odluka.

Druga pomoćna hipoteza postavljena je kako bi se testirala prediktabilnost neto dobitka u odnosu na prediktabilnost ostalih pokazatelja finansijskih performansi:

H_{1b}: Neto dobitak ima veću prediktabilnu sposobnost u odnosu na dobitak iz poslovnih aktivnosti i neto dobitak pre ostalih prihoda i rashoda.

Empirijskom verifikacijom modela u kojima je zavisna promenljiva neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti tekućeg perioda, a objašnjavajuća promenljiva visina određenog oblika periodičnog rezultata (iz prethodnog perioda) čija se prediktabilnost testira, može se očekivati da druga pomoćna hipoteza *H_{1b}* neće biti potvrđena. Razlog tome je činjenica da je pokazatelj bilansa uspeha povezan sa novčanim tokovima iz poslovne aktivnosti - neto rezultat iz poslovne aktivnosti, a ne neto rezultat pre oporezivanja, čija je obuhvatnost znatno veća. Deskriptivne statistike rezultata testiranja ovih regresija, na svakom preduzeću iz uzorka, prikazane su u Tabeli 23.

Tabela 23. Deskriptivne mere pokazatelja prediktabilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Deskriptivne mere	<i>PRED_{NI}</i>	<i>PRED_{NIBE}</i>	<i>PRED_{PFO}</i>
Srednja vrednost	0,145	0,144	0,143
Standardna devijacija	0,249	0,249	0,249
Prvi kvartil	0,063	0,064	0,066
Medijana	0,099	0,096	0,093
Treći kvartil	0,161	0,158	0,149
Koef. asimetrije	10,822	10,881	10,893
Koef. spljoštenosti	140,077	141,167	141,429

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: *PRED* je prosečna vrednost standardne devijacije neprotumačenih odstupanja novčanih tokova iz poslovne aktivnosti iz regresionih modela (7), (8) i (9) koji ih predviđaju na bazi godišnjih: neto rezultata pre oporezivanja (*NI*), neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda (*NIBE*) i rezultata iz poslovnih aktivnosti (*PFO*), respektivno. Izvor: Izrada autora

Deskriptivne mere prikazane u Tabeli 23 upućuju na nekoliko zaključaka. Prvo, sva tri posmatrana nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata imala su približno istu sposobnost u predviđanju budućih novčanih tokova iz poslovne aktivnosti. Za nijansu bolju pouzdanost u procenjivanju pokazao je rezultat iz poslovnih aktivnosti, s obzirom da je zavisna promenljiva u modelu neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti. Kako neto rezultat pre oporezivanja inkorporira uticaj finansijskih i ostalih prihoda i rashoda, a neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti ne uključuje novčane prilive i odlive po osnovu investicionih i finansijskih aktivnosti, očekivan je i rezultat da je njegova prediktabilna sposobnost, u kontekstu definisanog modela, najniža. Izvesno je da bi poredak u pogledu prediktabilne sposobnosti bio drugačiji, ukoliko bi se, kao zavisna promenljiva, u model uključili neto novčani tokovi kao poslednji ishod izveštaja o novčanim tokovima.

Drugo, osim što se proseci i medijane pokazatelja prediktabilnosti ne razlikuju mnogo po pojedinim oblicima računovodstvenih rezultata, isto važi i za njihovu disperziju i distribuciju. Reč je o pokazatelju koji u svakoj od kategorija periodičnih rezultata pokazuje izrazitu asimetričnost, što upućuje na to da su, osim koeficijenata asimetričnosti i spljoštenosti, i srednja vrednosti i standardna devijacija pod uticajem ekstremnih vrednosti.

S obzirom na to da su apsolutne razlike u prosečnim vrednostima pokazatelja prediktabilnosti male, u nastavku je izvršeno testiranje njihove statističke značajnosti primenom t-testa zavisnih uzoraka (uparenih opservacija). Nulta hipoteza podrazumeva da razlike u prosečnoj prediktabilnosti različitih nivoa računovodstvenih rezultata nisu statistički značajne. Rezultati testiranja prikazani su u Tabeli 24.

Tabela 24. Rezultati testiranja razlika u prosečnom nivou prediktabilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Promenljive	Broj uparenih opservacija	Razlike	t - test	p-vrednost	
				Dvostrani t-test (Razlika≠0)	Jednostrani t-test (Razlika>0)
<i>PRED_{NI} vs. PRED_{NIBE}</i>	215	0,002	1,075	0,284	0,142
<i>PRED_{NI} vs. PRED_{PFO}</i>	215	0,002	1,596	0,112	0,056
<i>PRED_{NIBE} vs. PRED_{PFO}</i>	215	0,001	0,648	0,517	0,259

Posmatrane promenljive definisane su na isti način kao i u Tabeli 23.

Izvor: Izrada autora

Na bazi prikazanih rezultata testiranja, može se zaključiti da, iz perspektive dvostranog t-testa, razlike u prediktabilnoj sposobnosti različitih nivoa računovodstvenih rezultata nisu statistički značajne. Jednostrani t-test pokazao je da statistički značajna razlika u prosečnoj prediktabilnosti (i to samo na nivou značajnosti od 10%) postoji jedino između neto rezultata pre oporezivanja i rezultata iz poslovnih aktivnosti a ona podrazumeva bolju sposobnost rezultata iz poslovnih aktivnosti u predviđanju neto novčanih tokova iz poslovne aktivnosti.

Konačno, iako neto rezultat pre oporezivanja pokazuje najnižu sposobnost predviđanja novčanih tokova, zbog čega se druga pomoćna hipoteza može odbaciti, ne treba izvoditi

zaključak da je njegov kvalitet iz perspektive prediktabilnosti najlošiji. Prvo, iz razloga što niža prediktabilnost neto dobitka nije statistički značajna, i drugo, zato što su dobijeni rezultati pod uticajem različite obuhvatnosti zavisne u odnosu na objašnjavajuće promenljive, pa inkrementalne informacije koje sadrži neto rezultat pre oporezivanja (finansijske i ostale prihode i rashode) ne mogu dati doprinos objašnjavanju kretanja novčanih tokova koji su posledica obavljanja osnovne delatnosti preduzeća.

Treća pomoćna hipoteza postavljena je kako bi se testirala volatilnost neto dobitka u odnosu na volatilnost ostalih pokazatelja finansijskih performansi:

H_{1c}: Neto dobitak ima manju volatilnost u odnosu na dobitak iz poslovnih aktivnosti i neto dobitak pre ostalih prihoda i rashoda.

Mera volatilnosti, kao odnos standardne devijacije relevantnog oblika računovodstvenog rezultata i standardne devijacije operativnih novčanih tokova, obračunata je za svako preduzeće u uzorku a deskriptivne statistike pokazatelja predstavljene su u Tabeli 25.

Tabela 25. Deskriptivne mere pokazatelja volatilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Deskriptivne mere	VOL_{NI}	VOL_{NIBE}	VOL_{PFO}
Srednja vrednost	0,588	0,542	0,495
Standardna devijacija	0,411	0,316	0,316
Prvi kvartil	0,315	0,299	0,277
Medijana	0,490	0,489	0,424
Treći kvartil	0,743	0,669	0,615
Koef. asimetrije	1,631	1,080	1,751
Koef. spljoštenosti	6,393	3,913	7,597

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: VOL je prosečna vrednost količnika standardne devijacije objavljenih računovodstvenih rezultata (neto rezultata pre oporezivanja (NI), neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda (NIBE) i rezultata iz poslovnih aktivnosti (PFO), respektivno) i standardne devijacije novčanih tokova iz poslovne aktivnosti.

Izvor: Izrada autora

Razlike u volatilnosti između rezultata iz poslovnih aktivnosti i neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda, mogu se pripisati manjoj ili većoj uspešnosti preduzeća u upravljanju finansijskim sredstvima, dok se razlike u volatilnosti između neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda i neto rezultata pre oporezivanja mogu objasniti uticajem inkrementalnih informacija sadržanih u neto rezultatu, strukturiranih iz dobitaka/gubitaka koji ne moraju biti posledica redovne aktivnosti preduzeća, i nerealizovanih dobitaka/gubitaka koji su posledica držanja imovine (obaveza) koja se odmerava po fer vrednosti. Deskriptivne mere iz Tabele 25 pokazuju da volatilnost raste sa uključivanjem dodatnih informacija pa je: VOL_{PFO} (0,495) < VOL_{NIBE} (0,542) < VOL_{NI} (0,588). Iz toga se može zaključiti da se inkrementalne kategorije prihoda i rashoda različite od prihoda i rashoda čiji je nastanak uzrokovan obavljanjem osnovne delatnosti preduzeća, ne koriste na način koji vodi uravnoteženijem iskazivanju neto dobitka u odnosu na oscilacije rentabilitetnih ostvarenja iz primarnih poslovnih aktivnosti.

Poređenje dobijenih rezultata moguće je izvršiti za najčešće korišćenu kategoriju neto rezultata NIBE, u odnosu na koju je aproksimirana volatilnost u istraživanjima sličnog karaktera. Studija

Francis, LaFond, *et al.* (2004) merila je volatilitnost NIBE na uzorku svih preduzeća iz CRSP baze (Centar for research in security prices) koja su zadovoljavala kriterijum dostupnosti podataka za 10 uzastopnih godina u periodu 1978-2001 i pokazala da je prosečna vrednost ovog pokazatelja 0,640 (sa standardnom devijacijom 0,356). Gaio (2010) je izračunala prosečnu vrednost pokazatelja volatilitnost od 0,765 (sa standardnom devijacijom 0,527). Veće prosečne vrednosti volatilitnosti (ali i većeg varijabiliteta) u međunarodnim studijama delom su posledica višestruko većih ali i heterogenijih uzoraka.

U Tabeli 26 prikazani su rezultati testiranja razlika u prosečnoj volatilitnosti tri pokazatelja finansijskih performansi sa ciljem donošenja relevantnih zaključaka.

Sprovedeni t-test pokazao je da su razlike u prosečnoj volatilitnosti statistički značajno različite od nule kao i da neto rezultat pre oporezivanja ima statistički značajno veću volatilitnost od neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda ali i od rezultata iz poslovnih aktivnosti. Može se zaključiti da se pomoćna hipoteza H_{1c} ne može prihvatiti.

Međutim, odbacivanje pomoćne hipoteze H_{1c} govori u prilog manjeg kvaliteta neto dobitka samo ukoliko se volatilitnost posmatra kao nepoželjan atribut kvaliteta. U kontekstu poređenja volatilitnosti subtotala bilansa uspeha, manja volatilitnost neto dobitka u odnosu na volatilitnost rezultata manje obuhvatnosti, mogla bi biti indikator manipulacija u klasifikaciji, priznavanju i odmeravanju pojedinih kategorija prihoda i rashoda sračunatih na iskazivanje uravnoteženih rezultata čija visina odstupa od realnih veličina.

Tabela 26. Rezultati testiranja razlika u prosečnom nivou volatilitnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Promenljive	Broj uparenih opservacija	Razlike	t - test	p-vrednost	
				Dvostrani t-test (Razlika \neq 0)	Jednostrani t-test (Razlika $>$ 0)
VOL_{NI} vs. VOL_{NIBE}	215	0,045	2,882	0,004	0,002
VOL_{NI} vs. VOL_{PFO}	215	0,093	4,186	0,000	0,000
VOL_{NIBE} vs. VOL_{PFO}	215	0,047	3,683	0,000	0,000

Posmatrane promenljive definisane su na isti način kao i u Tabeli 25.

Izvor: Izrada autora

Četvrta pomoćna hipoteza postavljena je kako bi se testirala asimetričnost u blagovremenosti priznavanja negativnih u odnosu na pozitivne komponente različitih definicija računovodstvenih rezultata:

H_{1d} : Neto dobitak je konzervativnija mera finansijskih performansi u odnosu na dobitak iz poslovnih aktivnosti i neto dobitak pre ostalih prihoda i rashoda.

Objavljene finansijske performanse su konzervativne ukoliko brže inkorporiraju "loše vesti" u odnosu na "dobre vesti". Konzervativni pristup odmeravanju računovodstvenih rezultata podrazumeva promptno priznavanje gubitaka u periodima u kojima su nastali, bez obzira što nisu realizovani (nisu tržišno verifikovani), dok se dobici priznaju u periodu njihove tržišne verifikacije, pri čemu period nastanka često prethodi periodu realizacije. Karakter gubitaka,

koji su, primera radi, uzrokovani otpisom potraživanja ili obezvređenjem imovine, tranzitornog je tipa, jer oni utiču na smanjenje rezultata tekućeg perioda ali, njihovo nepojavljivanje u narednom periodu, pod ostalim nepromenjenim uslovima, dovodi do pozitivne promene rezultata narednog perioda.

Empirijskom verifikacijom modela asimetrične perzistentnosti računovodstvenih rezultata (regresija (54), (55) i (56)) ocenjeni su regresioni koeficijenti nagiba, na osnovu kojih su izvedene mere tranzitornosti negativnih promena računovodstvenih rezultata ($TRANS_{decr}$) i tranzitornosti pozitivnih promena računovodstvenih rezultata $TRANS_{incr}$, čije su deskriptivne mere prikazane u Tabeli 27.

Tabela 27. Deskriptivne mere pokazatelja asimetričnog priznavanja negativnih u odnosu na pozitivne promene različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Deskriptivne mere	$TRAN_{dec,NI}$	$TRAN_{dec,NIBE}$	$TRAN_{dec,PFO}$	$TRAN_{inc,NI}$	$TRAN_{inc,NIBE}$	$TRAN_{inc,PFO}$
Srednja vrednost	-0,365	-2,192	0,004	-0,193	-1,992	0,395
Standar. devijacija	9,135	31,850	5,540	8,524	30,994	5,063
Prvi kvartil	-1,065	-1,816	-1,690	-0,408	-0,736	-0,594
Medijana	0,000	-0,146	-0,183	0,336	0,173	0,000
Treći kvartil	1,357	1,130	0,875	1,060	0,999	0,835
Koef. asimetrije	-11,568	-13,424	9,587	-13,602	-14,452	12,252
Koef. spljoštenosti	159,588	193,705	120,371	194,757	210,898	169,899

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: $TRANS_{decr}$ je prosečna vrednost marginalnih regresionih koeficijenata $\beta_{3,i}$ iz modela (54), (55) i (56) asimetrične perzistentnosti računovodstvenih rezultata (neto rezultata pre oporezivanja (NI), neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda (NIBE) i rezultata iz poslovnih aktivnosti (PFO), respektivno); $TRANS_{incr}$ je prosečna vrednosti negativnih koeficijenata nagiba $\beta_{2,i}$ iz modela (54), (55) i (56) asimetrične perzistentnosti računovodstvenih rezultata (neto rezultata pre oporezivanja (NI), neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda (NIBE) i rezultata iz poslovnih aktivnosti (PFO), respektivno).

Izvor: Izrada autora

Negativne vrednosti pokazatelja $TRANS_{decr}$, u nekim definicijama računovodstvenog rezultata, jasan su pokazatelj tranzitorne prirode gubitaka. Prosečan koeficijent $\beta_{3,i}$ u modelu koji se odnosi na rezultat iz poslovnih aktivnosti, pokazuje da svega 4% gubitaka iz poslovnih aktivnosti koji se pojave u jednom obračunskom periodu opstaje u obliku smanjenja rezultata u narednom obračunskom periodu, odnosno da su gubici koji potiču iz obavljanja osnovne delatnosti preduzeća prolaznog karaktera, bez značajnijeg uticaja na rezultate budućih perioda. Ovaj zaključak ne odnosi se na skoro 25% preduzeća čiji su gubici izrazito perzistentni (kod njih se više od 90% gubitaka jednog perioda održava u narednom periodu).

Sa druge strane, prosečan koeficijent $\beta_{2,i}$ uz pozitivne promene rezultata iz poslovnih aktivnosti ima negativan predznak (odnosno pozitivan prosečan pokazatelj $TRANS_{incr,PFO}$), što signalizira veću spremnost preduzeća da u okviru osnovne delatnosti priznaju tranzitorne dobitke. Svega četvrtina analiziranih preduzeća ima sposobnost održavanja pozitivnih promena rezultata jednog perioda u narednom, u procentu koji prelazi 60%. Zajedno

posmatrano, može se zaključiti da preduzeća ne demonstriraju visok stepen konzervativizma u iskazivanju rentabilnosti osnovne delatnosti.

Situacija je drugačija kada se u obračun rezultata uključe finansijski prihodi i rashodi, s obzirom da negativne promene neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda imaju izražen reverzibilni karakter koji se može pripisati reverzibilnosti gubitaka iz finansiranja. Prosečni koeficijent uz pozitivne promene rezultata iz finansiranja je visok i pozitivan (negativan prosečan pokazatelj $TRANS_{incr,NIBE}$). Iako bi se, na osnovu posmatranja srednjih vrednosti, moglo zaključiti da neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda ima najizraženiju asimetriju u priznavanju negativnih u odnosu na pozitivne komponente, distribucija pokazuje da su srednje vrednosti pod izraženim uticajem ekstremnih vrednosti i da bi takav zaključak bio pogrešan, jer više od 50% preduzeća iz uzorka ima tendenciju priznavanja reverzibilnih dobitaka iz finansiranja. Važno je konstatovati da tranzitornost kao atribut kvaliteta ima najveći varijabilitet, ali i da je on posebno izražen kod računovodstvenih rezultata koji uključuju uticaj finansiranja na rentabilitetne performanse.

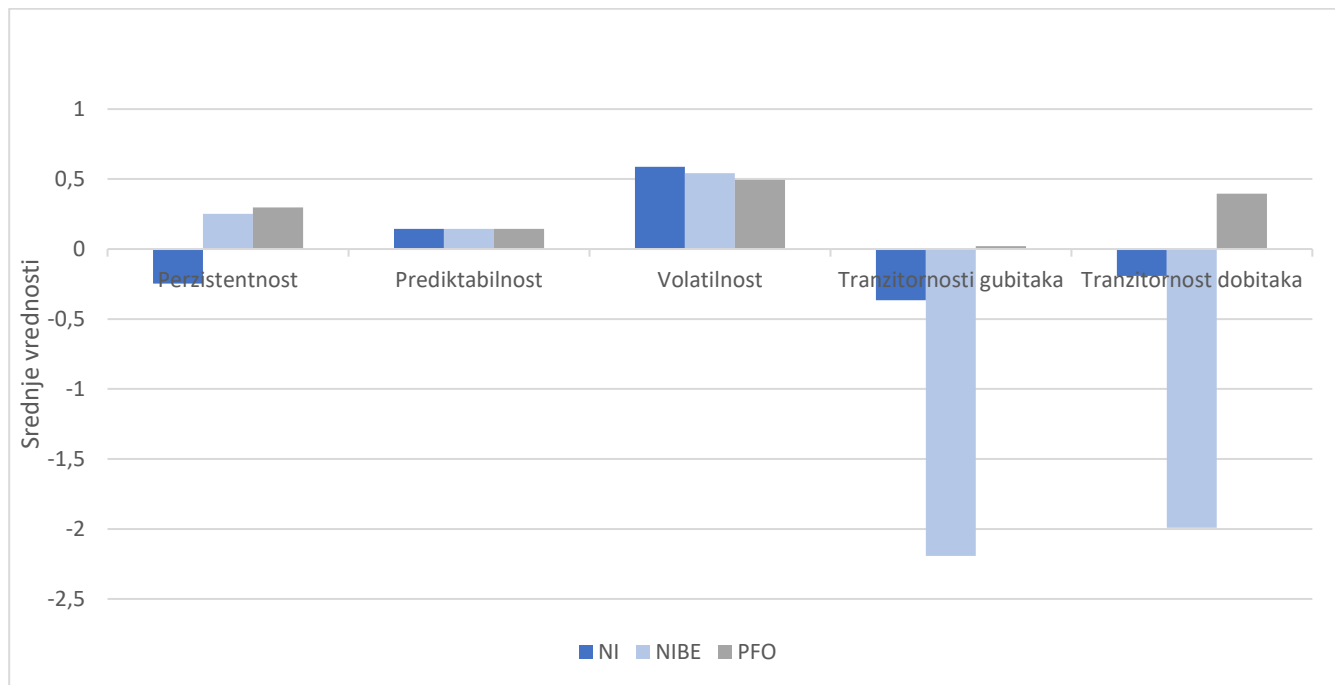
Posmatranjem medijane, umesto aritmetičke sredine, kao obeležja srednje vrednosti, primećuje se da reverzibilnost negativnih promena opada sa proširivanjem opsega definicije računovodstvenih rezultata, dok istovremeno raste učešće tranzitornih dobitaka. S toga bi se moglo zaključiti da značajan broj preduzeća najkonzervativnije odmerava rezultat iz poslovnih aktivnosti. Sa druge strane, negativne vrednosti medijane koeficijenata β_2 , pokazuju praksu blagovremenog priznavanja tranzitornih dobitaka, što navodi na zaključak da se „loše vesti“ podjednako brzo reflektuju na finansijske performanse kao i „dobre vesti“. Ujednačen tretman pozitivnih i negativnih promena, odnosno nepostojanja asimetričnosti u korist „loših vesti“, navodi na zaključak o delimičnoj primeni konzervativnog pristupa.

Neto rezultat, kao konačan ishod bilansa uspeha, ni po jednom posmatranom obeležju ne može se smatrati kvalitetnijom merom finansijskih performansi iz perspektive konzervativizma, pa se hipoteza H_{1a} ne može prihvatiti. Sa druge strane, testiranje značajnosti razlika u aritmetičkim sredinama tranzitornosti dobitaka/gubitaka, pokazalo je da nijedan oblik računovodstvenog rezultata nije dao statistički značajniju demonstraciju konzervativizma u odnosu na ostale.

U nastavku su grafički prikazani odnosi srednjih vrednosti pojedinačnih mera kvaliteta različitih oblika računovodstvenih rezultata kako bi se izveli zaključci u vezi sa testiranjem hipoteze H_1 .

Ako se pođe od toga da su pojedinačne mere kvaliteta definisane na način da najniže vrednosti pokazuju najveći nivo kvaliteta, jasno je da rezultati testiranja hipoteze H_1 nisu jednoznačni. Neto dobitak pre oporezivanja ne može se prihvatiti kao kvalitetnija mera finansijskih performansi u odnosu na dobitak iz poslovnih aktivnosti i neto dobitak pre ostali prihoda i rashoda, iz svih posmatranih perspektiva kvaliteta.

Slika 9. Uporedni prikaz srednjih vrednosti pojedinačnih mera kvaliteta za različite definicije računovodstvenih rezultata



Izvor: Izrada autora

Sa druge strane, nameće se i zaključak da nijedan od definisanih oblika rezultata nema nedvosmislenu dominaciju po pitanju kvaliteta u odnosu na druge. Ukoliko bi se prediktabilna sposobnost ocenjivala modelom u kome je zavisna varijabla neto novčani tok (poslednji ishod izveštaja o novčanim tokovima), a volatilitet kao poželjan (umesto nepoželjan) atribut kvaliteta, neto rezultat bi imao šansu da se izdvoji kao definicija rezultata koja ima informacionu superiornost sa aspekta najvećeg broja pojedinačnih mera kvaliteta. S obzirom da je testiranje razlika u aritmetičkim sredinama mera kvaliteta za pojedine oblike računovodstvenih rezultata pokazalo da razlike, uglavnom, nisu statistički značajne, opravdano je zasnivati agregatnu meru kvaliteta na bilo kom od ova tri pokazatelja finansijskih performansi, premda bi izbor trebalo zasnivati na vrsti odluke koju je potrebno doneti.

3.2.2 Obračunske komponente neto obrtnog kapitala u funkciji pravilnije alokacije novčanih tokova

Od svih definisanih pojedinačnih mera kvaliteta, kvalitet obračunskih veličina je jedini atribut koji se ne može staviti u kontekst poređenja različitih definicija računovodstvenog rezultata, s obzirom da posmatra vezu između obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti u tri uzastopna obračunska perioda. Kako je osnovna funkcija obračunskih komponenti objavljenih rezultata smanjenje informacione asimetrije i unapređivanje korisnosti finansijskih informacija kroz proširivanje informacione obuhvatnosti u odnosu na onu koja je imanentna realizovanim novčanim tokovima, u nastavku je definisana hipoteza čijim se testiranjem želi opravdati primena obračunske (u odnosu na gotovinsku) osnove u odmeravanju finansijskih performansi.

H₂: Promene neto obrtnog kapitala između dva sukcesivna obračunska perioda su adekvatna aproksimacija kratkoročnih obračunskih veličina, koje podižu kvalitet računovodstvenih rezultata kroz pravilniju alokaciju novčanih tokova.

Odabrani model za procenu kvaliteta obračunskih komponenti računovodstvenih rezultata polazi od promena neto obrtnog kapitala kao aproksimacije kratkoročnih obračunskih veličina, jer se novčani tokovi povezani sa neto obrtnom imovinom (kapitalom) realizuju, najčešće, u okviru posmatranog obračunskog perioda (jedne godine). Metodološki okvir zasniva se na pretpostavci da računovodstveni rezultati predstavljaju zbir dve komponente: novčanih tokova i obračunskih veličina (Accruals). Novčani tokovi realizovani u jednom periodu mogu se svrstati u tri kategorije (Dechow i Dichev, 2002, p. 37):

- CF_t^{t-1} - novčani tokovi čije je priznavanje u računovodstvenom rezultatu prethodilo njihovoj realizaciji (visina prihoda i rashoda priznatih u prethodnom periodu zasnovana je na proceni budućih novčanih tokova, zbog čega se u ovakvim situacijama pojavljuje rizik grešaka u procenjivanju);
- CF_t^t - novčani tokovi koji su priznti u računovodstvenom rezultatu i realizovani u istom obračunskom periodu i;
- CF_t^{t+1} - novčani tokovi čija je realizacija prethodila priznavanju u računovodstvenom rezultatu (realizovani novčani tokovi predstavljaju osnovu za procenjivanje budućih prihoda i rashoda, pa se i u ovim situacijama pojavljuje rizik od grešaka u procenjivanju).

Prva i treća komponenta tekućih novčanih tokova posledica su obračunskih veličina koje bi trebalo da podignu kvalitet računovodstvenih rezultata, povezivanjem prihoda i rashoda sa obračunskim periodima u kojima su nastale (ili se odlile) koristi za preduzeće, umesto sa trenutkom realizacije novčanih tokova.

U cilju boljeg sagledavanja veza između relevantnih promenljivih (računovodstvenih rezultata, novčanih tokova i obračunskih veličina), u Tabeli 28 prikazane su njihove deskriptivne statistike dobijene iz uzorka velikih srpskih preduzeća.

Deskriptivne mere pokazuju da su aritmetička sredina i medijana novčanih tokova iz poslovne aktivnosti i računovodstvenih rezultata pre dugoročnih obračunskih komponenti pozitivne i da, u proseku daju pozitivne ukupne obračunske veličine. Rezultati istraživanja koja koriste slične promenljive (npr. Barth, Cram and Nelson, 2001), ukazuju na postojanje negativnih prosečnih ukupnih obračunskih komponenti, koje opravdavaju činjenicom da one obuhvataju amortizaciju materijalne i nematerijalne imovine, pri čemu pribavljanje ove imovine uzrokuje novčane odlive koji se klasifikuju u okviru investicionih, a ne poslovnih aktivnosti. Kratkoročne obračunske komponente aproksimirane promenama u neto obrtnom kapitalu su u proseku pozitivne (0,016), što je u liniji sa rezultatima Dechow i Dichev (2002) čije obračunske komponente obrtnog kapitala imaju prosečnu vrednost 0,015. Trebalo bi napomenuti i da je prosečno učešće novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti u ukupnoj imovini veće u uzorcima iz Compustat baze (oko 0,08) u odnosu na uzorak velikih srpskih preduzeća (0,02) sa značajno manjom standardnom devijacijom (0,09 naspram 0,28).

Tabela 28. Deskriptivne mere računovodstvenih rezultata, novčanih tokova i obračunskih veličina velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Deskriptivne mere	$CFO_{i,t}$	$WCA_{i,t}$	$NIBE_{i,t}$	$EARN_{i,t}$	$ACCRUALS_{i,t}$
Srednja vrednost	0,021	0,016	0,046	0,041	0,025
Standardna devijacija	0,281	0,179	0,141	0,282	0,263
Prvi kvartil	0,025	0,011	0,045	0,042	0,025
Medijana	0,103	0,072	0,104	0,107	0,101
Treći kvartil	-1,668	-1,264	-0,903	-1,417	-8,339

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: $CFO_{i,t}$ je neto novčani tok iz poslovne aktivnosti preduzeća i u periodu t ; $WCA_{i,t}$ je obračunska komponenta neto obrtnog kapitala preduzeća i u periodu t , dobijena na način objašnjen u relaciji (51); $NIBE_{i,t}$ je neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i u periodu t (ova definicija je odabrana radi uporedivosti sa sličnim istraživanjima); $EARN_{i,t}$ je računovodstveni rezultat pre dugoročnih obračunskih komponenti preduzeća i u periodu t , koji je dobijen kao zbir ($CFO_{i,t} + WCA_{i,t}$); $ACCRUALS_{i,t}$ je ukupna obračunska komponenta računovodstvenog rezultata preduzeća i u periodu t , koja je dobijena kao razlika ($NIBE_{i,t} - CFO_{i,t}$). Sve veličine podeljene su sa prosečnom ukupnom imovinom u periodu t .

Izvor: Izrada autora

U Tabeli 29 ilustrovane su veze između promenljivih, prikazom Pirsonovih koeficijenata korelacije, čime je omogućeno i poređenje dobijenih rezultata sa sličnim istraživanjima. Pozitivna korelacija između tekućih novčanih tokova i rezultata pre dugoročnih obračunskih veličina (0,805) postoji i u originalnom radu (P. M. Dechow i Dichev, 2002), u kome je publikovana mera kvaliteta obračunskih veličina zasnovana na promenama u neto obrtnom kapitalu, i iznosi 0,73. Saglasnost postoji i u pozitivnoj korelaciji između rezultata pre dugoročnih obračunskih veličina $EARN_{i,t}$ i kratkoročnih obračunskih veličina $WCA_{i,t}$ (0,27 naspram 0,33 u originalnom radu), kao i u očekivanoj negativnoj korelaciji između novčanih tokova $CFO_{i,t}$ i kratkoročnih obračunskih veličina $WCA_{i,t}$ (-0,353 naspram -0,41). Ukupne obračunske veličine su visoko pozitivno korelisane sa obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala (0,497), što sugerise da promene neto obrtnog kapitala (koje služe kao aproksimacija kratkoročnih obračunskih komponenti računovodstvenih rezultata) objašnjavaju skoro 50% varijacija ukupnih obračunskih veličina.

Iako je korelacija između obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala tekućeg perioda i novčanih tokova narednog perioda bliska nuli i nije statistički značajna, ne treba izgubiti iz vida činjenicu da je $WCA_{i,t}$ negativno korelisana sa tekućim novčanim tokovima, dok su oni pozitivno korelisani sa budućim novčanim tokovima (0,19), što neutrališe očekivanu pozitivnu korelaciju $WCA_{i,t}$ sa budućim novčanim tokovima. U pomenutom radu (P. M. Dechow & Dichev, 2002), dobijena je čak negativna korelacija $WCA_{i,t}$ i CFO_{t+1} (-0,011) koja, takođe, nije statistički značajna. Iz tog razloga, testirani su parcijalni koeficijenti korelacije, kako bi se držale pod kontrolom varijacije u tekućim novčanim tokovima, koji su ukazali na slabu, ali statistički značajnu (na nivou značajnosti većem od 2,16%) pozitivnu korelaciju između $WCA_{i,t}$ i budućih novčanih tokova iz poslovne aktivnosti. Prema tome, model zasnovan na obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala dobro oslikava osnovne karakteristike obračunske osnove računovodstva dok računovodstveni rezultati pre dugoročnih obračunskih veličina kao i obračunske komponente neto obrtnog kapitala imaju sposobnost anticipiranja budućih novčanih tokova.

Tabela 29. Koeficijenti korelacije računovodstvenih rezultata, novčanih tokova i obračunskih veličina velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

	$NIBE_t$	CFO_t	CFO_{t-1}	CFO_{t+1}	WCA_t	$EARN_{t+1}$	$EARN_t$	$ACCR_t$
$NIBE_t$	1,000							
CFO_t	0,378*	1,000						
CFO_{t-1}	0,265*	0,190*	1,000					
CFO_{t+1}	0,296*	0,190*	0,163*	1,000				
WCA_t	0,236*	-0,353*	0,011	0,011	1,000			
$EARN_{t+1}$	0,364*	0,200*	0,176*	0,809*	0,056	1,000		
$EARN_t$	0,524*	0,805*	0,200*	0,197*	0,270*	0,232*	1,000	
$ACCR_t$	0,134*	-0,867*	-0,067	-0,048	0,497*	-0,023	-0,589*	1,000

Posmatrane promenljive definisane su kao i u Tabeli 28.

*Signifikantnost na nivou od 0,001

Izvor: Izrada autora

Polazeći od osnovne funkcije obračunskih veličina, teorijski i intuitivno, logično je očekivati pozitivnu i statistički značajnu korelaciju između ukupnih obračunskih veličina i budućih novčanih tokova. Tabela 29 prikazuje da u posmatranom uzorku, ova korelacija nije statistički značajna i da rezultat -0,048 nije u skladu sa očekivanjima, iako je sličan rezultat dobijen i u pomenutom uporednom istraživanju (-0,024). Međutim, ovaj rezultat takođe je posledica izrazito visoke negativne korelacije agregatnih obračunskih veličina sa tekućim novčanim tokovima (-0,867) koji su, sa druge strane, pozitivno korelisani sa budućim novčanim tokovima.

Tabela 30. Koeficijenti parcijalne korelacije obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala i ukupnih obračunskih veličina sa prošlim, tekućim i budućim novčanim tokovima velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Promenljive	WCA_t		$ACCRUALS_t$	
	Parc. koef. korel.	p-vrednost	Parc. koef. korel.	p-vrednost
CFO_{t-1}	0,066	0,012	0,1814	0,000
CFO_{t+1}	0,060	0,022	0,2163	0,000

Izvor: Izrada autora

U Tabeli 30 prikazani su parcijalni koeficijenti korelacije koji omogućavaju da se varijacije tekućih novčanih tokova drže pod kontrolom. Dakle, izolovanjem uticaja varijacija tekućih novčanih tokova, pokazano je da su ukupne obračunske veličine pozitivno (0,22) i statistički značajno korelisane sa budućim novčanim tokovima. S obzirom da obračunske veličine imaju i funkciju da omoguće da u tekućem računovodstvenom rezultatu budu priznati novčani tokovi realizovani u prethodnom periodu, na isti način, koeficijentima parcijalne korelacije, pokazana je njihova pozitivna korelacija sa prošlim novčanim tokovima (0,18), statistički značajna na svim nivoima značajnosti.

U sledećem koraku, regresija (52) u kojoj je zavisna promenljiva obračunska komponenta neto obrtnog kapitala u periodu t , a regresori novčani tokovi iz poslovne aktivnosti u periodima $t-1$, t i $t+1$, empirijski je verifikovana na svakom preduzeću iz uzorka. Dobijeni rezultati prikazani su u Tabeli 31.

Tabela 31. Rezultati ocenjivanja modela (52) zasnovanog na obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala na uzorku velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

$$WCA_{i,t} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i}CFO_{i,t-1} + \beta_{2,i}CFO_{i,t} + \beta_{3,i}CFO_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t}$$

Deskriptivne mere	$\beta_{1,i}$	$\beta_{2,i}$	$\beta_{3,i}$	AQ_i	Korigovani R_i^2
Srednja vrednost	0,118	-0,685	-0,258	0,072	0,446
Standardna devijacija	0,541	0,774	6,195	0,093	0,505
Prvi kvartil	-0,091	-0,902	-0,099	0,027	0,235
Medijana	0,050	-0,630	0,090	0,045	0,570
Treći kvartil	0,314	-0,335	0,332	0,080	0,856

Posmatrane promenljive definisane su na sledeći način: $\beta_{1,i}$, $\beta_{2,i}$ i $\beta_{3,i}$ su ocenjene vrednosti koeficijenata nagiba za preduzeće i , iz regresije (52) koji stoje uz objašnjavajuće promenljive $CFO_{i,t-1}$, $CFO_{i,t}$ i $CFO_{i,t+1}$ respektivno; AQ_i je procenjeni kvalitet obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala preduzeća i , aproksimiran standardnom devijacijom reziduala iz regresije (52); Korigovani R_i^2 je korigovani koeficijent determinacije regresije (52) za preduzeće i .

Izvor: Izrada autora

Deskriptivne mere ocenjenih vrednosti regresionih koeficijenata pokazuju da se oni značajno razlikuju između preduzeća (standardne devijacije se kreću u opsegu od 0,54 za $\beta_{1,i}$ do čak 6,19 za $\beta_{3,i}$). Ovakvi rezultati su očekivani, s obzirom da su obračunske veličine determinisane specifičnim karakteristikama preduzeća poput: veličine, dužine poslovnog ciklusa, volatilitnosti prodaje, volatilitnosti novčanih tokova i slično (o čemu će u narednim tačkama biti više reči). Uočljivo je i da prošli, tekući i budući novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti u proseku objašnjavaju oko 45% varijacija obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala. Rezultati su konzistentni sa teorijskim pretpostavkama da su obračunske komponente negativno povezane sa tekućim novčanim tokovima a pozitivno sa novčanim tokovima prethodnog obračunskog perioda. Iako je prosečna vrednost ocenjenog koeficijenta $\beta_{3,i}$ negativna, što bi sugerisalo negativnu vezu između tekućih promena u neto obrtnom kapitalu i budućih novčanih tokova, ne sme se prenebregnuti činjenica da ovaj koeficijent ima najveći varijabilitet, kao i da u nešto manje od 75% analiziranih preduzeća postoji pozitivna veza između ove dve promenljive, što znači da je njegova prosečna vrednost pod velikim uticajem ekstremnih vrednosti (minimalna vrednost ovog koeficijenta u uzorku je čak -90,28). Rezultati, u svakom slučaju, potvrđuju hipotezu o značajnosti kratkoročnih obračunskih veličina u pravilnijoj alokaciji novčanih tokova, a u cilju podizanja kvaliteta informacija sadržanih u objavljenim računovodstvenim rezultatima.

4. Definisanje agregatne mere kvaliteta i rangiranje preduzeća

Definisanje agregatne mere podrazumeva konstruisanje jednog pokazatelja koji sublimira veći broj različitih aspekata kvaliteta a koji bi mogao da posluži mnogobrojnim ciljevima. Na osnovu dobro utemeljenog agregatnog pokazatelja kvaliteta finansijskih izveštaja, moguće je analizirati uticaj primene nacionalnih legislativa u računovodstvenom domenu, upoređivati nivo kvaliteta finansijskih izveštaja privreda u razvoju sa nivoom kvaliteta finansijskih izveštaja u razvijenim tržišnim ekonomijama, izvoditi zaključke o privrednim sektorima čiji poslovni ciklus pogoduje proizvodnji kvalitetnijih finansijskih informacija, definisati skup individualnih karakteristika preduzeća koje opredeljujuće utiču na nivo kvaliteta informacija

publikovanih u finansijskim izveštajima, izvršiti selekciju preduzeća iz aspekta pouzdanosti njihovih finansijskih izveštaja kod donošenja investicionih i drugih poslovnih odluka i slično.

Dobro konstruisana agregatna mera kvaliteta sadrži veći broj pokazatelja kvaliteta koji se međusobno ne preklapaju u uglovima posmatranja kretanja i ponašanja objavljenih finansijskih performansi. Zbog toga je, pre postavljanja konačnog skupa pojedinačnih aspekata kvaliteta koji čini agregatnu meru, neophodno ispitati njihove međusobne odnose kako se ne bi desilo da se informacioni doprinos jednog atributa kvaliteta neutrališe dejstvom drugog atributa, ali i da bi se utvrdilo postoje li među njima mere koji na različit način prate isti obrazac ponašanja računovodstvenih rezultata. Za agregatnu meru kvaliteta je, takođe, važno da njeni strukturni elementi budu definisani na način koji omogućava njenu nedvosmislenu interpretaciju, što je moguće samo ako svi imaju isti smer delovanja na nivo kvaliteta koji se želi oceniti.

U prethodnim tačkama detaljno je definisana metodologija dobijanja pojedinačnih mera kvaliteta, izračunate su njihove vrednosti za svako preduzeće iz uzorka posebno i prikazane njihove osnovne statističke (deskriptivne) karakteristike. Dobijeni rezultati nisu u celini uporedivi sa dosadašnjim istraživanjima iz nekoliko razloga. Prvi razlog je što su slična istraživanja sprovedena na značajno većim uzorcima koji obuhvataju preduzeća visokorazvijenih zapadnoevropskih zemalja i SAD. Drugi razlog se odnosi na to da je agregatna mera izvedena za neto rezultat pre neuobičajenih i retkih prihoda i rashoda (extraordinary items) za koje postoji veliki stepen verovatnoće da se u narednim periodima neće pojavljivati, što je definicija rezultata koja se ne može poistovetiti sa definicijama korišćenim u ovom istraživanju: neto rezultatom pre oporezivanja i neto rezultatom pre ostalih prihoda i rashoda. Treći razlog su razlike u metodologiji dobijanja pojedinačnih atributa kvaliteta, s obzirom da su u ovom istraživanju prioritet imali modeli koji se mogu primeniti na jedini dostupni oblik podataka - publikovane finansijske izveštaje, čija je forma i sadržina uređena nacionalnim pravnim aktima Republike Srbije. Konačno, nedostupnost podataka sa tržišta kapitala, usled njegove nerazvijenosti sa jedne strane, i male zastupljenosti preduzeća iz uzorka na tom tržištu, sa druge strane, restriktivno je delovalo na implementaciju reakcija sa tržišta kapitala u proceni kvaliteta informacija publikovanih u finansijskim izveštajima. Zbog toga su pronađeni alternativni načini da se mere kvaliteta, koje su tradicionalno tržišno utemeljene, definišu na bazi računovodstvenih informacija. U Tabeli 32 prikazani su koeficijent korelacije pojedinačnih mera kvaliteta kako bi se proverila opravdanost njihovog uključivanja u agregatnu meru.

Prikazani rezultati korelacione analize upućuju na nekoliko zaključaka. Uspešnija preduzeća imaju manje relativno učešće ostalih i finansijskih rezultata u neto dobitku (negativni a statistički značajni koeficijenti korelacije između relativnog učešća neto dobitka u ukupnoj imovini i relativnog učešća ostalih i finansijskih rezultata u neto rezultatu) što znači da njihov rentabilitetni potencijal dominantno izvire iz efikasnog i efektivnog obavljanja osnovne delatnosti, ali i da im je neto rezultat u manjoj meri opterećen troškovima kamata. Ako se uzme u obzir da su pojedinačne mere kvaliteta definisane na način da veća vrednost pokazatelja ukazuje na niži kvalitet, jasno je i da uspešnija preduzeća objavljuju kvalitetnije finansijske informacije po skoro svim aspektima kvaliteta (negativni koeficijenti korelacije između neto dobitka i pojedinačnih mera kvaliteta ukazuju na to da se sa povećanjem učešća neto dobitka u ukupnoj imovini smanjuju vrednosti atributa kvaliteta odnosno povećava se kvalitet objavljenog neto dobitka). Činjenicom da banke, prilikom odobravanja kredita, zahtevaju više

različitih oblika obezbeđenja potraživanja, te da neispunjavanje obaveze po osnovu kredita ima značajne posledice po preduzeće (uključujući moguće blokade računa pa čak i stečaj), delimično se može objasniti rezultat da preduzeća sa većim učešćem finansijskih rashoda (koji kod dugoročnih kredita nemaju tranzitorni karakter) imaju manju volatilitet neto rezultata (negativan koeficijent korelacije između učešća finansijskih rezultata u neto rezultatu i volatiliteti).

Tabela 32. Koeficijenti korelacije pojedinačnih mera kvaliteta

	<i>NI</i>	<i>OR/NI</i>	<i>FR/NI</i>	<i>PERS_{NI}</i>	<i>PRED_{NI}</i>	<i>VOL_{NI}</i>	<i>AQ</i>	<i>CONS_{NI}</i>
<i>Deo A: Spermanovi koeficijenti korelacije</i>								
<i>NI</i>	1,000							
<i>OR/NI</i>	-0,374*	1,000						
<i>FR/NI</i>	-0,553*	0,572*	1,000					
<i>PERS_{NI}</i>	-0,125	0,572*	0,029	1,000				
<i>PRED_{NI}</i>	-0,103	-0,075	-0,012	0,097	1,000			
<i>VOL_{NI}</i>	0,104	-0,090	-0,129	-0,319*	-0,249*	1,000		
<i>AQ</i>	-0,099	0,053	0,048	0,003	0,526*	0,019	1,000	
<i>CONS_{NI}</i>	0,072	-0,009	0,019	-0,071	-0,070	-0,115	-0,055	1,000
<i>Deo B: Pirsonovi koeficijenti korelacije</i>								
<i>NI</i>	1,000	-0,021	-0,139*	-0,086	0,216*	-0,080	-0,233*	-0,005
<i>OR/NI</i>		1,000	0,489*	-0,033	-0,029	-0,039	-0,051	0,026
<i>FR/NI</i>			1,000	-0,030	-0,035	-0,138*	-0,001	0,012
<i>PERS_{NI}</i>				1,000	0,086	-0,288*	0,026	-0,078
<i>PRED_{NI}</i>					1,000	-0,135*	0,210*	0,011
<i>VOL_{NI}</i>						1,000	0,182*	0,038
<i>AQ</i>							1,000	-0,021
<i>CONS_{NI}</i>								1,000

Varijable su definisane na sledeći način: *NI* je prosečna vrednost neto rezultata pre oporezivanja (podeljena sa prosečnom ukupnom imovinom) preduzeća i za period 2009-2017; *OR/NI* je prosečno učešće ostalih rezultata (razlika između ostalih prihoda i rashoda) u neto rezultatu pre oporezivanja preduzeća i u periodu 2009-2017 (pokazatelj je dobijen kao prosek odnosa između apsolutne vrednosti ostalih rezultata i apsolutne vrednosti neto rezultata pre oporezivanja); *FR/NI* je prosečno učešće finansijskih rezultata (razlika između finansijskih prihoda i rashoda) u neto rezultatu pre oporezivanja preduzeća i u periodu 2009-2017 (pokazatelj je dobijen kao prosek odnosa između apsolutne vrednosti finansijskih rezultata i apsolutne vrednosti neto rezultata pre oporezivanja); *PERS_{NI}* je pokazatelj perzistentnosti neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i dobijen prema metodologiji iz jednačina (36) i (39); *PRED_{NI}* je pokazatelj prediktabilnosti neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i dobijen prema metodologiji iz jednačina (42) i (45); *VOL_{NI}* je pokazatelj volatiliteti neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i dobijen prema metodologiji iz jednačine (48); *AQ* je pokazatelj kvaliteta obračunskih veličina preduzeća i dobijen prema metodologiji iz jednačina (51), (52) i (53); *CONS_{NI}* je pokazatelj konzervativizma neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i dobijen prema metodologiji iz jednačina (54) i (57).

*statistički značajno na nivou od 5%

Izvor: Izrada autora

Kada su u pitanju međusobni odnosi pojedinačnih mera kvaliteta, većina mera je pozitivno korelisana pri čemu ta korelacija nije statistički značajna. Najveći stepen (Spermanove) pozitivne korelacije postoji između prediktabilne sposobnosti i kvaliteta obračunskih veličina (0,526). Gaio, (2010) je u sličnom istraživanju, na međunarodnom uzorku, dobila čak i veći

koeficijent korelacije između ova dva pokazatelja (0,544 Spearmanova korelacija i 0,338 Pirsonova korelacija). U kontekstu suštine definicija ovih mera kvaliteta, može se zaključiti da veći kvalitet obračunskih veličina neto obrtnog kapitala (koji je imanentan uspešnijim preduzećima - koeficijent korelacije između neto rezultata i kvaliteta obračunskih veličina je statistički značajan i negativan) povećava sposobnost neto dobitaka u predviđanju novčanih tokova. Drugi po veličini stepen korelacije postoji između volatilnosti neto rezultata sa jedne strane i njegove perzistentnosti i prediktabilnosti sa druge strane. Iako je nivo korelacije prihvatljiv sa aspekta agregatne mere kvaliteta (ispod 0,4), negativan a statistički značajan predznak koeficijenta korelacije ukazuje na potrebu da se, u konkretnom uzorku, razmotri mogućnost definisanja agregatne mere u kojoj bi se volatilnost posmatrala kao poželjan (umesto kao nepoželjan) atribut kvaliteta, jer dobijeni rezultati govore u prilog zaključku da preduzeća čiji je iskazani neto rezultat u funkciji vremena uravnoteženiji, nemaju održive finansijske performanse koje su pouzdana osnova za predviđanje budućih novčanih tokova.

Sprovedena korelaciona analiza pokazuje da je opravdano uključivanje svih definisanih pojedinačnih mera u agregatnu meru kvaliteta, s obzirom da, iako postoji slabija korelacija između pojedinih atributa, verovatno izazvana zajedničkim varijablama u modelima njihove procene, svaka od njih komunicira drugačiji aspekt ponašanja računovodstvenih rezultata i unapređuje informacionu korisnost agregatne mere kvaliteta.

Shodno tome, agregatna mera kvaliteta objavljenih finansijskih performansi izvedena je prema metodologiji Gaio (2010), po algoritmu koji je opisan u nastavku:

- Preduzeća su rangirana po svakoj pojedinačnoj meri kvaliteta na način da je najmanjoj vrednosti atributa kvaliteta dodeljen najmanji rang, a najvećoj vrednosti atributa kvaliteta najveći rang;
- Kako u uzorku ima 215 preduzeća, najmanji dodeljeni rang je 1, a najveći 215;
- Nakon dobijenih rangova za svaku pojedinačnu meru kvaliteta, u sledećem koraku su, na nivou svakog preduzeća, sabrani rangovi pet različitih mera kvaliteta;
- Agregatna mera kvaliteta finansijskih izveštaja za pojedinačno preduzeće iz uzorka dobijena je kao prosek rangova pojedinačnih mera kvaliteta, na način opisan jednačinom (61).

$$AEQ_{i,NI} = \frac{RANK(PERS_{i,NI})+RANK(PRED_{i,NI})+RANK(VOL_{i,NI})+RANK(AQ_i)+RANK(CONS_{i,NI})}{5} \quad (61)$$

gde je:

$AEQ_{i,NI}$ - agregatna mera kvaliteta (Aggregate Earnings Quality Measure) objavljenog neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i ;

$RANK$ - funkcija rangiranja definisana tako da najniža vrednost ranga odgovara najnižoj numeričkoj vrednosti, a najviša vrednost ranga najvišoj numeričkoj vrednosti;

$PERS_{i,NI}$, $PRED_{i,NI}$, $VOL_{i,NI}$, AQ_i i $CONS_{i,NI}$ - pojedinačne mere kvaliteta objavljenog neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i , definisane kao i u Tabeli 32.

U nastavku je definisana hipoteza koja ima za cilj preciziranje aspekata kvaliteta koje pokriva agregatna mera, odnosno definisanje njenih informacionih ograničenja.

H₃: Agregatna mera kvaliteta objavljenih neto rezultata ne koincidira nužno sa kvalitetom finansijskih performansi preduzeća.

U cilju boljeg sagledavanja informacionih dometa agregatne mere, u narednim tabelama prikazane su prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta objavljenih neto rezultata pre oporezivanja, po različitim kategorijama.

Tabela 33. Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta po privrednim sektorima

Oznaka sektora	Naziv sektora	Broj preduzeća	Prosečna AEQ
C	Prerađivačka industrija	93	110,94
G	Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala	66	101,61
J+ M+R	Informisanje i komunikacije + Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti + Umetnost, zabava i rekreacija	12	115,40
H	Saobraćaj i skladištenje	10	95,82
F	Građevinarstvo	13	117,31
D+E	Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija + Snabdevanje vodom, upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti	10	104,10
B	Rudarstvo	5	125,00
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	6	110,37
	Ukupno	215	108,00 (sd 26,49)

Izvor: Izrada autora

Prosečna vrednost agregatnih mera kvaliteta svih preduzeća iz uzorka je 108, pri čemu je heterogenost uzorka sa aspekta agregatne mere veoma izražena jer je standardna devijacija 26,49. Najniža vrednost agregatne mere je 46,8 (ona simbolizuje najveći kvalitet) a najviša zabeležena vrednost je 195 (najniži kvalitet).

Privredni sektori koji beleže povoljniju prosečnu vrednost agregatne mere (nižu od proseka uzorka) su Saobraćaj i skladištenje (95,82), Trgovina (101,61) i Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i vodom (104,1). Najniži kvalitet objavljenih finansijskih performansi zabeležio je sektor Rudarstva (125).

Tabela 33a. Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta po učestalosti pojave neto gubitaka

Broj godina u kojima je NI < 0	0	1-2	3-5	>5	Σ
Broj preduzeća	109	56	28	22	215
Prosečna AEQ	100,79	109,69	116,28	128,89	108,00

Izvor: Izrada autora

Iz prikazane analize uočljivo je da se sa povećanjem učestalosti pojave neto gubitaka smanjuje kvalitet informacija o neto rezultatima, jer preduzeća koja u analiziranom periodu nisu zabeležila gubitke imaju prosečnu agregatnu meru kvaliteta 100,79 (ispod uzoračkog proseka),

dok se prosečna vrednost agregatne mere kod preduzeća koja su zabeležila gubitak u 5 ili više godina penje na čak 128,89. Ukrštanje kategoričkih promenljivih za dva najzastupljenija sektora i učestalost pojave neto dobitaka pokazalo je da 42% preduzeća iz prerađivačke delatnosti nije zabeležilo gubitke u analiziranom periodu (33% preduzeća je imalo gubitke u jednoj ili dve godine u okviru posmatranog perioda) dok je taj procenat kod preduzeća koja obavljaju trgovinsku delatnost oko 67% (17% preduzeća je imalo gubitke u jednoj ili dve godine u okviru posmatranog perioda). Imajući to u vidu, može se detektovati jedan razlog usled koga preduzeća iz trgovinske delatnosti publikuju kvalitetnije informacije o finansijskim performansama.

Tabela 33b. Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta prema dužini operativnog ciklusa

Dužina operativnog ciklusa	do 90 dana	91-180 dana	preko 180 dana	Σ
Broj preduzeća	68	98	49	215
Prosečna AEQ	101,00	108,93	115,85	108,00

Izvor: Izrada autora

Dužina operativnog ciklusa merena zbirom dana trajanja obrta zaliha i dana trajanja obrta kratkoročnih potraživanja, uslovljena je prirodom osnovne delatnosti preduzeća ali i efikasnošću upravljanja imovinom. Iz Tabele 33b. vidi se da sa povećanjem dužine operativnog ciklusa raste i agregatna mera, odnosno da su publikovane finansijske performanse održivije i mogu se pouzdanije proceniti u preduzećima sa kraćim operativnim ciklusom. Dužina operativnog ciklusa, ipak, ne dovodi do drastičnih razlika u prosečnoj vrednosti agregatne mere kao što je to slučaj sa učestalošću pojave gubitaka. U analiziranom uzorku najkraći prosečni operativni ciklus imaju sektori Saobraćaja, Informisanja, komunikacije, nauke i umetnost i Snabdevanje električnom energijom i vodom. Najduži operativni ciklus ima Građevinarstvo (178 dana). Najzastupljeniji sektori u uzorku, sektor Prerađivačke industrije i Trgovine imaju približno istu dužinu operativnog ciklusa od oko 160 dana. S obzirom da ovi sektori ipak beleže značajne razlike u visini prosečne agregatne mere kvaliteta, očigledno je da dužina operativnog ciklusa nije determinanta koja je fundamentalno opredeljuje. Dobrom pozicioniranju u kvalitetu obavljenih finansijskih informacija preduzeća iz oblasti saobraćaja doprinela je kombinacija faktora među kojima je i to što 5 od 10 preduzeća zastupljenih u uzorku nije zabeležilo gubitke, pri čemu je priroda delatnosti takva da prosečan operativni ciklus traje oko 78 dana.

Tabela 33c. Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta prema visini učešća neto rezultata u ukupnoj imovini

Prosečno učešće <i>NI</i> u ukupnoj imovini	<0	do 5%	5%-10%	10%-15%	15%-20%	>20%	Σ
Broj preduzeća	51	57	57	25	16	9	215
Prosečna AEQ	121,07	97,86	101,46	114,61	116,41	106,22	108,00

Izvor: Izrada autora

Poređenjem prosečne vrednosti agregatne mere preduzeća koja su klasifikovana prema učešću neto rezultata u ukupnoj imovini (aktivni), mogu se izvući dva važna zaključka o agregatnoj

meri kao pokazatelju kvaliteta. Prvi je u saglasnosti sa podacima koji pokazuje Tabela 33a. i odnosi se na to da preduzeća čiji je prosečan neto rezultat u posmatranom periodu negativan, imaju najveću prosečnu agregatnu meru, odnosno najlošiji kvalitet objavljenih finansijskih performansi. Međutim, to ne znači da preduzeća koja su ostvarivala najviše prosečne relativne rezultate imaju i najbolji kvalitet objavljenih neto dobitaka. Iz prikaza u Tabeli 33c. vidi se da najbolju prosečnu agregatnu meru (97,86) imaju preduzeća čije je učešće neto dobitka u ukupnoj imovini do 5%. S obzirom da je prosečno relativno učešće neto dobitka na nivou posmatranog uzorka 4,67%, u srpskoj privredi su, skromni pozitivni neto dobitci, najmanje podložni promenama i ne iziskuju velike napore preduzeća da ih održe. Prosečna agregatna mera preduzeća čije relativno učešće neto dobitaka ne prelazi 10% je ispod proseka za ceo uzorak, što znači da veliki srpski privredni subjekti nisu imali kapacitet da naprave značajnije iskorake u povećanju relativno niskih neto dobitaka tokom vremena. Kako raste učešće neto dobitka u ukupnoj imovini, sve se više smanjuje sposobnost preduzeća da dostignuti nivo finansijskih performansi održe u narednim periodima, na šta ukazuje postepeno povećanje prosečne agregatne mere. Izuzetak su preduzeća koja su imala superiorna rentabilitetna ostvarenja (prosečno učešće neto dobitka u ukupnoj imovini preko 20%) čija prosečna agregatna mera (106,22) ukazuje da su iskazani visoki neto dobitci istovremeno bili i kvalitetni. Iz toga sledi drugi zaključak - da agregatna mera, sama po sebi, nije pokazatelj profitabilnosti, niti se na osnovu nje može vršiti rangiranje preduzeća sa aspekta očekivanih prinosa na izvršena ulaganja, što je na liniji prihvatanja hipoteze H_3 .

Tabela 33d. Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta prema pravnoj formi

<i>Pravna forma</i>	JP	DOO	AD	OSPL	Σ
Broj preduzeća	12	157	42	4	215
Prosečna AEQ	99,58	107,93	108,69	128,70	108,00

Gde je: JP - javna preduzeća; DOO – društva sa ograničenom odgovornošću; AD – akcionarska društva i OSPL – ogranci stranih pravnih lica.

Izvor: Izrada autora

Tabela 33d pokazuje prosek agregatnih mera kvaliteta preduzeća klasifikovanih prema pravnoj formi. Rezultat koji se odnosi na to da najkvalitetnije informacije o finansijskim performansama publikuju javna preduzeća, na prvi pogled, deluje paradoksalno. Naime, poznato je da javna preduzeća, iako imaju veliki ekonomski značaj jer su prisutna u ključnim infrastrukturnim delatnostima, po pravilu ispoljavaju manji stepen efikasnosti u korišćenju poverenih im resursa i lošije finansijske performanse od preduzeća privatnog sektora. Istraživanja su pokazala da su javna preduzeća u Republici Srbiji generatori javnog duga, da pokriće njihovih dugova značajno opterećuju državni budžet, da imaju negativne novčane tokove iz poslovne aktivnosti, negativne stope prinosa na vlasnički kapital, negativan finansijski leveridž i da kontinuirano iskazuju gubitke. Osim što su sa njima povezani visoki operativni i finansijski rizici koji se prelivaju i na jedan deo privrede, indikatori (za period 2007-2013) su ukazali i na postojanje nezanemarljivih rizika od manipulacija u finansijskim izveštajima (više o ovome videti u: Malinic (2015)). Nameće se pitanje, zbog čega je agregatna mera pokazala najveći kvalitet objavljenih finansijskih performansi upravo kod javnih preduzeća, kad za to očigledno nema osnova, i koji aspekt kvaliteta pokriva agregatna mera? Odgovor na ovo pitanje zahteva detaljniju analizu poduzorka javnih preduzeća.

U uzorku velikih srpskih preduzeća našlo se dvanaest, po veličini imovine i ostvarenih prihoda, najvećih javnih preduzeća. U analiziranom periodu, samo tri javna preduzeća nisu iskazivala gubitke, šest je iskazalo gubitke u jednoj do dve godine, a tri preduzeća su gubitke imala u više od 5 godina. Kod četiri javna preduzeća prosečan rezultat u posmatranom periodu je bio negativan, dok su ostala preduzeća ostvarivala dobitke čije prosečno učešće u ukupnoj imovini nije prelazilo 10% (četiri preduzeća su imala prosečno učešće neto dobitka do 5% a preostala četiri između 5% i 10%). Među njima su tri preduzeća čije ukupne prosečne obaveze nadilaze prosečnu imovinu (imaju i negativne prosečne stope prinosa na ukupnu imovinu i kapital), dok u šest preduzeća prosečni rasio ukupnih obaveza i ukupne imovine ne prelazi 0,5. Sudeći po ovim indikatorima, zaključak o turobnim finansijskim performansama javnih preduzeća generalno, ne odnosi se na sva pojedinačna javna preduzeća, iako ni među najvećima, nema onih koji ostvaruju zavidne rezultate. Agregatna mera kvaliteta javnih preduzeća ima najveću standardnu devijaciju od 35,70 uslovljenu velikim rasponom između minimalne (46,8) vrednosti agregatne mere i maksimalne (169,2) vrednosti agregatne mere, i malom veličinom poduzorka. To je, zajedno uzevši, dovoljan razlog da se zaključak o visokom kvalitetu objavljenih finansijskih performansi javnih preduzeća uzme sa velikom rezervom.

Sa druge strane, zabrinjavajući je i podatak da je od svih velikih javnih preduzeća iz uzorka, samo trećina, u poslednje dve godine analiziranog perioda, dobila pozitivna mišljenja revizora za publikovane finansijske izveštaje, koji pružaju razuman stepen uveravanja da njihovi finansijski izveštaji prikazuju istinito i objektivno, po svim značajnim pitanjima, finansijsku poziciju i rezultate poslovanja preduzeća, u skladu sa računovodstvenim propisima Republike Srbije. Kod preostalih osam preduzeća, revizori su, u poslednje dve godine analiziranog perioda, formirali modifikovano mišljenje, dominantno mišljenje sa rezervom (kod sedam preduzeća), dok se kod jednog preduzeća revizor uzdržao od mišljenja zbog narušene pretpostavke o stalnosti poslovanja. Dakle, finansijski izveštaji većine javnih preduzeća iz uzorka imaju manjkave finansijske izveštaje po određenim, materijalno značajnim stavkama, što podrazumeva odsustvo usaglašenosti finansijskih izveštaja sa zakonskim i profesionalnim okvirom. Osim što ovakvi finansijski izveštaji pokazuju nemar države prema kvalitetnom finansijskom izveštavanju preduzeća čiji je vlasnik, vrlo su diskutabilni i rezultati bilo kakve analize koja se zasniva na finansijskim izveštajima čija je istinitost i objektivnost dovedena u pitanje. Iz toga proizilazi da agregatna mera kvaliteta nikako nije pokazatelj aspekta kvaliteta koji je predmet ocenjivanja eksterne revizije finansijskih izveštaja.

Dakle, javna preduzeća niti imaju visoko kvalitetne finansijske izveštaje sa aspekta usklađenosti sa Zakonom o računovodstvu i Međunarodnim standardima finansijskog izveštavanja, niti su visoko profitabilna. Činjenica da je njihovo poslovanje od strategijskog značaja za funkcionisanje čitave nacionalne ekonomije (polovina javnih preduzeća iz uzorka pripada sektorima Snabdevanja električnom energijom i vodom), da nisu prinuđena da učestvuju u konkurentskim utakmicama kao preduzeća iz privatnog sektora, da tražnja za njihovim proizvodima i uslugama nije podložna uticajima sa tržišta, kao i da uživaju veliku zaštitu države, daje im privilegovanu stabilnost koju ne uživa većina ostalih privrednih subjekata. U devetogodišnjem analiziranom periodu, standardna devijacija prihoda od prodaje javnih preduzeća (0,00-0,19) je bila značajno ispod prosečne standardne devijacije ovih prihoda na nivou uzorka (0,50) što govori u prilog zaključku o stabilnosti njihovih prihoda iz operativnih aktivnosti. Odgovornost za izraženu disproporciju između stabilnih uslova

poslovanja i loših finansijskih performansi javnih preduzeća svakako je na menadžmentu ovih preduzeća koji ne ispoljava dovoljan nivo kompetencija da, racionalnim trošenjem poverenih im resursa (na strani rashoda) napravi pozitivne promene u neto rezultatima. Stoga je razloge dobrog agregatnog pokazatelja kvaliteta moguće pronaći samo u održivosti i predvidivosti visine gubitaka, odnosno vrlo skromnih profitabilnih ostvarenja javnih preduzeća, pri čemu se takva vrsta kontinuiteta može smatrati indikatorom zapostavljenog kvaliteta korporativnog upravljanja i neadekvatnih sistema internih i eksternih kontrola u ovim preduzećima.

Poduzorak javnih preduzeća poslužio je kao osnova za izvođenje razumnog nivoa dokaza za prihvatanje hipoteze H_3 . Iz ove analize moguće je podvući ograničenja povezana sa agregatnom merom kao i zaključak o aspektima kvaliteta koje pokriva:

- Agregatna mera kvaliteta ne meri stepen usaglašenosti informacija objavljenih u finansijskim izveštajima sa propisanim okvirom finansijskog izveštavanja, već je ovaj aspekt kvaliteta finansijskih izveštaja podrazumevani preduslov koji mora biti ispunjen kako bi agregatna mera mogla vršiti svoju informacionu funkciju u proceni drugih aspekata kvaliteta. To znači da ju je neophodno izvoditi na bazi finansijskih izveštaja za koje postoji razuman nivo uveravanja da istinito i objektivno prikazuju finansijsku poziciju i rezultate preduzeća. Ukoliko to nije slučaj, agregatna mera, kao ni bilo koja druga vrsta analize, ne može biti pouzdana osnova za izvođenje validnih zaključaka i donošenje adekvatnih odluka.
- Agregatna mera, koja sa zasniva na objavljenim računovodstvenim rezultatima, nije instrument koji omogućava poređenje preduzeća prema visini ostvarenih relativnih ili apsolutnih finansijskih performansi, te ne može, sama po sebi, biti osnov za donošenje odluka o alokaciji resursa. Iako ona ima ograničene sposobnosti da, u prvom krugu, detektuje preduzeća sa ozbiljnim finansijskim problemima, aspekti kvaliteta koje obuhvata je onemogućavaju da prepozna preduzeća sa izvrsnim rentabilitetnim ostvarenjima pogotovu u situacijama kada su takva ostvarenja, u celini ili delimično, tranzitornog karaktera ili kada ih ne karakteriše visok stepen održivosti. Ovakve okolnosti uslovljavaju da preduzeća sa skromnim neto dobitima mogu imati bolji agregatni pokazatelj kvaliteta publikovanih informacija od preduzeća čija je profitabilnost daleko veća ali i volatilnija.
- Uzimajući u obzir da je agregatna mera, najvećim delom, izvedena iz osobina koje računovodstveni rezultati ispoljavaju u svom ponašanju kroz vreme, ispravan način njenog korišćenja i interpretiranja odnosi se isključivo na aspekt kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima u kontekstu njihove korisnosti u procenivanju budućih finansijskih performansi. Ovaj aspekt kvaliteta nije pokriven eksternom revizijom finansijskih izveštaja, a svakako donosi dodatne informacione inpute u odnosu na sve ostale tehnike koje se koriste u analizi finansijskih izveštaja. Agregatna mera omogućava poređenje različitih preduzeća iz perspektive rizika održivosti objavljenih računovodstvenih rezultata, bez obzira na to da li su oni niski ili visoki, odnosno pokazuje u kojoj meri su publikovane finansijske informacije (pod pretpostavkom njihove istinitosti i objektivnosti) pouzdana osnova za procenjivanje njihove visine u budućnosti.

5. Definisane i empirijska verifikacija uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta

5.1 Determinante agregatne mere kvaliteta objavljenih neto rezultata

Istraživanje Gaio (2010) koje je obuhvatilo 7.215 preduzeća iz 38 zemalja širom sveta pokazalo je da individualne karakteristike preduzeća imaju dominantnu ulogu u objašnjavanju kvaliteta objavljenih finansijskih performansi jer se, u zavisnosti od specifikacije, njima može objasniti između 30% i 35% varijacija u agregatnoj meri kvaliteta. Promenljive koje aproksimiraju karakteristike zemalja (ekonomska razvijenost, tržišna kapitalizacija i nivo zaštite investitora) imaju značajno manju eksplanatornu moć (svega 8,5%) ali je zanimljivo i to da u zemljama u razvoju individualne karakteristike preduzeća mogu da objasne do 5% više varijacija u agregatnoj meri nego u razvijenim privredama. Bez obzira na to što se agregatna mera definisana u ovom istraživanju razlikuje od agregatnog pokazatelja koji je korišćen u gore navedenom istraživanju, može se očekivati da će individualne karakteristike preduzeća imati sličnu eksplanatornu moć ali i da će se, zbog specifičnosti agregatne mere i konteksta istraživanja, skup individualnih karakteristika sa navećim objašnjavajućim performansama, po strukturi razlikovati od skupa promenljivih definisanih u međunarodnim studijama. Zbog toga je u nastavku definisana hipoteza kojom se želi proveriti opšti uticaj individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru ali i definisati skup karakteristika koje se mogu smatrati dominantnim determinantama kvaliteta objavljenih finansijskih informacija velikih preduzeća Republike Srbije.

H₄: Nivo kvaliteta informacija o finansijskim performansama determinisan je individualnim karakteristikama preduzeća (veličinom, volatilnošću novčanih tokova, volatilnošću stope prinosa na ukupna ulaganja, učestalošću pojave gubitaka, stepenom zaduženosti i pripadnošću privrednom sektoru).

Agregatna mera kvaliteta je jedinstveni numerički pokazatelj svojstven pojedinačnim preduzećima koji pokriva ceo analizirani vremenski period, usled čega evaluacija uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru podrazumeva korišćenje ekonometrijske metodologije koja više ne uključuje vremensku dimenziju. To podrazumeva da ni individualne karakteristike preduzeća (objašnjavajuće promenljive), ne mogu imati strukturu panel podataka, već ih je potrebno transformisati u strukturne podatke (veličine) kako bi bile konzistentne sa agregatnom merom.

Analizom dosadašnjih studija (Dechow i Dichev, 2002; Francis, Lafond, *et al.*, 2004; Burgstahler *et al.*, 2006; Gaio, 2010 i dr.), koje su mahom, ispitivale uticaj individualnih karakteristika preduzeća na pojedinačne mere kvaliteta, napravljen je širi skup objašnjavajućih promenljivih koje se mogu dovesti u vezu sa kvalitetom objavljenih finansijskih performansi, i čiji se očekivani smer uticaja na kvalitet može logički i teorijski opravdati:

- **Velicina preduzeća** – može se dovesti u vezu sa kvalitetom objavljenih rentabilitetnih performansi iz najmanje dva razloga. Već je naglašeno da velika preduzeća privlače veću pažnju javnosti i da su, zbog dominantnog uticaja na celokupnu privredu, pod većim stepenom eksternog, političkog i nadzora regulatornih tela na tržištu kapitala. Od većih preduzeća očekuje se i da više pažnje i finansijskih sredstava posvećuju sistemima finansijskog izveštavanja i internih kontrola kao i odabiru revizorskih kuća u procesu

obavezne eksterne revizije finansijskih izveštaja. Iako se u uzorku nalaze preduzeća koja su, sa aspekta apsolutne vrednosti aktive i prihoda, klasifikovana kao velika, među njima i dalje postoje značajne razlike u finansijskoj snazi pa se očekuje da će, ukoliko veličina bude imala statističku značajnost u objašnjavanju varijabiliteta agregatne mere, veća preduzeća imati niži rang agregatne mere (veći kvalitet);

- **Volatilnost novčanih tokova** – veća magnituda u volatilnosti novčanih tokova podrazumeva veću neizvesnost njihovog predviđanja i manji kvalitet obračunskih veličina pa se očekuje da će preduzeća koja imaju volatilnije novčane tokove imati veći rang agregatne mere (manji kvalitet objavljenih računovodstvenih rezultata);
- **Volatilnost stope prinosa na ukupnu imovinu** – kako se u brojiocu izraza za izračunavanje stope prinosa na ukupna ulaganja nalazi neto rezultat pre poreza i troškova kamata (EBIT), volatilnost ove stope je određena volatilnošću novčanih tokova (za koju se očekuje negativan uticaj na kvalitet) i volatilnošću obračunskih veličina²⁶. S obzirom da je mera kvaliteta obračunskih veličina izvedena iz standardne devijacije reziduala obračunskih veličina, gde veća standardna devijacija implicira manji kvalitet, očekuje se da će veća volatilnost obračunskih veličina voditi manjem kvalitetu računovodstvenih rezultata. Kako veća volatilnost neto rezultata vodi većoj volatilnosti stope prinosa na ukupna ulaganja, pri čemu veća volatilnost obe komponente neto rezultata imaju očekivani negativan uticaj na kvalitet, može se očekivati da će veće magnitude u volatilnosti stope prinosa na ukupna ulaganja biti povezane sa većom agregatnom merom.
- **Dužina operativnog ciklusa** – duži operativni ciklus podrazumeva veći značaj obračunskih veličina u periodiziranju računovodstvenih rezultata, veću verovatnoću pojave grešaka procenjivanja i proširivanje vremenskog horizonta za predviđanje novčanih tokova. U Tabeli 33b. već je pokazano da se sa produžavanjem operativnog ciklusa povećava i agregatna mera čime je definisano očekivanje u pogledu smera dejstva ove promenljive, ali je potrebno ispitati jačinu tog uticaja, odnosno njen statistički značaj za rang agregatne mere.
- **Učestalost pojave negativnih rezultata** – sa povećanjem frekvencije javljanja gubitaka, finansijske poteškoće preduzeća postaju očiglednije. Finansijski izveštaji preduzeća u kojima se u dužem nizu perioda iskazuju negativni rezultati, jasno signaliziraju da loše finansijske performanse nisu posledica tranzitornih uticaja iz okruženja već nesposobnosti menadžmenta da uvećava kapital koji su mu vlasnici poverili upravo sa tim ciljem. Takve okolnosti povećavaju operativne i finansijske rizike, rizik pojave manipulacija u finansijskim izveštajima, rizik od bankrotstva pa je logično očekivati i da dovode do značajnog smanjenja pouzdanosti informacija publikovanih u finansijskim izveštajima.
- **Investicione mogućnosti** – ova promenljiva odnosi se na razvojne sposobnosti preduzeća. Naime, istraživanje Gaio (2010) je pokazalo da preduzeća sa većim razvojnim i investicionim mogućnostima (koje se aproksimiraju godišnjim stopama

²⁶ Ranije je već bilo reči o tome da se neto rezultat može predstaviti kao zbir novčanih tokova i obračunskih komponenti rezultata.

rasta prihoda od prodaje), imaju veću potrebu za eksternim finansiranjem koje stvara dodatne podsticaje za poboljšanje kvaliteta objavljenih finansijskih performansi i snižavanje cene kapitala. Međutim, u uslovima nerazvijenog tržišta kapitala, ovakvi podsticaji izostaju pa se smer i jačina uticaja ove promenljive na agregatnu meru ne mogu pretpostaviti.

- **Volatilnost prodaje (prihoda od prodaje)** – veća volatilnost prodaje je najčešće posledica volatilne prirode osnovne delatnosti preduzeća i njegovog poslovnog okruženja koja povećava nivo neizvesnosti u računovodstvenim procenama, pa se najčešće povezuje sa manjim stepenom prediktabilnosti i perzistentnosti računovodstvenih rezultata i nižim kvalitetom obračunskih veličina. Međutim, može se očekivati da veće magnitude u volatilnosti prodaje mogu imati preduzeća koja se nalaze u fazi rasta, kao i preduzeća sa kraćim poslovnim ciklusom, zbog čega je konačan efekat ove promenljive empirijsko pitanje;
- **Finansijski leveridž** – ispitivanje uticaja stepena zaduženosti preduzeća, odnosno opterećenosti ukupne imovine obavezama, na agregatnu meru značajno je iz nekoliko razloga. Sa jedne strane, visok stepen zaduženosti preduzeća može biti uzročnik finansijskih poteškoća, povećane potrebe za dodatnim finansiranjem, kršenja restriktivnih klauzula iz ugovora o kreditima, pa čak povećanog rizika od bankrotstva. Menadžeri preduzeća koja se približavaju trenutku kršenja konvenanta, skloni su deformisanju određenih bilansnih pozicija, čime narušavaju kvalitet informacija objavljenih u finansijskim izveštajima i čine ih neverodostojnim za donošenje drugih odluka. Zmijewski and Hagerman (1981) empirijski su pokazali da je stepen finansijskog leveridža statistički značajan u sedam od devet ispitanih strategija upravljanja dobitkom, te da veće učešće duga u finansiranju ukupne imovine podstiče menadžere u izboru računovodstvenih politika kojima se precenjuje neto rezultat. Sa druge strane, visok stepen finansijskog leveridža ne mora, po definiciji, narušiti kvalitet objavljenih finansijskih informacija, jer su u takvim situacijama velika pozornost poverilaca i očekivanja u pogledu transparentnog izveštavanja i održavanja pojedinih racija na zadatom nivou. Čini se da je analiza jačine i smera delovanja ove objašnjavajuće promenljive na agregatni pokazatelj kvaliteta posebno važna za bankovno orijentisane privrede u kojima primarnu grupu korisnika finansijskih izveštaja, usled nerazvijenosti tržišta kapitala, nemaju investitori. Usled ozbiljno visoke zaduženosti velikih srpskih preduzeća i negativnog efekta finansijskog leveridža koji je dovodio do negativnih stopa prinosa na vlasnički kapital u značajnom delu analiziranog perioda, o čemu je ranije već bilo reči, očekuje se da će istraživanje pokazati negativan uticaj stepena zaduženosti na kvalitet objavljenih finansijskih performansi.
- **Kvalitet prihoda od prodaje** – promenljiva pokazuje sposobnost preduzeća da generiše novčane tokove prodajom robe, proizvoda i usluga iz osnovne delatnosti. Veći stepen pokrivenosti prihoda od prodaje operativnim novčanim tokovima ukazuje na manji stepen neizvesnosti u poslovnom okruženju, manje učešće obračunskih veličina u računovodstvenim rezultatima, manju verovatnoću pojave grešaka u procenama, pa se očekuje pozitivan uticaj na kvalitet objavljenih finansijskih performansi.

Tabela 34 obezbeđuje detaljniji uvid u definicije individualnih karakteristika preduzeća kao determinanti agregatne mere kvaliteta, kao u njihove deskriptivne statistike.

Tabela 34. Deskriptivne mere individualnih karakteristika velikih preduzeća Republike Srbije

Promenljive	Sred. vr.	St. dev.	I kvartil	Medijana	III kvartil	Min	Max
SIZE_i	22,489	1,316	21,586	22,534	23,210	17,690	26,974
vol_CFO_i	0,158	0,219	0,074	0,112	0,179	0,012	2,923
vol_ROA_i	0,079	0,081	0,036	0,056	0,088	0,002	0,712
OPERCYCLE_i	4,844	1,067	4,347	4,781	5,157	1,770	15,437
NEGNI_i	0,213	0,295	0,000	0,000	0,333	0,000	1,000
INVOP_i	59,957	731,663	0,076	0,143	0,268	-0,103	10628,240
vol_SALES_i	0,498	0,782	0,132	0,249	0,573	0,000	7,395
LEV_i	0,951	0,536	0,646	0,895	1,160	0,065	4,356
CFO_i/SALES_i	1,913	12,090	0,977	1,018	1,063	-1,459	177,909

Promenljive su definisane na sledeći način: $SIZE_i$ je veličina preduzeća i , izračunata kao prosečni prirodni logaritam ukupne imovine; vol_CFO_i je volatilnost novčanih tokova preduzeća i , aproksimirana standardnom devijacijom novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti (prethodno podeljenih sa ukupnom imovinom); vol_ROA_i je volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja preduzeća i , izračunata kao standardna devijacija stope prinosa na ukupna ulaganja; $OPERCYCLE_i$ je dužina operativnog ciklusa preduzeća i , izračunata kao prosečni prirodni logaritam zbira dana trajanja obrta zaliha i dana trajanja obrta kratkoročnih potraživanja; $NEGNI_i$ je učestalost pojave negativnih rezultata u preduzeću i , izražena kao odnos broja godina u kojima su iskazani gubici i ukupnog broja godina analiziranog perioda; $INVOP_i$ su investicione mogućnosti preduzeća i , aproksimirane prosečnom godišnjom stopom rasta prihoda od prodaje; vol_SALES_i je volatilnost prodaje preduzeća i , aproksimirana standardnom devijacijom prihoda od prodaje (prethodno podeljenih ukupnom imovinom); LEV_i je finansijski leveridž preduzeća i , aproksimiran prosečnim učešćem ukupnih obaveza u ukupnoj imovini; $CFO_i/SALES_i$ je kvalitet prihoda preduzeća i , izražen u formi prosečnog racia novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti i prihoda od prodaje.

Izvor: Izrada autora

Tabela 35 prikazuje koeficijente korelacije (Pirsonove i Spermanove) promenljivih koje simbolizuju odabrane individualne karakteristike preduzeća. Koeficijenti korelacije pokazuju da su manja preduzeća imala veću volatilnost novčanih tokova, prihoda od prodaje i stope prinosa na ukupna ulaganja, pri čemu je postojala relativno visoka pozitivna korelacija između volatilnosti prodaje i volatilnosti novčanih tokova (Pirsonov koeficijent korelacije 0,686 a Spermanov 0,403). Preduzeća koja su imala veći finansijski leveridž učestalije su iskazivala gubitke od manje zaduženih preduzeća (Pirsonov koeficijent korelacije je 0,485), dok je njihova stopa prinosa na ukupna ulaganja imala veću volatilnost (Pirsonov koeficijent korelacije je 0,487). Interesantno je da Spermanov koeficijent korelacije (0,561) pokazao da su preduzeća sa višom prosečnom godišnjom stopom rasta prihoda od prodaje imala i veću volatilnost prodaje.

Za empirijsku proveru hipoteze H_4 , prvo su ocenjeni prosti regresioni modeli postavljanjem agregatne mere kvaliteta kao zavisne promenljive, a varirajući objašnjavajuće promenljive kroz sve individualne karakteristike preduzeća (rezultati su prikazani u Tabeli 36). Gotovo sve definisane determinante kvaliteta imaju očekivani smer uticaja na kvalitet objavljenih informacija o neto rezultatu. Budući da ocenjeni koeficijenti ispred regresora $SIZE$ i $CFO/SALES$ imaju negativan predznak, može se zaključiti da se sa povećanjem veličine preduzeća i kvaliteta prihoda od prodaje smanjuje rang agregatne mere odnosno, povećava

kvalitet objavljenog neto dobitka. Na osnovu ocenjenih regresionih parametara vidimo da sa povećanjem magnitude volatilnosti novčanih tokova, prodaje i stope prinosa na ukupna ulaganje raste i agregatna mera čime se signalizira narušavanje kvaliteta objavljenih finansijskih performansi.

Tabela 35. Koeficijenti korelacije promenljivih za individualne karakteristike preduzeća

	<i>SIZE</i>	<i>vol_CFO</i>	<i>vol_SALES</i>	<i>vol_ROA</i>	<i>OPERCYCLI</i>	<i>NEGNI</i>	<i>INVOP</i>	<i>LEV</i>	<i>CFO/SALES</i>
<i>Deo A: Pirsonovi koeficijenti korelacije</i>									
<i>SIZE</i>	1,000								
<i>vol_CFO</i>	-0,303*	1,000							
<i>vol_SALES</i>	-0,420*	0,686*	1,000						
<i>vol_ROA</i>	-0,206*	0,380*	0,277*	1,000					
<i>OPERCYCLE</i>	0,100	-0,014	-0,244*	0,141*	1,000				
<i>NEGNI</i>	0,179*	0,122	-0,047	0,313*	0,286*	1,000			
<i>INVOP</i>	-0,054	0,141*	0,026	0,128	0,681*	0,174*	1,000		
<i>LEV</i>	-0,082	0,141*	0,144*	0,487*	0,073	0,485*	0,011	1,000	
<i>CFO/SALES</i>	0,222*	-0,025	-0,043	-0,037	0,355*	0,175*	0,029	-0,044	1,000
<i>Deo B: Spermanovi koeficijenti korelacije</i>									
<i>SIZE</i>	1,000	-0,367*	-0,604*	-0,223*	0,138*	0,175*	-0,518*	-0,234*	0,125
<i>vol_CFO</i>		1,000	0,403*	0,490*	0,136*	0,374*	0,341*	0,352*	-0,107
<i>vol_SALES</i>			1,000	0,373*	-0,254*	0,020	0,561*	0,421*	-0,145*
<i>vol_ROA</i>				1,000	0,102	0,297*	0,147*	0,286*	-0,145*
<i>OPERCYCLE</i>					1,000	0,154*	0,028	0,002	-0,155*
<i>NEGNI</i>						1,000	0,108	0,320*	0,021
<i>INVOP</i>							1,000	0,231*	0,263*
<i>LEV</i>								1,000	-0,058
<i>CFO/SALES</i>									1,000

Promenljive su definisane kao i u Tabeli 34.

*statistički značajno na nivou od 5%

Izvor: Izrada autora

Produžavanje operativnog ciklusa, povećanje učestalosti gubitaka i veća zaduženost preduzeća takođe imaju nepovoljan uticaj na aspekte kvaliteta predstavljene agregatnom merom. Pozitivan znak ocenjenog koeficijenta ispred regresora INVOP sugeriše da veće prosečne godišnje stope rasta prihoda od prodaje uzrokuju pad kvaliteta objavljenih računovodstvenih rezultata (povećanje agregatne mere) što znači da se na uzorku velikih srpskih preduzeća ne može govoriti o tome da rast osnovne delatnosti stvara podsticaje kvalitetnijem izveštavanju (što je imanentno privredama sa razvijenim tržištima kapitala) već, verovatno, dovodi do povećanog zaduživanja i značajnih oscilacija u novčanim tokovima i prihodima od prodaje koji se negativno odražavaju na perzistentnost i prediktabilnost rezultata poslovanja. Na kraju je potrebno primetiti i da, od svih definisanih determinanti kvaliteta, jedino izolovani uticaj sposobnosti preduzeća da generiše novčane tokove iz prodaje nema signifikantan značaj za rang agregatne mere.

Tabela 36. Rezultati ocenjivanja prostih regresionih modela u kojima je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta

Zavisna promenljiva AEQ_{NI}	Nezavisne promenljive u regresijama:								
	1. <i>SIZE</i>	2. <i>vol_CFO</i>	3. <i>vol_SALES</i>	4. <i>vol_ROA</i>	5. <i>OPERCYCLE</i>	6. <i>NEGNI</i>	7. <i>INVOP</i>	8. <i>LEV</i>	9. <i>CFO/SALES</i>
Koeficijent	-3,719	37,891	4,489	148,65	4,662	29,063	0,006	19,820	-0,164
t-statistika	-2,740	4,820	1,950	7,390	2,790	5,000	2,300	6,400	-1,100
p-vrednost	0,007	0,000	0,052	0,000	0,006	0,000	0,023	0,000	0,273
F-statistika	7,530	23,250	3,800	54,640	7,780	24,960	5,270	40,910	1,210
Korigovani R²	0,030	0,094	0,013	0,200	0,031	0,101	0,020	0,157	0,001

Objašnjavajuće promenljive su definisane kao i u Tabeli 34, a zavisna promenljiva AEQ_i je agregatna mera kvaliteta neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i , izračunata prema formuli (61).

Izvor: Izrada autora

U cilju dobijanja skupa determinanti koje najbolje objašnjavaju varijacije agregatne mere kvaliteta, u nastavku je definisano nekoliko specifikacija višestrukog linearnog regresionog modela. Prve dve specifikacije za objašnjavajuće promenljive imaju sve nabrojane individualne karakteristike preduzeća. Razlikuju se samo po tome što jedna od njih sadrži fiksne efekte za sektore (kategoričke promenljive u specifikaciji (2)) kako bi se modelom obuhvatili i nedetektovani uzroci heterogenosti u agregatnoj meri povezani sa specifičnostima poslovnog okruženja različitih delatnosti. Nakon toga iz modela je isključena promenljiva koja se odnosi na investicione mogućnosti (INVOP) jer su rezultati pokazali da se njen ocenjeni regresioni koeficijent statistički značajno ne razlikuje od nule (specifikacija (3)). Njenim isključivanjem povećan je statistički značaj uticaja dužine operativnog ciklusa i volatilnosti prodaje. S obzirom da ocenjeni koeficijent ispred volatilnost prodaje nema očekivani znak, te da su testovi pokazali da zajednički efekat ove promenljive i promenljive koja se odnosi na kvalitet prihoda od prodaje nije statistički značajan, u sledećoj iteraciji je isključena i volatilnost prodaje (specifikacija (4)). U poslednjem koraku isključene su one promenljive koje u prethodnim specifikacijama ili nisu bile statistički značajne, ili su to bile tek na nivou od 10% (dužina operativnog ciklusa - OPERCYCLE i kvalitet prihoda od prodaje - CF/SALES). Rezultati ocenjivanja opisanih specifikacija prikazani su u Tabeli 37.

Kako su sve specifikacije statistički značajne i imaju vrlo sličnu objašnjavajuću moć (između 30% i 31%) nadalje je testirana ispunjenost osnovnih pretpostavki višestrukog linearnog regresionog modela uključujući i test greške u specifikaciji.

Prva pretpostavka višestrukog linearnog regresionog modela odnosi se na nultu očekivanu vrednost slučajne greške ($E(\varepsilon_i) = 0$, za svako i). Narušenost ove pretpostavke menja smisao slobodnog člana modela koji u ovom istraživanju nije predmet analize.

Druga pretpostavka podrazumeva homoskedastičnost slučajne greške (slučajne greške bi trebalo da imaju istu varijansu: $v(\varepsilon_i) = E(\varepsilon_i^2) = \sigma^2$, za svako i). Testiranje je izvršeno Brojš-Paganovim/Kuk-Vajsbergovim testom u kome se nulta hipoteza odnosi na konstantnu varijansu. U svim specifikacijama p-vrednost χ^2 statistike pokazala je da ne postoji dovoljno dokaza koji upućuju na to da bi nultu hipotezu trebalo odbaciti, odnosno da je ova pretpostavka ispunjena.

Tabela 37. Rezultati ocenjivanja različitih specifikacija višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta

$$AEQ_{i,NI} = \beta_0 + \beta_1 SIZE_i + \beta_2 vol_CFO_i + \beta_3 vol_ROA_i + \beta_4 OPERCYCLE_i + \beta_5 NEGNI_i + \beta_6 INVOP_i + \beta_7 vol_SALES_i + \beta_8 LEV_i + \beta_9 CFO_i/SALES_i + \beta_{10} SECTOR_i + \varepsilon_i$$

	Specifikacije višestrukog regresionog modela				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstantni član	127,678*** (3,79)	152,038*** (4,24)	130,767*** 4,02	136,743*** (4,17)	156,912*** (4,97)
SIZE	-2,504* (-1,87)	-3,240** (-2,21)	-2,504* (-1,87)	-2,684* (-2,21)	-2,949** (-2,15)
vol_CFO	30,647*** (3,01)	25,299** (2,35)	30,662*** 3,02	16,381** (2,04)	15,275* (1,89)
vol_SALES	-4,857 (-1,57)	-3,953 (-1,23)	-5,127* (-1,71)		
vol_ROA	70,537*** (2,99)	67,001** (2,83)	70,877*** (3,02)	66,389*** (2,81)	71,759*** (3,05)
OPERCYCLE	3,627 (1,47)	2,371 (0,92)	2,962* (1,78)	3,017* (1,86)	
NEGNI	11,593* (1,79)	10,337 (1,59)	11,427* (1,77)	11,273* (1,75)	12,345** (1,98)
INVOP	-0,001 (-0,37)	0,000 (0,02)			
LEV	9,578*** (2,63)	11,406*** (2,94)	9,751*** (2,70)	10,813*** (2,83)	11,018*** (2,91)
CFO/SALES	-0,228 (-1,53)	-0,189 (-1,24)	-0,209 (-1,50)	-0,223 (-1,57)	
F-statistika (p-vrednost)	11,24 (0,000)	7,03 (0,000)	12,68 (0,000)	7,94 (0,000)	8,75 (0,000)
Kategoričke promenljive za sektore	NE	DA	NE	DA	DA
Korigovani R²	0,301	0,311	0,304	0,312	0,303

Objašnjavajuće promenljive su definisane kao i u Tabeli 34, a zavisna promenljiva $AEQ_{i,NI}$ je agregatna mera kvaliteta neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i , izračunata prema formuli (26). Regresije u nekim specifikacijama uključuju osam kategoričkih promenljivih za sektore grupisane kao u Tabeli 33.

U zagradama ispod ocenjenih regresionih koeficijenata je navedena njihova t -statistika.

*statistički značajno na nivou od 10%; **statistički značajno na nivou od 5%; ***statistički značajno na nivou od 1%

Izvor: Izrada autora

Treća pretpostavka se najčešće vezuje za podatke vremenskih serija i podrazumeva nekorelisanost slučajnih grešaka (odsustvo autokorelacije). Kako u ovom delu analize ne postoji vremenska dimenzija podataka, autokorelacija ne bi trebalo da predstavlja ozbiljniji problem.

Četvrta pretpostavka o normalnoj raspodeli slučajne greške ($\varepsilon_i: N(0, \sigma^2)$) za svako i) testirana je Šapiro-Vilkovim W testom koji je rezultovao prihvatanjem nulte hipoteze da reziduali svih specifikacija imaju normalnu distribuciju, s obzirom na visoke vrednosti W statistike uz istovremeno visoke p -vrednosti.

Peti uslov nalaže da objašnjavajuće promenljive ne smeju biti međusobno linearno zavisne (nema ekstremne multikolinearnosti) u kom slučaju mogu dati iskrivljene ocene doprinosa pojedinih promenljivih u objašnjavanju varijacija nezavisne promenljive. Sprovedena metodologija faktora rasta varijanse (VIF) pokazala je da se prosečne vrednosti testa, kao i minimalne i maksimalne vrednosti testa uz pojedinačne objašnjavajuće promenljive, kreću u granicama koje sugerišu da ne postoji ozbiljan problem multikolinearnosti.

Šesta pretpostavka podrazumeva uslov da ne postoji korelisanost objašnjavajuće promenljive i slučajne greške, što upućuje na egzogenu prirodu objašnjavajuće promenljive ($E(\varepsilon_i X_i) = 0$ za svako i). Problem endogenosti može nastati usled simultane međuzavisnosti između zavisne i objašnjavajuće promenljive, izostavljanjem relevantne promenljive ili uključivanjem pomaknute zavisne promenljive kao regresora (Mladenović i Petrović, 2017). Kako je u model uključen veliki broj objašnjavajućih promenljivih, od kojih nijedna ne predstavlja zavisnu promenljivu sa pomakom, i kako je zavisna promenljiva modifikovana u oblik ranga (skora), endogenost takođe ne bi trebalo da predstavlja ozbiljniji problem.

Konačno, kada se regresionim modelom ocenjuje linearna veza između zavisne i nezavisnih promenljivih, pri čemu je stvarni oblik te veze nelinearan, problem neadekvatne specifikacije modela vodiće pristrasnim ocenama parametra, dobijenim metodom najmanjih kvadrata. Ramsejev Reset test (nulta hipoteza podrazumeva da je ispravna specifikacija modela linearna), pokazao je da specifikacije koje ne uključuju fiksne efekte za sektore (specifikacije (1) i (3)), ne zadovoljavaju uslove ovog testa. Uključivanjem kategoričkih promenljivih za sektore, specifikacije granično zadovoljavaju uslove na nivou značajnosti od 5% (specifikacije (2) i (4)). Poslednja specifikacija (5) zadovoljava sve pretpostavke višestrukog linearnog regresionog modela kao i uslove Ramsejevog testa greške u specifikaciji. Rezultati sprovedenih testova ispunjenosti pretpostavki višestrukog regresionog modela prikazani su u Tabeli 38.

Tabela 38. Rezultati testiranja pretpostavki višestrukog linearnog regresionog modela u različitim specifikacijama

Test	H_0 /statistika testa		Specifikacije				
			(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Ramsejev test specifikacije	H_0 : ispravna specifikacija	F-statistika	3,89	2,64	3,41	2,65	1,98
		p-vrednost	(0,010)	(0,051)	(0,018)	(0,050)	(0,118)
Brojš-Paganov test heteroskedastičnosti	H_0 : konstantna varijansa	χ^2 -statistika	2,02	1,61	1,68	1,39	1,26
		p-vrednost	(0,155)	(0,204)	(0,195)	(0,239)	(0,262)
Šapiro-Vilk test normalne raspodele	H_0 : normalna raspodela reziduala	W-statistika	0,995	0,995	0,996	0,994	0,995
		p-vrednost	(0,777)	(0,634)	(0,828)	(0,567)	(0,634)
VIF	prosečna vrednost		1,97	1,74	1,67	1,34	1,30
	min-max		1,36-3,01	1,04-3,35	1,25-2,42	1,04-1,86	1,04-1,81

Izvor: Izrada autora

Poređenjem rezultata ocenjivanja specifikacija putem kojih je testirana validnost hipoteze H_4 , možemo izvesti sledeće zaključke:

- Individualne karakteristike velikih preduzeća Republike Srbije imaju značajnu ulogu u objašnjavanju varijacija agregatne mere kvaliteta objavljenih neto rezultata;
- Skup individualnih karakteristika preduzeća koje se mogu smatrati determinantama kvaliteta objavljenih finansijskih performansi velikih srpskih preduzeća čine: veličina preduzeća, volatilnost novčanih tokova, volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja, učestalost pojave negativnih rezultata, finansijski leveridž i pripadnost određenom sektoru (industriji);
- Analiza je nedvosmisleno pokazala da veća preduzeća imaju kvalitetnije finansijske izveštaje sa aspekta njihove pouzdanosti u pravljenju projekcija finansijskog i rentabilitetnog položaja, da veće magnitude u volatilnosti novčanih tokova i stope prinosa na ukupna ulaganja ugrožavaju perzistentnost i prediktabilnost finansijskih performansi, kao i da finansijski izveštaji visoko zaduženih preduzeća, i onih preduzeća koja u dužem nizu obračunskih perioda iskazuju gubitke, imaju informacione nedostatke usled kojih se na njima zasnovane odluke moraju uzeti sa velikom rezervom;
- Iako ostale karakteristike preduzeća koje se odnose na volatilnost prodaje, kvalitet prihoda od prodaje, investicione mogućnosti i dužinu operativnog ciklusa, pojedinačno imaju uticaj na rang agregatne mere pojedinačnih preduzeća, njihovo uključivanje u model ne dovodi do značajnog povećanja objašnjavajuće sposobnosti modela kao celine (korigovanog koeficijenta determinacije);
- Testiranjem je pokazano da se agregatna mera kvaliteta, definisana predmetnim istraživanjem i prilagođena privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala, može primenjivati u istraživanjima na sličan način, i sa sličnim kapacitetima, kao i agregatna mera Gaio (2010) koja, pored računovodstvenih, obuhvata i indikatore sa tržišta kapitala.

U prethodnim tačkama detaljnije je objašnjen makroekonomski kontekst istraživanja koji se odnosi na izraženu zavisnost velikih srpskih preduzeća od eksternih oblika finansiranja, usled čega se u proseku nešto više od 30% rezultata iz poslovnih aktivnosti odlivalo iz preduzeća kroz kamate i druge oblike finansijskih rashoda. Iako su rezultati analize pokazali da zaduženost preduzeća i stopa prinosa na ukupna ulaganja imaju statistički značajan uticaj na rang agregatne mere kvaliteta, specifične okolnosti u pogledu zaduženosti nametnule su pitanje da li je prinos na uloženi kapital, koji ostvaruju vlasnici velikih srpskih preduzeća, relevantna determinanta kvaliteta objavljenih finansijskih performansi i da li su vlasnici, u cilju ostvarivanja većih prinosa, mogli izvršiti veći pritisak na podizanje kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima. Naredna hipoteza definisana je kako bi se dobio odgovor na ovo pitanje.

H₅: U makroekonomskom okruženju koje nepovoljno utiče na strukturu finansiranja preduzeća, stopa prinosa na vlasnički kapital (ROE) je inferiorna determinanta kvaliteta objavljenih informacija o finansijskim performansama u odnosu na stopu prinosa na ukupna ulaganja (ROA).

Kao što je ranije već naglašeno, odnos stope prinosa na ukupna ulaganja i stope prinosa na vlasnički kapital određen je pozitivnim/negativnim dejstvom finansijskog leveridža, pa su u Tabeli 39 prikazani Pirsonovi koeficijenti korelacije između ovih, i iz njih izvedenih pokazatelja, sa agregatnom merom kvaliteta.

Tabela 39. Koeficijenti korelacije (volatilnosti) stope prinosa na ukupna ulaganja, (volatilnosti) stope prinosa na vlasnički kapital, finansijskog leveridža i agregatne mere kvaliteta velikih preduzeća Republike Srbije

	AEQ_i	ROA_i	ROE_i	vol_ROA_i	vol_ROE_i	LEV_i
$AEQ_{i,NI}$	1,000					
ROA_i	-0,097	1,000				
ROE_i	-0,111	0,244*	1,000			
vol_ROA_i	0,452*	0,023	-0,187*	1,000		
vol_ROE_i	0,149*	-0,208*	-0,908*	0,236*	1,000	
LEV_i	0,401*	-0,385*	-0,215*	0,487*	0,238*	1,000

Promenljive su definisane na sledeći način: AEQ_i je agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i , dobijena prema formuli (61); ROA_i je prosečna stopa prinosa na ukupna ulaganja preduzeća i ; ROE_i je prosečna stopa prinosa na vlasnički kapital preduzeća i ; vol_ROA_i je volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja preduzeća i , izračunata kao standardna devijacija stope prinosa na ukupna ulaganja; vol_ROE_i je volatilnost stope prinosa na vlasnički kapital preduzeća i , izračunata kao standardna devijacija stope prinosa na vlasnički kapital; LEV_i je finansijski leveridž preduzeća i , aproksimiran prosečnim učešćem ukupnih obaveza u ukupnoj imovini.

Tabela prikazuje Pirsonove koeficijente korelacije.

*statistička značajnost na nivou od 5%.

Izvor: Izrada autora

Na osnovu koeficijenata prikazanih u Tabeli 39 može se videti da preduzeća sa višim stopama prinosa (na ukupna ulaganja i vlasnički kapital) imaju nižu agregatnu meru kvaliteta, ali i da njihovi negativni koeficijenti korelacije nisu statistički značajni. Statistički značajna pozitivna korelacija postoji između agregatne mere sa jedne strane i volatilnosti stopa prinosa (na ukupna ulaganja i vlasnički kapital) i finansijskog leveridža sa druge strane, pri čemu je korelacija najslabija sa volatilnošću stope prinosa na vlasnički kapital (0,149). Koeficijenti korelacije pokazuju i da preduzeća sa većim učešćem obaveza u ukupnoj imovini imaju niže obe posmatrane stope prinosa koje pri tome imaju veću volatilnost. U hipotetičkom slučaju u kome bi celokupna imovina preduzeća bila finansirana iz sopstvenih izvora, postojala bi jednakost stope prinosa na ukupna ulaganja i stope prinosa na vlasnički kapital a njihov koeficijent korelacije bi bio 1. U uzorku velikih srpskih preduzeća ovaj koeficijent je svega 0,244 što je još jedna potvrda visokog prosečnog učešća obaveza u pasivi ovih preduzeća, ali i signifikantnih implikacija finansijskih rashoda na neto rezultate.

Kako bi se ispitali dometi stope prinosa na vlasnički kapital u objašnjavanju varijacija agregatne mere kvaliteta, i na osnovu toga doneli zaključci o validnosti hipoteze H_5 , definisano je nekoliko specifikacija linearnih regresionih modela iz kojih je isključen uticaj stope prinosa na ukupna ulaganja a umesto njega, varirane su promenljive koje se odnose na stopu prinosa na vlasnički kapital i , alternativno, zbog konzistentnosti sa prethodnim modelima, volatilnost stope prinosa na vlasnički kapital. Rezultati ocenjivanja specifikacija prikazani su u Tabeli 40.

Tabela 40. Rezultati ocenjivanja različitih specifikacija klasičnih linearnih regresionih modela uticaja stope prinosa na vlasnički kapital na agregatnu meru kvaliteta velikih preduzeća Republike Srbije

Specifikacije u kojima je zavisna promenljiva AEQ_{NI}					
Nezavisne promenljive	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Konstantni član	109,929*** (40,41)	108,724*** (39,88)	159,023*** (4,25)	159,387*** (4,24)	169,680*** (5,12)
SIZE			-3,770** (-2,47)	-3,796** (-2,47)	-3,499** (-2,44)
vol_CFO			30,747*** (2,82)	30,372*** (2,77)	21,766*** (2,71)
vol_SALES			-3,504 (-1,04)	-3,382 (-1,00)	
ROE	-0,920* (-1,72)		-0,050 (-0,10)		
vol_ROE		0,649** (2,17)		0,054 (0,19)	0,093 (0,33)
OPERCYCLE			3,435 (1,28)	3,559 (1,30)	
NEGNI			10,896 (1,54)	10,913 (1,56)	13,381** (1,99)
INVOP			-0,000 (-0,14)	-0,001 (-0,17)	
LEV			15,824*** (4,02)	15,211*** (3,47)	15,423*** (3,64)
CFO/SALES			-0,200 (-1,26)	-0,204 (-1,28)	
F-statistika (p-vrednost)	1,45 (0,176)	1,63 (0,118)	5,17 (0,000)	4,72 (0,000)	5,62 (0,000)
Kategoričke promenljive za sektore	DA	DA	DA	DA	DA
Korigovani R²	0,017	0,024	0,244	0,224	0,212

Objašnjavajuće promenljive su definisane kao i u Tabeli 34; ROE je prosečna stopa prinosa na vlasnički kapital preduzeća i ; vol_ROE je volatilnost prosečne stope prinosa na vlasnički kapital preduzeća i , izračunata kao standardna devijacija stope prinosa na vlasnički kapital; zavisna promenljiva $AEQ_{i,NI}$ je agregatna mera kvaliteta neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i , izračunata prema formuli (61). Regresije u svim specifikacijama uključuju osam kategoričkih promenljivih za sektore grupisane kao u Tabeli 33. U zagradama ispod ocenjenih regresionih koeficijenata je navedena njihova t -statistika.

*statistički značajno na nivou od 10%; **statistički značajno na nivou od 5%; ***statistički značajno na nivou od 1%

Izvor: Izrada autora

Iz rezultata ocenjivanja specifikacija u kojima se kao jedina determinanta varijabiliteta agregatne mere pojavljuje stopa prinosa na vlasnički kapital ili njena volatilnost, uz uključivanja fiksnih efekata za privredne sektore, može se zaključiti da preduzeća koja imaju nižu stopu prinosa na vlasnički kapital (ili njenu veću volatilnost) imaju viši rang agregatne

mere, ali i da ovakvi modeli u celini nemaju statističku značajnost, jer je doprinos ovih promenljivih u objašnjavanju varijabiliteta agregatne mere vrlo mali. Uvođenjem u model najšireg definisanog skupa individualnih karakteristika preduzeća u kome je, volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja zamenjena volatilnošću stope prinosa na vlasnički kapital, drastično je pala objašnjavajuća sposobnost modela (sa 31,1% na 22,4%) pri čemu u takvoj specifikaciji, stopa prinosa na vlasnički kapital nema statistički značaj u objašnjavanju varijacija agregatne mere. Sličan zaključak se može izvesti i na osnovu specifikacije koja je apostrofirana kao najrepresentativnija u objašnjavanju uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta. Zamenom samo jedne nezavisne promenljive (vol_ROA sa vol_ROE), objašnjavajuća sposobnost modela se smanjuje sa 30,3% na 21,2% što je dovoljan dokaz statistički dominantnijeg uticaja ROA u odnosu na statistički uticaj ROE, i validan argument za prihvatanje hipoteze H_5 .

Da bi se objasnili uzroci ovakvih rezultata, neophodno je poći od informacionog sadržaja ove dve stope, odnosno načina njihovog izračunavanja. Stopa prinosa na ukupna ulaganja u brojiocu sadrži računovodstveni rezultat iz koga je isključen uticaj finansijskih rashoda, dok imenilac (ukupna imovina) nije podložan uticajima različitih finansijskih odluka. Stopa prinosa na vlasnički kapital je, osim elemenata koji determinišu stopu prinosa na ukupnu imovinu, određena još i stepenom zaduženosti, kao i stepenom u kome finansijski rashodi anuliraju neto rezultat. Kod preduzeća čija je imovina dominantno finansirana pozajmljenim izvorima, stopa prinosa na vlasnički kapital podložna je uticaju većeg broja faktora i njihovih međusobnih interakcija što je sa jedne strane, čini volatilnijim pokazateljem u odnosu na stopu prinosa na ukupna ulaganja, dok sa druge strane, stvara konfuziju po pitanju stvarne profitabilnosti preduzeća, jer jednostavan obrazac njenog izračunavanja apsorbuje i zamagljuje značajnu količinu informacija.

U konkretnom primeru, prosečna standardna devijacija stope prinosa na ukupna ulaganja je 0,079 dok je prosečna standardna devijacija stope prinosa na vlasnički kapital 1,202. Podložnost stope prinosa na vlasnički kapital deformacijama izazvanim uticajem finansijskih odluka, zahteva makar letimičan pogled na strukturu finansiranja velikih srpskih preduzeća. U Tabeli 41 date su deskriptivne mere dva pokazatelja: učešća ukupnih obaveza i učešća finansijskih obaveza u ukupnim izvorima finansiranja.

Tabela 41. Deskriptivne mere pokazatelja zaduženosti velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017

Pokazatelji zaduženosti		Broj preduzeća	Prosečna vrednost	Standardna devijacija	Prvi kvartil	Medijana	Treći kvartil
$\frac{O_i}{A_i}$	Sva preduzeća	215	0,951	0,536	0,646	0,895	1,160
	Isključena preduzeća kod kojih su $O > A$	126	0,649	0,230	0,501	0,680	0,833
$\frac{FO_i}{A_i}$	Sva preduzeća	215	0,314	0,310	0,120	0,247	0,406
	Isključena preduzeća kod kojih su $FO > A$	207	0,270	0,196	0,117	0,234	0,389

Pokazatelji su definisani na sledeći način: O_i/A_i prosečno učešće ukupnih obaveza u ukupnoj aktivi preduzeća i ; FO_i/A_i je prosečno učešće finansijskih obaveza (dugoročne obaveze + kratkoročne finansijske obaveze) u ukupnoj aktivi preduzeća i .

Izvor: Izrada autora

Heterogenost preduzeća u uzorku sa aspekta strukture finansiranja lako je uočljiva, s obzirom da su se neka preduzeća vrlo malo oslanjala na pozajmljene izvore (6%) dok su kod drugih preduzeća obaveze nadilazile ukupnu imovinu. Lošoj opštoj slici izvora finansiranja značajno su doprinela preduzeća u kojima se u jednom ili više obračunskih perioda pojavljivao gubitak iznad visine kapitala. Kada se ova preduzeća isključe iz analize, primećujemo da je prosečno učešće obaveza u pasivi velikih preduzeća bilo oko 65%, što je i dalje velika izloženost preduzeća operativnom i finansijskom riziku²⁷.

Prikazano učešće finansijskih obaveza (zbir dugoročnih obaveza i kratkoročnih finansijskih obaveza) u ukupnim izvorima finansiranja, pruža jasniji uvid u strukturu ukupnih obaveza. Prosečno učešće finansijskih obaveza u finansiranju ukupne imovine iznosilo je oko 30% što je podatak koji neminovno vodi detektovanju još jednog, šireg problema, a odnosi se na to da je veliki deo imovine ovih preduzeća u analiziranom periodu finansiran obavezama iz poslovanja.

U makroekonomskom okruženju u kome je prikupljanje kapitala otežano, između ostalog i usled nedovoljnog stepena razvijenosti tržišta kapitala, preduzeća su prinuđena da svoju poslovnu aktivnost finansiraju zaduživanjem koje prevazilazi uobičajene granice, pri čemu velika preduzeća to rade i na račun svojih dobavljača, čime se operativni i finansijski rizici prelivaju i na ostale segmente privrede. Neadekvatna struktura izvora finansiranja velikih preduzeća, a skroman profitni potencijal, destimulišu potencijalne investitore i onemogućavaju popravljavanje finansijske strukture u korist vlasničkog kapitala. U takvim okolnostima, prinos na uloženi kapital ne samo da ne zadovoljava očekivanja racionalnih investitora već i najmanji pad poslovne aktivnosti izlaže postojeće investitore riziku erodiranja uloženog kapitala. Visoka zaduženost velikih srpskih preduzeća ima reperkusije na to da je agregatna mera kvaliteta objavljenih finansijskih performansi prevashodno determinisana dejstvom finansijskog leveridža i volatilnošću prinosa na ukupna ulaganja.

S obzirom na relativno nisko učešće vlasničkog kapitala u odnosu na pozajmljeni kapital, moglo bi se zaključiti da integrisana stopa prinosa na vlasnički kapital pruža samo rezidualne informacije o održivosti finansijskih performansi preduzeća, te da je njeno raščlanjavanje i pojedinačno uključivanje u model njenih dominantnih strukturnih komponenti (finansijskog leveridža i volatilnosti ROA) korisniji pristup u analizi varijacija agregatne mere kvaliteta.

5.2 Determinante agregatne mere kvaliteta objavljenih rezultata iz poslovnih aktivnosti i neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda

Segmentiranjem bilansa uspeha izdvojena su tri nivoa rezultata: poslovni rezultat (razlika između redovnih poslovnih prihoda i rashoda čiji je nastanak usko povezan sa obavljanjem osnovne delatnosti preduzeća), rezultat pre ostalih prihoda i rashoda (osim operativnog rezultata uključuje i efekte finansijskih aktivnosti preduzeća) i neto rezultat pre oporezivanja (sveobuhvatni pokazatelj rentabilnosti preduzeća koji osim operativnih i finansijskih rezultata uključuje još i uticaj ostalih prihoda i rashoda od kojih se neki mogu povezati sa poslovnim aktivnostima - dobiti/gubici od prodaje materijala, manjkovi, viškovi, rashodi po osnovu

²⁷ Prema mesečnom biltenu Evropske centralne banke, ovaj racio je u nefinansijskom sektoru evro zone iznosio 46,2% u drugom tromesečju 2009. godine, dok je u istom periodu 2011. godine pao na 43%.

direktnih otpisa potraživanja, obezvređenje imovinskih stavki koje se koriste u obavljanju osnovne delatnosti i slično). U nameri testiranja jačine (robustnosti) modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta, u nastavku su izvedene agregatne mere u kojima su za pokazatelje finansijskih performansi, umesto neto dobitka pre oporezivanja, odabrani rezultat iz poslovnih aktivnosti i rezultat pre ostalih prihoda i rashoda.

$$AEQ_{i,PFO} = \frac{RANK(PERS_{i,PFO})+RANK(PRED_{i,PFO})+RANK(VOL_{i,PFO})+RANK(AQ_i)+RANK(CONS_{i,PFO})}{5} \quad (27)$$

gde je:

$AEQ_{i,PFO}$ - agregatna mera kvaliteta objavljenog rezultata iz poslovnih aktivnosti preduzeća i ;
 $RANK$ - funkcija rangiranja definisana tako da najniža vrednost ranga odgovara najnižoj numeričkoj vrednosti, a najviša vrednost ranga najvišoj numeričkoj vrednosti;
 $PERS_{i,PFO}$, $PRED_{i,PFO}$, $VOL_{i,PFO}$, AQ_i i $CONS_{i,PFO}$ - pojedinačne mere kvaliteta (perzistentnost, prediktabilnost, volatilitet, kvalitet obračunskih veličina i konzervativizam) objavljenog rezultata iz poslovnih aktivnosti preduzeća i , izvedene iz jednačina (41), (47), (50), (53) i (59) respektivno.

$$AEQ_{i,NIBE} = \frac{RANK(PERS_{i,NIBE})+RANK(PRED_{i,NIBE})+RANK(VOL_{i,NIBE})+RANK(AQ_i)+RANK(CONS_{i,NIBE})}{5} \quad (28)$$

gde je:

$AEQ_{i,NIBE}$ - agregatna mera kvaliteta objavljenog rezultata pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i ;
 $RANK$ - funkcija rangiranja definisana tako da najniža vrednost ranga odgovara najnižoj numeričkoj vrednosti, a najviša vrednost ranga najvišoj numeričkoj vrednosti;
 $PERS_{i,NIBE}$, $PRED_{i,NIBE}$, $VOL_{i,NIBE}$, AQ_i i $CONS_{i,NIBE}$ - pojedinačne mere kvaliteta (perzistentnost, prediktabilnost, volatilitet, kvalitet obračunskih veličina i konzervativizam) objavljenog rezultata pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i , izvedene iz jednačina (40), (46), (49), (53) i (58) respektivno.

Imajući u vidu činjenice da je neto rezultat poslednji ishod svih preduzetih aktivnosti preduzeća u posmatranom periodu, da finansijski rezultati imaju značajan uticaj na rentabilnost velikih srpskih preduzeća, kao i da su u važećim bilansnim šemama Republike Srbije stavke povezane sa obavljanjem osnovne delatnosti preduzeća klasifikovane u okviru ostalih prihoda i rashoda, može se očekivati da će model zasnovan na agregatnoj meri kvaliteta neto dobitka imati veći potencijal u objašnjavanju uticaja individualnih karakteristika preduzeća na objavljene finansijske performanse u odnosu na modele koji se baziraju na agregatnoj meri kvaliteta ostalih međurezultata. S tim u vezi, definisana je hipoteza H_6 , a u cilju određivanja informacionog dometa agregatnih mera kvaliteta zasnovanih na različitim nivoima objavljenih rezultata.

H_6 : Intenzitet i značaj uticaja pojedinih determinanti na agregatne mere kvaliteta dobijene na bazi različitih pokazatelja uspešnosti značajno se razlikuju.

Sledeći redosled koraka koji je korišćen u analizi agregatne mere dobijene na bazi neto rezultata pre oporezivanja, kroz proste linearne regresione modele prvo je ispitan uticaj svake od definisanih individualnih karakteristika preduzeća na agregatne mere kvaliteta objavljenih

rezultata iz poslovnih aktivnosti i rezultata pre ostalih prihoda i rashoda. Rezultati ocenjivanja su prikazani u Tabelama 42 i 43.

Tabela 42. Rezultati ocenjivanja prostih linearnih regresionih modela u kojima je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta rezultata iz poslovnih aktivnosti

Zavisna promenljiva AEQ_{PFO}	Nezavisne promenljive u regresijama:								
	1. <i>SIZE</i>	2. <i>vol_CFO</i>	3. <i>vol_SALES</i>	4. <i>vol_ROA</i>	5. <i>OPERCYCLE</i>	6. <i>NEGPFO</i>	7. <i>INVOP</i>	8. <i>LEV</i>	9. <i>CFO/SALES</i>
Koeficijent	-4,821	22,664	2,761	155,585	2,160	26,451	0,002	16,808	-0,077
t-statistika	-3,330	2,580	1,110	7,130	1,180	3,660	0,720	4,860	-0,480
p-vrednost	0,001	0,010	0,269	0,000	0,238	0,000	0,471	0,000	0,632
F-statistika	11,090	6,670	3,800	50,890	1,400	13,420	0,520	23,650	0,230
Korigovani R ²	0,045	0,026	0,001	0,189	0,002	0,055	-0,002	0,096	-0,004

Objašnjavajuće promenljive su definisane kao i u Tabeli 34, a zavisna promenljiva AEQ_{PFO} je agregatna mera kvaliteta rezultata iz poslovnih aktivnosti preduzeća i, izračunata prema formuli (62).

Izvor: Izrada autora

Tabela 43. Rezultati ocenjivanja prostih linearnih regresionih modela u kojima je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda

Zavisna promenljiva AEQ_{NIBE}	Nezavisne promenljive u regresijama:								
	1. <i>SIZE</i>	2. <i>vol_CFO</i>	3. <i>vol_SALES</i>	4. <i>vol_ROA</i>	5. <i>OPERCYCLE</i>	6. <i>NEGNIBE</i>	7. <i>INVOP</i>	8. <i>LEV</i>	9. <i>CFO/SALES</i>
Koeficijent	-5,038	27,049	3,484	168,569	2,370	31,857	0,002	18,991	-0,267
t-statistika	-3,190	2,840	1,290	7,100	1,190	4,840	0,700	5,080	-1,530
p-vrednost	0,002	0,005	0,200	0,000	0,234	0,000	0,485	0,000	0,128
F-statistika	10,210	8,090	1,660	50,460	1,430	23,420	0,490	25,770	2,330
Korigovani R ²	0,041	0,032	0,003	0,188	0,002	0,095	-0,002	0,104	0,006

Objašnjavajuće promenljive su definisane kao i u Tabeli 34, a zavisna promenljiva AEQ_{NIBE} je agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda preduzeća i, izračunata prema formuli (63). Izvor: Izrada autora

Iz prikazanih rezultata ocenjivanja prostih regresionih modela zaključujemo da je već u prvom koraku moguće isključiti uticaj četiri promenljive (volatiliteti prodaje, dužine operativnog ciklusa, investicionih mogućnosti i kvaliteta prihoda od prodaje) na agregatne mere kvaliteta računovodstvenih međurezultata, čime se polazne specifikacije višestrukih linearnih regresionih modela svode na skup determinanti koji je dao najbolje rezultate u objašnjavanju varijacija u rangovima agregatne mere objavljenih neto rezultata.

Uključivanjem kategoričkih promenljivih za sektore, ocenjene su polazne specifikacije ((1) i (3) iz Tabele 44) u kojima su zavisne varijable agregatne mere kvaliteta izračunate na bazi rezultata iz poslovnih aktivnosti i neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda, dok skup objašnjavajućih varijabli čine: veličina preduzeća, volatilitet novčanih tokova, volatilitet stope prinosa na ukupna ulaganja, učestalost pojave negativnih rezultata iz poslovnih aktivnosti (odnosno negativnih rezultata pre ostalih prihoda i rashoda) i finansijski leveridž.

Statističku značajnost u obe specifikacije ispoljili su samo ocenjeni regresioni koeficijenti koji stoje uz promenljive za veličinu preduzeća i volatilitet ROA. Učestalost pojave gubitaka je

statistički značajna determinanta samo u specifikaciji koja objašnjava varijacije u agregatnoj meri kvaliteta neto rezultata pre ostalih rashoda i prihoda, dok volatilitnost novčanih tokova i finansijski leveridž nemaju statistički značajan uticaj ni u jednoj od pomenutih specifikacija. Osim toga, objašnjavajuća sposobnost modela kao celine opada sa 30,3% (u slučaju agregatne mere kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja) na 24,2% odnosno na 21,8% ako se agregatna mera odnosi na neto rezultat pre ostalih prihoda i rashoda tj. na rezultat iz poslovanja. Testovi koji su imali za cilj da se proverí ispunjenost pretpostavki višestrukog linearnog regresionog modela ukazali su na to da ove specifikacije ne ispunjavaju pretpostavku o linearnosti specifikacije (Ramsejevog testa greške u specifikaciji).

Zbog navedenih problema, u narednom koraku, napravljeno je nekoliko izmena u specifikacijama višestrukog linearnog regresionog modela. Promenljiva koja se odnosi na volatilitnost stope prinosa na ukupna ulaganja je kvadrirana, odnosno posmatrana je kao varijansa stope prinosa na ukupna ulaganja. U model je uvedena promenljiva koja predstavlja prosečno učešće prihoda od prodaje (prometa) u ukupnoj imovini. S obzirom da su kategoričke promenljive za sektore pokazale da statistički značajne razlike u rezultatima postoje samo između dva najzastupljenija sektora u uzorku (Trgovine i Prerađivačke industrije), uvođenjem promenljive koja se odnosi na relativno učešće ostvarenih prometa preduzeća, nestala je potreba za uključivanjem fiksnih efekata za industrije (jer je prosečno učešće prihoda od prodaje u ukupnoj imovini u Trgovini je 2,402 dok je ovaj pokazatelj u Prerađivačkoj industriji skoro duplo niži i iznosi 1,213). Konačno, u specifikaciji u kojoj je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta operativnih rezultata, promenljiva finansijskog leveridža zamenjena je promenljivom koja se meri prosečno učešće obaveza iz poslovanja (obaveza prema dobavljačima, pasivnih vremenskih razgraničenja, obaveza za poreze i doprinose i ostalih kratkoročnih obaveza) u ukupnoj imovini. Rezultati ocenjivanja ovako definisanih specifikacija ((2) i (4)) i testiranja ispunjenosti pretpostavki višestrukog linearnog regresionog modela prikazani su u Tabeli 44.

Kao što se može videti iz Tabele 44 revidirane specifikacije ((2) i (4)) uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatne mere kvaliteta računovodstvenih međurezultata ispunjavaju sve pretpostavke višestrukog linearnog regresionog modela kao i kriterijume za prihvatanje nulte hipoteze o ispravnoj specifikaciji Ramsejevog testa greške u specifikaciji. Nakon izmena izvršenih sa ciljem oblikovanja modela koji zadovoljava definisane pretpostavke, korigovani koeficijenti determinacije novih specifikacija su dodatno smanjeni, pa model zasnovan na agregatnoj meri kvaliteta neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda objašnjava 20,2%, a model koji za zavisnu promenljivu ima agregatnu meru kvaliteta operativnih rezultata objašnjava svega 18,5% varijacija u rangovima agregatne mere.

Tabela 44. Rezultati ocenjivanja različitih specifikacija višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta rezultata iz poslovnih aktivnosti i neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda

Nezavisne promenljive	Zavisna promenljiva u specifikacijama:			
	$AEQ_{i,PFO}$		$AEQ_{i,NIBE}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
Konstantni član	173,086*** (4,92)	217,166*** (6,05)	191,095*** (5,02)	244,797*** (6,39)
SIZE_i	-3,383** (-2,21)	-5,222*** (-3,41)	-4,258** (-2,57)	-6,528*** (-3,97)
vol_CFO_i	-4,432 (-0,48)		-2,821 (-0,29)	
SALES_i		-3,075** (-2,12)		-2,933* (-1,93)
vol_ROA_i	119,018*** (4,41)		116,130*** (4,05)	
vol_ROA_i²		134,245*** (2,76)		117,914** (2,26)
NEGPFO_i	8,342 (1,08)	13,518* (1,83)		
NEGNIBE_i			19,563*** (2,65)	21,144*** (2,80)
LEV_i	4,609 (1,10)		4,857 (1,04)	8,591* (1,86)
POS_OB_i A_i		14,506** (2,46)		
F-statistika (p-vrednost)	5,98 (0,000)	10,70 (0,000)	6,71 (0,000)	11,83 (0,000)
Kategoričke promenljive za sektore	DA	NE	DA	NE
Korigovani R²	0,218	0,185	0,242	0,202
Ramsejev test specifikacije	5,89 (0,001)	1,48 (0,222)	5,51 (0,001)	0,93 (0,428)
Brojš-Paganov test heteroskedastičnosti	0,60 (0,439)	0,11 (0,735)	0,48 (0,487)	0,04 (0,846)
Šapiro-Vilk test normalne raspodele	0,992 (0,268)	0,992 (0,312)	0,991 (0,202)	0,991 (0,200)
VIF	1,28	1,36	1,30	1,44

Promenljive su definisane na sledeći način: $SIZE_i$ je veličina preduzeća i , izračunata kao prosečni prirodni logaritam ukupne imovine; vol_CFO_i je volatilnost novčanih tokova preduzeća i , aproksimirana standardnom devijacijom novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti (prethodno podeljenih sa ukupnom imovinom); $SALES_i$ je obim prometa preduzeća i , izračunat kao prosečno učešće prihoda od prodaje u ukupnoj imovini; vol_ROA_i je volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja preduzeća i , izračunata kao standardna devijacija stope prinosa na ukupna ulaganja; $vol_ROA_i^2$ je volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja preduzeća i , izračunata kao kvadrat standardne devijacije stope prinosa na ukupna ulaganja; $NEGPFO_i$ je učestalost pojave negativnih rezultata iz poslovnih aktivnosti u preduzeću i , izražena kao odnos broja godina u kojima su iskazani gubici

iz poslovne aktivnosti i ukupnog broja godina analiziranog perioda; $NEGNIBE_i$ je učestalost pojave negativnih rezultata pre ostalih prihoda i rashoda u preduzeću i , izražena kao odnos broja godina u kojima su iskazani gubici pre ostalih prihoda i rashoda i ukupnog broja godina analiziranog perioda; LEV_i je finansijski leveridž preduzeća i , aproksimiran prosečnim učešćem ukupnih obaveza u ukupnoj imovini; POS_OB_i/A_i je prosečno učešće poslovnih obaveza u ukupnoj imovini preduzeća i (Poslovne obaveze = Ukupne obaveze – (Dugoročne obaveze + Kratkoročne finansijske obaveze)). U zgradama ispod ocenjenih regresionih koeficijenata je navedena njihova t -statistika.

*statistički značajno na nivou od 10%; **statistički značajno na nivou od 5%; ***statistički značajno na nivou od 1%

Izvor: Izrada autora

Sprovedena analiza omogućila je izvođenje važnih zaključaka u pogledu validnosti hipoteze H_6 :

- Skup determinanti agregatne mere kvaliteta računovodstvenih međurezultata ne može se poistovetiti sa skupom individualnih karakteristika preduzeća kojim se mogu objasniti varijacije u agregatnoj meri kvaliteta neto rezultata, pre svega iz razloga što isključivanjem uticaja ostalih i finansijskih rezultata izostaje sposobnost novčanih tokova u objašnjavanju varijacija u kvalitetu objavljenih finansijskih performansi između preduzeća.
- Volatilnost stope prinosa na ukupna ulaganja i veličina preduzeća predstavljaju statistički značajne determinante agregatne mere kvaliteta bez obzira na nivo računovodstvenog rezultata koji je odabran za pokazatelj finansijskih performansi preduzeća, premda se značaj i intenzitet uticaja veličine preduzeća pojačava sa prelaskom na agregatne mere kvaliteta međurezultata.
- Statistička značajnost uticaja učestalosti pojave gubitaka je najveća u slučaju agregatne mere kvaliteta neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda, a najmanja u slučaju agregatne mere kvaliteta operativnih rezultata, što još jednom pokazuje da deo rezultata iz poslovanja koji se anulira gubicima iz finansiranja nije zanemarljiv.
- Poređenje uticaja ukupne zaduženosti preduzeća na različite agregatne mere kvaliteta nije moguće izvesti jer se uključivanjem promenljive LEV u model agregatne mere kvaliteta operativnih rezultata ne može, sa dovoljnim stepenom pouzdanosti, prihvatiti nulta hipoteza Ramsejevog testa greške u specifikaciji. Međutim, posmatranjem rezultata prostih linearnih regresija, može se uočiti da intenzitet uticaja zaduženosti opada sa smanjenjem obuhvatnosti pokazatelja finansijskih performansi (jer su ocenjeni koeficijenti ispred promenljive LEV u prostim regresijama statistički značajni i iznose $19,82 > 18,99 > 16,81$ za zavisne promenljive AEQ_{NI} , AEQ_{NIBE} i AEQ_{PFO} respektivno).
- Na osnovu argumenata izvedenih poređenjem skupa determinanti, njihovog intenziteta i značajnosti uticaja na različite agregatne mere kvaliteta, hipoteza H_6 se može prihvatiti, ali što je još značajnije, može se zaključiti da se smanjenjem obuhvatnosti računovodstvenih pokazatelja ostvarenih finansijskih performansi preduzeća značajno umanjuje upotrebnost vrednosti agregatnih mera kvaliteta koje su na takvim pokazateljima zasnovane.

6. Analiza robustnosti rezultata bazirana na alternativnim sadržajima agregatne mere kvaliteta

Evaluacija rezultata koji se tiču uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta, izvršena je u nekoliko koraka. U prvom koraku je testiran uticaj definisanog skupa nezavisnih promenljivih (isključujući promenljivu INVOP za koju je prethodno utvrđeno da nema statistički značaj u objašnjavanju varijacija u rangovima agregatne mere kvaliteta i uključivanjem fiksnih efekata za sektore tamo gde je to doprinosilo objašnjavajućoj sposobnosti modela kao celine) na pojedinačne mere kvaliteta koje ulaze u sastav agregatne mere. Osim što je na ovaj način moguće detektovati karakteristike preduzeća koje ne utiču na strukturne elemente agregatne mere, olakšano je izdvajanje pojedinačnih atributa kvaliteta koji nisu podložni uticaju definisanog skupa determinanti zbog čega ih je, u cilju testiranja robustnosti agregatne mere, potrebno isključiti ili ih zameniti alternativnim načinima njihovog merenja.

Prethodno je definisana agregatna mera kvaliteta koja je uključivala malu volatilnost kao poželjnu karakteristiku kvaliteta. Korelaciona analiza pokazala je da u konkretnom uzorku, postoji negativan i statistički značajan stepen korelacije između volatilnosti neto rezultata sa jedne strane i njegove perzistentnosti i prediktabilnosti sa druge strane, čime je otvorena mogućnost da se veća volatilnost posmatra kao poželjna karakteristika kvaliteta. Osim toga, neki autori smatraju da su niže vrednosti pokazatelja VOL indikacija većeg korišćenja diskrecionih prava menadžera koje ima za posledicu ciljano uravnotežavanje računovodstvenih rezultata (npr. Leuz, Nanda and Wysocki, 2003). Imajući to u vidu, testiranje robustnosti izvršeno je i posmatranjem veće volatilnosti kao poželjne karakteristike kvaliteta odnosno, pokazatelj volatilnosti izračunat je kao negativni količnik standardne devijacije neto dobitka pre oporezivanja i standardne devijacije novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti:

$$neg_VOL_{i(NI)} = -\frac{\sigma(NI_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t})} \quad (64)$$

U ovom slučaju, više vrednosti pokazatelja neg_VOL_i impliciraju manju volatilnost dobitaka (veću uravnoteženost) a time i manji informacioni kvalitet.

U literaturi postoji više različitih modela kojima se aproksimira konzervativizam, pa Bushman and Piotroski (2006) polaze od toga da ako je u jednačini (19) koja predstavlja Basuov model asimetrične perzistentnosti računovodstvenih rezultata, $\beta_3 = 0$, nema razlike u brzini priznavanja dobrih i loših vesti, dok β_2 meri generalnu brzinu priznavanja vesti. Ukoliko je $\beta_3 \neq 0$, onda β_2 meri brzinu priznavanja dobrih vesti, β_3 meri inkrementalnu brzinu priznavanja loših vesti u neto rezultatu relativno u odnosu na brzinu priznavanja dobrih vesti, a zbir koeficijenata $\beta_2 + \beta_3$ predstavlja brzinu priznavanja loših vesti. Ukoliko se pođe od pretpostavke o perzistentnosti pozitivnih komponenti računovodstvenih rezultata (koji nemaju reverzibilnu tendenciju) implikacija je da je $\beta_2 = 0$ pa se alternativna mera konzervativizma može predstaviti u obliku:

$$alt_CONS_{NI} = \beta_3 \quad (65)^{28}$$

²⁸ Ova mera konzervativizma korišćena je u Šodan (2014) ali i u Gaio (2010) kao negativni koeficijent β_3 s obzirom da je koeficijent izveden iz jednačine u kojoj je neto dobitak perioda regresiran na promenljivu koja se odnosi na ukupan povraćaj na akcije istog perioda.

Tabela 45. Rezultati ocenjivanja višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na pojedinačne mere kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja

Nezavisne promenljive	Zavisne promenljive u specifikacijama:						
	1. <i>PERS_{NI}</i>	2. <i>PRED_{NI}</i>	3. <i>VOL_{NI}</i>	4. <i>AQ</i>	5. <i>CONS_{NI}</i>	6. <i>alter_CONS_{NI}</i>	7. <i>neg_VOL_{NI}</i>
<i>SIZE</i>	-0,004	0,010	0,079	-0,015	1,427	-0,266	-0,079
<i>vol_CFO</i>	0,242	1,119	-0,913	0,062	44,513	11,654	0,913
<i>vol_SALES</i>	0,029	0,012	0,094	-0,015	-7,584	-4,604	-0,094
<i>vol_ROA</i>	-1,102	-0,078	3,895	0,202	-51,151	6,967	-3,895
<i>OPERCYCLE</i>	0,045	0,003	-0,052	0,014	0,772	-0,068	0,052
<i>NEGNI</i>	0,088	-0,027	0,030	0,014	-45,476	-0,974	-0,030
<i>LEV</i>	0,042	-0,006	-0,054	0,042	18,662	-0,222	0,054
<i>CFO/SALES</i>	0,002	-0,000	-0,002	-0,000	0,020	0,011	0,002
Korigovani R ²	0,028	0,961	0,494	0,439	0,017	0,042	0,494
Kategoričke promenljive za sektore	NE	NE	NE	DA	DA	NE	NE

Zavisne promenljive u modelu $PERS_{i,NI}$, $PRED_{i,NI}$, $VOL_{i,NI}$, AQ_i i $CONS_{i,NI}$ – pojedinačne mere kvaliteta objavljenog neto dobitka pre oporezivanja preduzeća i , definisane kao i u Tabeli 32. Zavisne promenljive $alter_CONS_{i,NI}$ i $neg_VOL_{i,NI}$ dobijene su iz jednačina (65) i (64) respektivno. Nezavisne promenljive definisane su kao i u Tabeli 34.

Podobljanim fontom predstavljeni su ocenjeni regresioni koeficijenti koji imaju statističku značajnost na nivou od 10%.

Izvor: Izrada autora

Rezultati ocenjivanja modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na pojedinačne mere kvaliteta prikazane su u Tabeli 45. Korigovani koeficijenti determinacije regresija u kojima su zavisne promenljive pojedinačne mere kvaliteta potvrđuju da definisani skup individualnih karakteristika preduzeća (izuzev promenljive koja simbolizuje kvalitet prihoda od prodaje) ima eksplanatornu moć, ali i da se ona značajno razlikuje između pojedinačnih atributa kvaliteta. Veličina aktive, volatilitnost novčanih tokova, volatilitnost ROA i učestalost pojave gubitaka objašnjavaju čak 96% varijacija u prediktabilnosti neto rezultata između preduzeća. Volatilitnost novčanih tokova, volatilitnost prodaje, volatilitnost stope prinosa na ukupna ulaganja, veličina preduzeća i dužina operativnog ciklusa združeno mogu objasniti do 49,4% varijacija u volatilitnosti neto rezultata, dok statistički značajan uticaj u objašnjavanju kvaliteta obračunskih veličina (oko 44%) imaju veličina preduzeća, volatilitnost novčanih tokova, volatilitnost ROA, dužina operativnog ciklusa i finansijski leveridž. Definisani skup determinanti ima najmanje domete u objašnjavanju varijacija perzistentnosti (2,8%) i konzervativizma (1,7%-4,2% u zavisnosti od primenjene definicije) što je na liniji rezultata dobijenih u međunarodnoj studiji Gaio (2010), koja pokazuje da u objašnjavanju varijabiliteta konzervativizma određeni doprinos mogu dati promenljive koje se odnose na ekonomske i regulatorne razlike među zemljama obuhvaćenim istraživanjem.

U drugom koraku robustnost modela je testirana izmenama u sadržini agregatne mere kao zavisne promenljive sa jedne strane, i uključivanjem jednih uz istovremeno isključivanje drugih regresora sa druge strane regresione jednačine (rezultati testiranja prikazani su u Tabeli 46). Jednačinama (66), (67), (68) i (69) definisane su četiri dodatne agregatne mere kvaliteta

objavljenih neto rezultata pre oporezivanja: agregatna mera $AEQ1_{NI}$ koja uključuje transponovanu volatilitnost (umesto mere koja je volatilitnost posmatrala kao nepoželjnu karakteristiku kvaliteta), agregatna mera $AEQ2_{NI}$ iz koje je isključen pokazatelj perzistentnosti (jer se individualnim karakteristikama preduzeća može objasniti samo 2,8% varijacija u pokazatelju perzistentnosti), agregatna mera $AEQ3_{NI}$ iz koje je isključen pokazatelj konzervativizma i agregatna mera $AEQ4_{NI}$ koja uključuje alternativni pristup merenju konzervativizma.

$$AEQ1_{i,NI} = \frac{RANK(PERS_{i,NI})+RANK(PRED_{i,NI})+RANK(neg_VOL_{i,NI})+RANK(AQ_i)+RANK(CONS_{i,NI})}{5} \quad (66)$$

$$AEQ2_{i,NI} = \frac{RANK(PRED_{i,NI})+RANK(VOL_{i,NI})+RANK(AQ_i)+RANK(CONS_{i,NI})}{4} \quad (67)$$

$$AEQ3_{i,NI} = \frac{RANK(PERS_{i,NI})+RANK(PRED_{i,NI})+RANK(VOL_{i,NI})+RANK(AQ_i)}{4} \quad (68)$$

$$AEQ4_{i,NI} = \frac{RANK(PERS_{i,NI})+RANK(PRED_{i,NI})+RANK(VOL_{i,NI})+RANK(AQ_i)+RANK(alt_CONS_{i,NI})}{5} \quad (69)$$

Nakon toga je testiran uticaj polaznog skupa individualnih karakteristika preduzeća koji je dao najbolje rezultate u inicijalnom modelu (veličina preduzeća, volatilitnost novčanih tokova, volatilitnost ROA, učestalost pojave gubitaka, finansijski leveridž i kategoričke promenljive za pripadnost privrednom sektoru) na revidirane agregatne mere kvaliteta. U poslednjem koraku su ocenjene specifikacije koje isključuju promenljive bez statistički značajnog uticaja, a uključuju alternativne determinante kvaliteta koje mogu doprineti povećanju eksplanatorne moći modela.

Rezultati prikazani u Tabeli 46 pokazuju da se manjim izmenama u sadržini agregatne mere kvaliteta neznatno menja objašnjavajuća sposobnost modela kao celine. Ukoliko agregatna mera uključuje uravnoteženo iskazivanje neto rezultata kao nepoželjno ponašanje (specifikacija (1) i (2)), smanjuje se značaj uticaja učestalosti pojave gubitaka a pojačava uticaj volatilitnosti prodaje na agregatnu meru. Osim toga, ocenjeni koeficijent ispred volatilitnosti stope prinosa na ukupna ulaganja menja smer uticaja na agregatnu meru, što je očekivano, imajući u vidu da veća volatilitnost ROA povećava volatilitnost neto rezultata, a kako je u ovoj agregatnoj meri volatilitnost poželjna karakteristika, rezultira u nižem rangju agregatne mere.

Potpunim isključivanjem pokazatelja perzistentnosti iz inicijalne agregatne mere, smanjuje se uticaj učestalosti pojave gubitaka na rang agregatne mere, a umesto ove promenljive na značaju dobija volatilitnost prodaje, pri čemu objašnjavajuća moć modela neznatno raste sa 30,6% na 31,8% (specifikacija (3) i (4)).

Konačno, zamenom pokazatelja konzervativizma u agregatnoj meri, alternativnim načinom njegovog obračuna, eksplanatorna moć modela pada za 0,7% jer izostaje statistički značajan uticaj volatilitnosti novčanih tokova na rang $AEQ4_{NI}$. Izuzimanjem mere konzervativizma iz obračuna agregatne mere, sposobnost odabranog skupa individualnih karakteristika preduzeća da objasni varijabilitet u agregatnoj meri između preduzeća raste za 7,2%.

Tabela 46. Rezultati ocenjivanja višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na alternativne agregatne mere kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja

Nezavisne promenljive	Zavisne promenljive: alternativne agregatne mere AEQ_{NI}					
	1.	2.	3.	4.	5.	6.
	$AEQ1_{NI}$		$AEQ2_{NI}$		$AEQ3_{NI}$	$AEQ4_{NI}$
<i>SIZE</i>	-4,636	-6,047	-3,615	-4,286	-4,325	-2,825
<i>vol_CFO</i>	57,531	81,148	9,164	28,682	12,427	11,044
<i>vol_SALES</i>		-9,248		-7,975		
<i>vol_ROA</i>	-122,949	-133,134	121,199	122,720	101,797	78,792
<i>OPERCYCLE</i>		4,865				
<i>NEGNI</i>	11,471		9,538		25,959	13,565
<i>LEV</i>	18,562	22,053	12,461	15,454	9,459	11,358
Korigovani R^2	0,280	0,324	0,306	0,318	0,375	0,296
Kategoričke promenljive za sektore uključene						

Zavisne promenljive $AEQ1_{NI}$, $AEQ2_{NI}$, $AEQ3_{NI}$ i $AEQ4_{NI}$ definisane su jednačinama (31), (32), (33) i (34) respektivno. Nezavisne promenljive definisane su kao i u Tabeli 34.

Podebljanim fontom predstavljeni su ocenjeni regresioni koeficijenti koji imaju statističku značajnost na nivou od 5%.

Izvor: Izrada autora

Testiranjem robustnosti modela procene kvaliteta objavljenih računovodstvenih rezultata zasnovanih na agregatnim merama, na više načina je pokazano da agregatna mera može poslužiti kao dodatni analitički instrument za dobijanje korisnih informacija u procesu donošenja spektra različitih odluka, jer obuhvata specifičnu definiciju kvaliteta koja nije u domenu eksterne revizije finansijskih izveštaja, niti se može poistovetiti sa ishodom pokrivenim klasičnom analizom finansijskih izveštaja; da individualne karakteristike preduzeća koje su u isključivoj ingerenciji menadžmenta pa su, kao takve, podložne promenama, imaju relativno veliki uticaj na rangiranje preduzeća prema aspektima kvaliteta obuhvaćenih agregatnom merom; da agregatna mera može trpeti manje izmene u svojoj strukturi bez značajnijih posledica po smanjenje njenog informacionog doprinosa, i na kraju, da je u okvirima regulative Republike Srbije, agregatna mera zasnovana na neto dobitku kao poslednjem ishodu bilansa uspeha, najpouzdanija osnova za izvođenje zaključaka i procena u pogledu budućih performansi preduzeća.

IV IMPLIKACIJE KREATIVNE RAČUNOVODSTVENE PRAKSE NA KVALITET FINANSIJSKIH IZVEŠTAJA

1. Pojmovno određenje upravljanja dobitkom

Uprkos velikoj pažnji koju, na globalnom nivou, regulatorna tela, praktičari i pripadnici akademske zajednice posvećuju kreativnom računovodstvu i u okviru njega, upravljanju dobitkom (earnings management), još uvek ne postoji konsenzus oko univerzalne definicije koja bi pokrila sve aspekte ovog procesa koji kontinuirano evoluira, pretendujući da u praksi potpuno marginalizuje osnovni postulat finansijskog izveštavanja – verodostojno prikazivanje. Tri godine pre bankrotstva kompanije Enron, jednog od najpoznatijih skandala u istoriji svetske privrede, dugogodišnji predsednik SEC-a (U.S. Securities and Exchange Commission) Artur Levitt, upozorio je javnost na rapidnu eroziju kvaliteta objavljenih računovodstvenih rezultata i finansijskih izveštaja uzrokovanu prerastanjem upravljanja računovodstvenim dobitkom u manipulacije²⁹. Iako se svi pripadnici računovodstvene profesije slažu sa konstatacijom da praksa upravljanja dobitkom duboko prožima finansijske izveštaje, istraživanja su o tome obezbedila samo nekonzistentnu dokumentovanost u literaturi i ograničene dokaze njenih negativnih efekata. Uzroci ovakvog dispariteta mogu se tražiti pre svega u nepostojanju jasne i aplikativne definicije ovog fenomena i ograničenjima raspoložive metodologije u njegovom merenju usled kojih su rezultati identifikovanja prakse upravljanja dobitkom veoma skromni.

Svetsku ekonomiju savremenog doba karakteriše izražena heterogenost privrednih subjekata i njihovih delatnosti, kontinuirane inovacije, savremene tehnologije i svakodnevna pojava novih oblika transakcija. U cilju održavanja svoje primarne, univerzalne, informacione funkcije u turbulentnom privrednom okruženju, računovodstvo je utemeljeno na fleksibilnim principima koji se mogu adaptirati i primeniti na novonastale okolnosti. Svaka devijacija i zloupotreba te fleksibilnosti ugrožava jedno od retkih pravila i visoko postavljenih standarda računovodstvene profesije koji se odnose na demonstriranje objektivnosti i integriteta u procesima finansijskog izveštavanja. Iako granice fleksibilnosti nisu čvrsto postavljene, prevelika širina u njihovom poimanju i odstupanje od dobre računovodstvene prakse uporište su svih definicija upravljanja dobitkom.

Da bi finansijski izveštaji komunicirali insajderske informacije eksternim stejkholderima o perspektivama finansijskog i rentabilitetnog položaja preduzeća, menadžeri moraju primenjivati prosuđivanje i birati računovodstvene politike koje najbolje odražavaju karakteristike poslovanja njihovih kompanija. Procenjivanje ekonomskog veka trajanja i rezidualne vrednosti dugoročne imovine, nenaplativih iznosa potraživanja i iznosa gubitaka usled obezvređenja samo su pojedinačni primeri situacija u kojima se subjektivna komponenta procesa finansijskog izveštavanja ne može izbeći. Na menadžerima je i odluka o izboru metode

²⁹Levitt, A. 1998. "The "Numbers Game." Securities and Exchange Commission, Remarks by Chairman Arthur Levitt (September 28) www.sec.gov.

otpisivanja dugoročne imovine i metode disponiranja zaliha, odluka o trenutku pribavljanja i isporuke zaliha, odluka o potrebnom nivou zaliha, odluka o načinu strukturiranja transakcija poput poslovnih kombinacija ili lizing aranžmana, odluka o emisiji vlasničkih i dužničkih hartija od vrednosti, odluka o investiranju kapitala u druge privredne subjekte i slično. Svaka od navedenih odluka ima značajne implikacije na finansijske izveštaje bilo kroz reperkusije na alokaciju troškova, veličinu i trenutak priznavanja prihoda, vrednost imovine, obaveza i kapitala, ili kroz obavezu sastavljanja konsolidovanih finansijskih izveštaja. To znači da je nivoom fleksibilnosti inkorporiranim u profesionalnoj računovodstvenoj regulativi, podrazumevan i određeni stepen oblikovanja finansijskih izveštaja kroz upravljanje dobitkom. S tim u vezi, nameće se pitanje koji obim eksploatacije diskrecionih prava menadžera i nivo agresivnosti u primeni računovodstvenih politika razlikuje dobru računovodstvenu praksu, upravljanje dobitkom, manipulacije i računovodstvene prevare, i da li su do sada establisane definicije upravljanja dobitkom ponudile zadovoljavajuća rešenja? U nastavku je prikazano nekoliko, u literaturi često citiranih definicija upravljanja dobitkom:

- (Schipper, 1989) "Upravljanje dobitkom su ciljne intervencije u procesu eksternog finansijskog izveštavanja (koje su u suprotnosti sa neutralnim finansijskim izveštavanjem) sa namerom ubiranja ličnih koristi...Nešto šire shvatanje definicije bi obuhvatilo i "realno" upravljanje dobitkom koje se realizuje vremenskim strukturiranjem investicionih i finansijskih odluka koje omogućava oblikovanje računovodstvenog rezultata ili njegovih komponenti."
- (M. Beneish, 1999) „Upravljanje dobitkom podrazumeva situacije u kojima menadžeri krše odredbe i principe postavljene profesionalnom računovodstvenom regulativom u cilju povoljnijeg predstavljanja finansijskih performansi preduzeća“.
- (Healy i Wahlen, 1999) „Upravljanje dobitkom obuhvata situacije u kojima menadžeri koriste prosuđivanje u procesima finansijskog izveštavanja i strukturiranja transakcija, kako bi oblikovali finansijske izveštaje u cilju ili obmanjivanja pojedinih grupa stejkholdera u pogledu fundamentalnih ekonomskih performansi kompanije ili uticaja na ugovorne ishode koji zavise od objavljenih finansijskih informacija.“
- (Guenther, 2005) „Upravljanje dobitkom postoji kada menadžeri preduzimaju specifične aktivnosti kako bi dostigli željeni nivo objavljenih finansijsko-izveštajnih rezultata i podrazumevaju tendenciozno biranje računovodstvenih metoda i pravljenje računovodstvenih procena kako bi objavljene finansijske performanse preduzeća izgledale uravnoteženije nego što bi inače bile, ili kako bi prikazali računovodstvene dobitke koji dostižu ili premašuju projekcije investicionih analitičara.“
- (Ronen i Varda 2008) „Upravljanje dobitkom je skup menadžerskih odluka koje rezultuju u neprikazivanju stvarnih kratkoročnih finansijskih rezultata koji su poznati menadžmentu. Upravljanje dobitkom odnosi se na preduzimanje poslovnih i investicionih aktivnosti pre realizacije dobitaka ili odabir računovodstvenih politika koje utiču na visinu objavljenih dobitaka i njihovu interpretaciju nakon realizacije stvarnih dobitaka.
- (M. J. Jones, 2011) „Upravljanje dobitkom kao kreativna računovodstvena praksa predstavlja korišćenje fleksibilnosti u računovodstvu, u okvirima profesionalne

regulative, kako bi se upravljalo merenjem i prezentacijom računovodstvenih rezultata na način da se primat daje interesima sastavljača (a ne korisnika) finansijskih izveštaja.“

Iz navedenih definicija uočljivo je da autori poistovećuju upravljanje dobitkom sa manjim ili većim stepenom devijacije od dobre (neutralne) računovodstvene prakse usmerenim ka dostizanju unapred definisanih ciljeva, kao i da su menadžeri glavni nosioci ovog procesa. Ipak, nijedna od definicija ne postavlja jasne granice razlikovanja „tehnika upravljanja dobitkom od svakodnevne borbe menadžera da troškove drže u okvirima zadatih budžeta ili dostignu nivo prihoda kojima se ostvaruju postavljeni ciljevi prodaje“ (Dharan, Creekmore i Jones 2003).

Autori Ronen i Varda (2008) u definisanju upravljanja dobitkom polaze od premise postojanja objektivnog i neutralnog računovodstvenog iznosa dobitka koji nazivaju „kratkoročnom istinom“. Ona menadžmentu ne mora biti poznata, ali zbog superiornih informacija kojima raspolaže, procena menadžmenta u pogledu te vrednosti može se uzeti kao aproksimacija „istine“. Upravljanje dobitkom nastaje kada objavljeni računovodstveni rezultati odstupaju (na više ili na niže) od iznosa objektivnog i neutralnog dobitka ili njegove aproksimacije. Ovakva pretpostavka omogućava relativno široko postavljanje definicije upravljanja dobitkom, pa navedeni autori smatraju da upravljanje dobitkom može biti:

- Korisno - ono koje signalizira dugoročnu vrednost;
- Neutralno - ono koje otkriva stvarne kratkoročne performanse;
- Štetno - ono koje prikriva kratkoročnu ili dugoročnu vrednost.

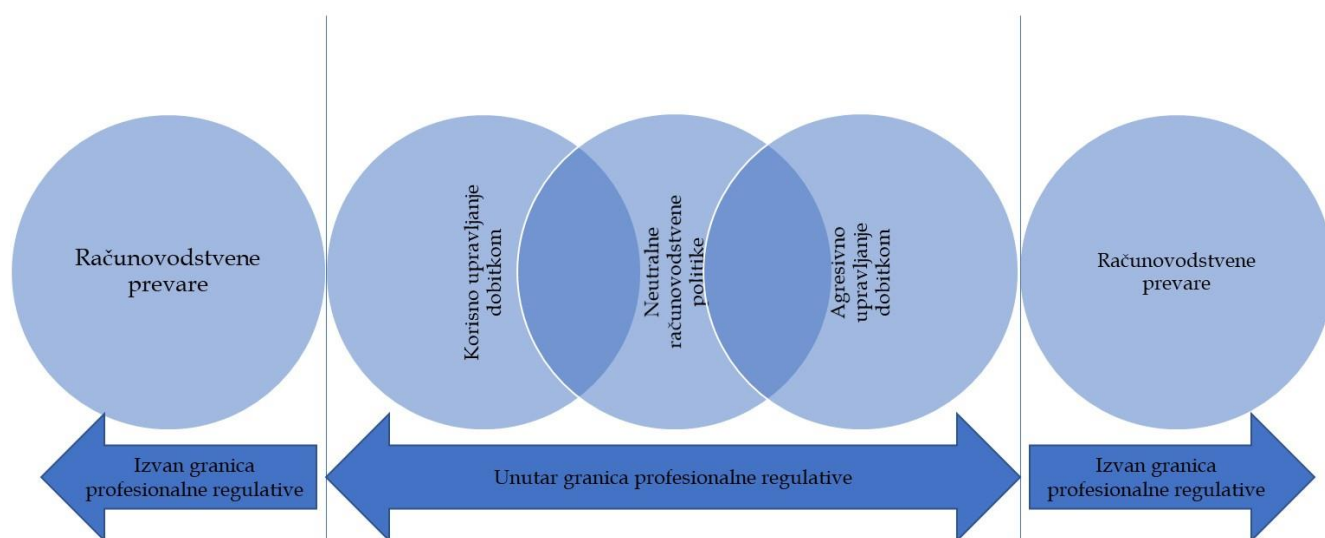
Važno je primetiti da u literaturi postoje stavovi koji upravljanju dobitkom ne daju a priori negativnu konotaciju, već ostavljaju prostor za situacije u kojima menadžment bez oportunitetne orijentacije koristi fleksibilnost u cilju prenošenja povlašćenih informacija o budućim performansama preduzeća i sprečavanja informacione konfuzije koju bi neutralni rezultati mogli izazvati kod eksternih korisnika finansijskih izveštaja. Korisno upravljanje dobitkom najčešće se odnosi na implementaciju konzervativnih računovodstvenih politika koje za posledicu imaju kreiranje skrivenih rezervi. Iako u finansijskim izveštajima nisu lako uočljive, jer nastaju kao posledica razlika između stvarnih i knjigovodstvenih vrednosti imovine i obaveza, skrivene rezerve omogućavaju širi manevarski prostor za implementaciju politike uravnoteženih dobitaka. Osim toga, njihovim objektiviranjem (razlaganjem) mogu se prevazići tržišni šokovi, izbeći tranzitorni gubici, popraviti finansijska struktura, povećati interni izvori finansiranja i voditi politika stabilnih dividendi (Malinić, 2007). Uravnotežavanje dobitaka sračunato na podizanje nivoa korisnosti svih grupa korisnika finansijskih izveštaja, podrazumeva dopušteno odstupanje finansijsko-izveštajnih dobitaka (u visini, nagibu kretanja ili amplitudi fluktuacija) od njihove „istinite vrednosti“ (Schipper, 1989), koje ublažava cikličnu prirodu dobitaka i smanjuje tržišni rizik. Sve ovo pod pretpostavkom razumne i poslovno-politički dobro osmišljene strategije latentnih rezervi i uravnoteženih izveštajnih rezultata.

Sa druge strane, štetno upravljanje računovodstvenim rezultatima na koje referiše većina opšteprihvaćenih definicija, može se kretati u okvirima profesionalne regulative i nijansirano je od tendencioznog izbora skupa računovodstvenih metoda kojima se postižu željeni ciljevi, agresivne primene računovodstvenih politika i procena, preširokog shvatanja sloboda

ostavljenih u međunarodnim računovodstvenim standardima, pa do njihovog iskrivljenog i neetičkog tumačenja. Agresivnost u svim fazama procesa finansijskog izveštavanja sinonim je za eksploataciju fleksibilnosti do krajnjih granica, kroz realne i računovodstvene aktivnosti, kako bi se dobila željena slika finansijskog i rentabilitetnog položaja preduzeća ili prikrile loše finansijske performanse. Krajnje ekstremna forma upravljanja dobitkom podrazumeva finansijsko-računovodstvene prevare koje obuhvataju „namerno prikazivanje netačnih ili izostavljanje materijalno značajnih činjenica i računovodstvenih podataka kojima se korisnici finansijskih izveštaja dovode u zabludu i koje, kada se uzmu u obzir ostale raspoložive informacije, uzrokuju promenu njihovih procena i odluka (National Association of Certified Fraud Examiners, 1993).

Pojednostavljeni grafički prikaz pojavnih oblika upravljanja dobitkom (Slika 10) trebalo bi da posluži kao ilustracija definicije upravljanja dobitkom koja će biti korišćena u ovom istraživanju.

Slika 10. Grafički prikaz različitih oblika upravljanja dobitkom



Izvor: Izrada autora

Može se primetiti da je jasnu distinkciju moguće napraviti između računovodstvenih prevara (obmanjujućeg, prevarnog finansijskog izveštavanja) i računovodstvenih politika i procena koje se nalaze unutar regulatornog okvira, a koje se mogu, ali ne moraju, svrstati u manipulacije, u zavisnosti od namera koje iza njih stoje. Iako pojedini autori smatraju da se o računovodstvenim prevarama može govoriti samo ukoliko postoje sudske presude i odluke nadležnih regulatornih tela o kršenju zakona ili profesionalne regulative, koje sankcionišu pojedince ili preduzeća koja su u njima učestvovala, povremeni incidenti relaksiraju i ovo razgraničenje. Dešava se naime da, regulatorna tela koja deluju u jednom nacionalnom i institucionalnom kontekstu, određenu računovodstvenu praksu vide kao prevaru, dok je regulatorna tela koja deluju u drugom institucionalnom kontekstu mogu smatrati prihvatljivom³⁰. Problem je, međutim, mnogo ozbiljniji kada je reč o upravljanju

³⁰ O jednom od ovakvih slučajeva HQ Bank - švedska investiciona banka, videti u (Hartmann, Marton, i Söderström 2018).

računovodstvenim rezultatima koje se sprovodi unutar granica zakona i računovodstvenih standarda jer bez objektivnih dokaza o namerama menadžmenta, do kojih je teško doći, nije moguće jasno podvojiti manipulativnu praksu od legitimne primene diskrecije u sastavljanju i prezentaciji finansijskih izveštaja. Suprotstavljanjem navedenih definicija upravljanja dobitkom sa definicijom kvalitetnih finansijskih informacija (koje moraju reflektovati stvarne finansijske performanse, biti pouzdana osnova za procenu budućih finansijskih performansi i odražavati intrističnu vrednost kompanije), nameće se zaključak da manipulisanje računovodstvenim rezultatima umanjuje kvalitet ne samo izveštajnih dobitaka već i kvalitet finansijskih izveštaja u celini.

2. Motivi manipulisanja dobitkom

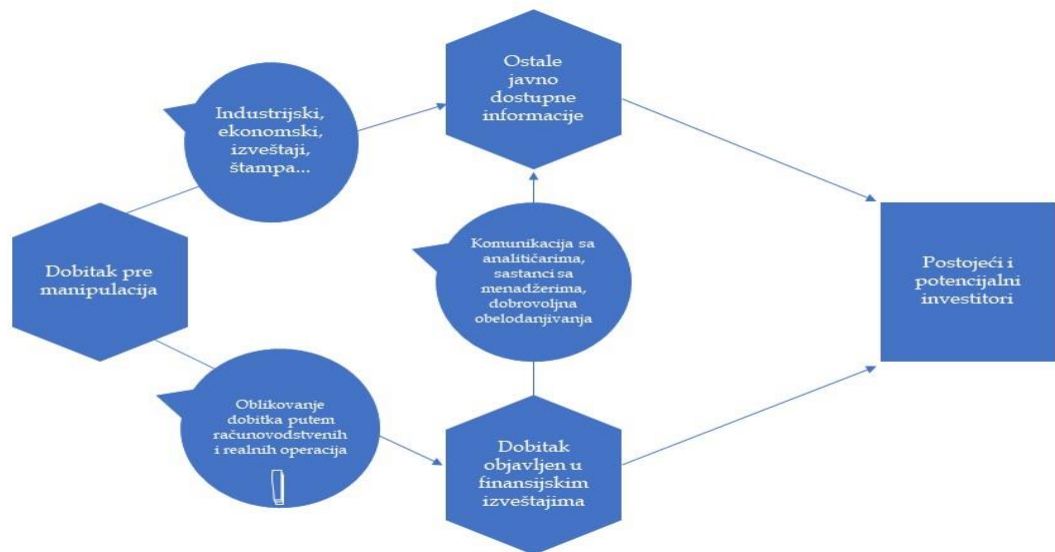
Računovodstvene manipulacije uvek su uzrokovane određenim podsticajem, motivom ili pritiskom i predstavljaju svojevrzni trade-off između troškova i koristi. Budući da menadžeri imaju najveću odgovornost i ingerencije u procesu sastavljanja i prezentacije finansijskih izveštaja, na raspolaganju im je i ekskluzivno pravo korišćenja instrumenata upravljanja dobitkom. Kako je njihovo ponašanje indukovano podsticajima iz internog i eksternog okruženja od kojih zavisi stepen motivacije da ostanu u okvirima dobre računovodstvene prakse, ili da iz njih izađu, u nastavku će biti više reči o uslovima u kojima rastu rizici od pojave manipulacija u finansijskim izveštajima.

Uporište za bolje razumevanje ponašanja menadžera i njihovih odluka daje agencijska teorija. Odnos između vlasnika i menadžera u potpunosti zadovoljava definiciju agencijske veze (ugovorna veza u kojoj se menadžeri obavezuju na profesionalno upravljanje preduzećem i stvaranje vrednosti za vlasnike, u zamenu za odgovarajuću finansijsku kompenzaciju) pa su i problemi korporativnih preduzeća povezani sa razdvajanjem funkcije vlasništva od funkcije upravljanja mogu podvesti pod agencijske probleme. Konflikt između principala (vlasnika) i agenta (menadžera) nastaje kada dođe do razmimoilaženja njihovih interesa, usled čega ili nastaju lični troškovi za menadžere, tokom preduzimanja aktivnosti koje maksimiziraju koristi za vlasnike, ili menadžeri ostvaruju lične koristi na štetu interesa vlasnika. Zbog toga se u literaturi agencijski problem često koristi u objašnjavanju situacija u kojima menadžeri donose odluke koje nisu u najboljem interesu kompanije (npr. Harrison i Harrell, 1993; Beaudoin, 2008). U središtu agencijskog problema nalazi se informaciona asimetrija, s obzirom da menadžeri poseduju mnogo više internih informacija, svakodnevno donose poslovne odluke i kontrolišu poslovne operacije, dok istovremeno ne komuniciraju sve informacije sa sadašnjim i potencijalnim investitorima. Izražena informaciona asimetrija ne samo da povećava agencijske troškove, smanjuje kvalitet korporativnog upravljanja i kreira okruženje u kome rastu rizici od pojave manipulacija, već može odbijati investitore od kupovine/prodaje akcija, u nameri da se zaštite od potencijalnih gubitaka koji bi mogli nastati prilikom trgovine sa bolje obaveštenim investitorima. Posledice se ogledaju u povećanju troškova kapitala i smanjenoj likvidnosti tržišta kapitala (Bhattacharya & Spiegel, 1991). Generalno, superiorna informaciona pozicija menadžera se može destabilizovati različitim instrumentima monitoringa (nezavisnim bordom direktora, internom revizijom, kvalitetnim sistemom internih kontrola, kompenzacionim paketima, izborom respektabilnog eksternog revizora i slično) ali se ne može u potpunosti eliminisati. Realna je i opravdana pretpostavka o tome da određeni stepen informacione asimetrije uvek postoji (pogotovu u preduzećima sa izraženom disperzijom vlasništva) pa

činjenica da su finansijski izveštaji najvažniji medij informisanja investitora o načinu na koji menadžeri koriste poverena im sredstva, dodatno naglašava značaj njihovog kvaliteta i multiplikuje negativne posledice manipulacija u procesu finansijskog izveštavanja.

Richardson (2000) je dokumentovao sistematsku, statistički značajnu, pozitivnu vezu između informacione asimetrije i upravljanja dobitkom. On smatra da postoje najmanje dva faktora koja ograničavaju prostor za upravljanje dobitkom. Jedan od njih je profesionalna regulativa koja uspostavlja granice do kojih objavljeni dobitak može odstupati od dobitka pre izvršenih manipulacija i koja istovremeno predstavlja disciplinarni mehanizam koji ograničava menadžere u kontinuiranom procenjivanju (ili potcenjivanju) računovodstvenih rezultata. Drugi faktor su javne informacije o performansama preduzeća koje su investitorima poznate putem izveštaja investicionih analitičara, radničkih sindikata, velikih akcionara, novinskih članaka, eksternih nezavisnih tela i članova upravnog odbora. Veći obim javno dostupnih informacija iz nezavisnih izvora smanjuje informacionu asimetriju i omogućava investitorima bolji monitoring menadžmenta u eksploataciji njihovih diskrecionih prava. Na Slici 11 prikazani su informacioni tokovi od kojih zavisi nivo informacione asimetrije i razmere upravljanja dobitkom.

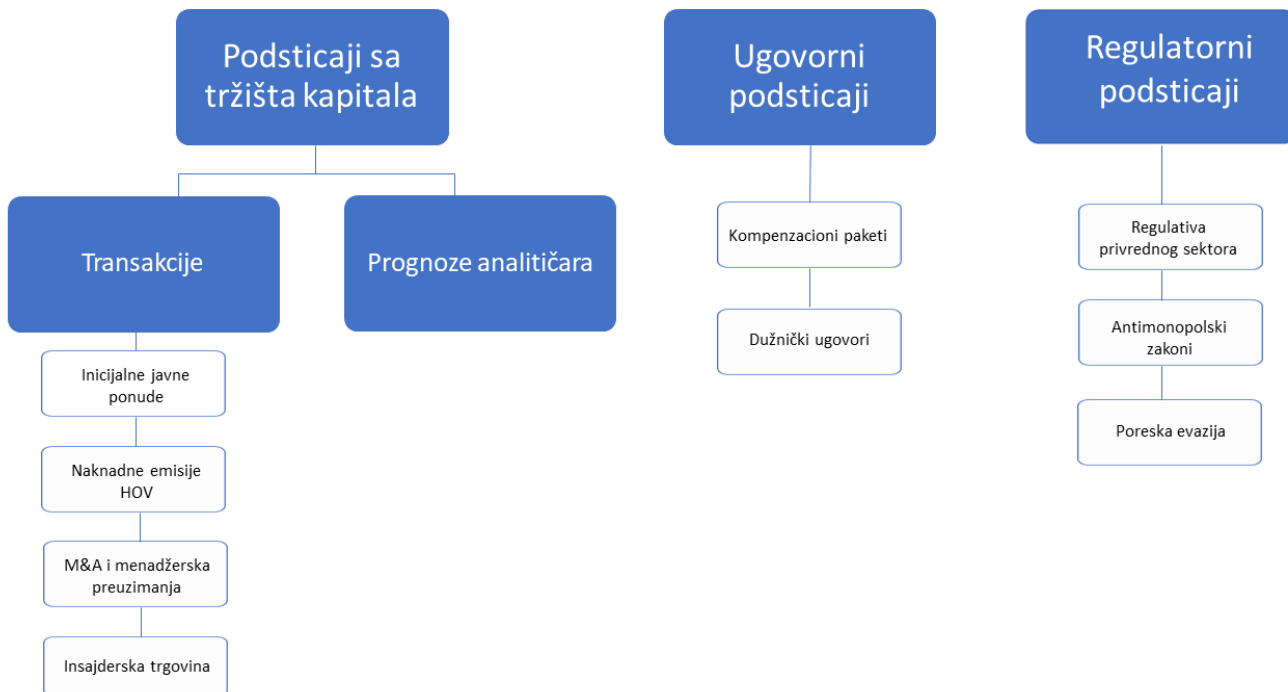
Slika 11. Grafički prikaz informacione asimetrije



Prilagođeno prema: Richardson (2000, p. 327)

U bogatom opusu empirijskih istraživanja iz ove oblasti, tretirani su mnogobrojni faktori koji podstiču manipulisanje dobitkom. Najšire posmatrano, oni se, prema Healy i Wahlen (1999), mogu svrstati u: podsticaje sa tržišta kapitala, ugovorne podsticaje i regulatorni podsticaje.

Slika 12. Motivi manipulisanja dobitkom



Izvor: Izrada autora

2.1 Podsticaji sa tržišta kapitala

Do sada je u literaturi dokumentovano da se upravljanje dobitkom može povezati sa transakcijama na tržištu kapitala u kojima su akcije osnovna „valuta“, pa je njihova cena od izuzetne važnosti (P. M. Dechow & Schrand, 2004). Činjenica da se investitori i finansijski analitičari u velikoj meri oslanjaju na računovodstvene informacije prilikom procene vrednosti akcija kompanija kreira podsticaj za manipulisanje visinom objavljenih izveštajnih rezultata, kako bi se izvršio uticaj na kratkoročno kretanje njihovih cena. U takvim okolnostima upravljanje objavljenim rezultatima može biti sračunato na prenošenje povlašćenih informacija o stvarnoj finansijskoj poziciji preduzeća i perspektivama njenog razvoja, kada je ona povoljnija od percepcije koju o njoj imaju korisnici finansijskih izveštaja, ili na zamaglivanje slike o stvarnim finansijskim performansama koje su ispod očekivanih.

Podsticaji za manipulisanjem posebno su izraženi kod inicijalnih javnih ponuda (IPO) koje predstavljaju takav oblik transakcija putem kojih preduzeća prelaze iz nekog od zatvorenih oblika, u javna otvorena akcionarska društva usled potrebe za prikupljanjem dodatnog kapitala. Inicijalne javne ponude karakteriše visok nivo informacione asimetrije, visok nivo neizvesnosti i nedostatak pouzdanih izvora informacija o preduzeću koje se prvi put pojavljuje na tržištu kapitala, pa je investitorima otežano procenjivanje kvaliteta obračunskih komponenti računovodstvenih rezultata kao indikatora budućih finansijskih performansi. Kako viši objavljeni dobitak, u periodu koji prethodi inicijalnoj javnoj ponudi, povećava cenu akcija i obim njihove prodaje, postoji velika verovatnoća da će menadžment, u nameri da atraktivnost

ulaganja podigne na viši nivo, maksimalno koristiti diskreciona prava u cilju iskazivanja viših rezultata. Teoh, Wong i Rao (1998) su na uzorku od 1.682 preduzeća koja su, u odabranom desetogodišnjem vremenskom intervalu (1980-1990), imala inicijalnu javnu ponudu, empirijski potvrdili oportunističko upravljanje dobitkom u periodu u kome se odvija korporatizacija kapitala. Ovakva preduzeća su, agresivnim računovodstvenim politikama u domenu obračunskih komponenti dobitka, iskazivala statistički značajno više i neodržive rezultate u obračunskom periodu u kome se odvijala inicijalna javna ponuda u odnosu na post-transakcione periode, kao i u odnosu na kontrolni uzorak preduzeća koja nisu izlazila na tržište kapitala.

Slični rezultati empirijski su verifikovani i na uzorku otvorenih javnih akcionarskih društava koja su vršila dodatne (naknadne) emisije hartija od vrednosti. Godišnja stopa rasta neto dobitka ovakvih preduzeća u periodu javne ponude bila je u proseku za oko 1,7% viša u odnosu na isti pokazatelj preduzeća iz kontrolnog uzorka (koja nisu vršila dodatne emisije), a za 1,6% odnosno 0,32% niža u dve godine nakon obavljenih transakcija (Teoh *et al.*, 1998). Rangan (1998) je pokazao da se jednom standardnom devijacijom povećanja dobitka u godini emisije instrumenata kapitala može predvideti pad prinosa na akcije za 10% u narednoj godini. Ovaj kauzalitet može se objasniti nemogućnošću tržišta da prepozna tranzitorne komponente dobitka uzrokovane manipulacijama, zbog čega precenjuje akcije takvih preduzeća. Nakon ispoljavanja reverzibilnih posledica upravljanja dobitkom u narednim obračunskim periodima, investitori su prinuđeni da revidiraju svoje procene na niže.

Kada su u pitanju srednjoročne konsekvence manipulacija podstaknutih prikupljanjem dodatnog kapitala, Loughran i Ritter (1995) dokumentovali su da se prosečan godišnji prinos na akcije u petogodišnjem periodu nakon inicijalne javne ponude kretao na nivou od svega 5% (za 4.753 preduzeća iz SAD), odnosno 7% nakon dodatne emisije vlasničkih hartija od vrednosti (prosečan godišnji prinos na akcije preduzeća kontrolnog uzorka iznosio je 15%). Neracionalno ponašanje investitora posledica je njihovog oslanjanja na finansijske izveštaje kao primarnog izvora informacija za donošenje investicionih odluka. Naime, navedeni autori, na osnovu empirijskih rezultata zaključuju da investitori moraju uložiti 44% više kapitala u preduzeća koja javnim ponudama prikupljaju kapital, da bi ostvarili isti nivo prinosa u petogodišnjem periodu koji odbacuju preduzeća iste veličine iz kontrolnog uzorka. Zavedeni visokim finansijskim performansama preduzeća publikovanim u periodu javne ponude, oni precenjuju novoemitovane akcije, pa je neadekvatna alokacija kapitala jedna od značajnijih negativnih posledica oportunističkog upravljanja dobitkom.

Iako se ne mogu prenebregnuti empirijski dokazi o precenjivanju računovodstvenih rezultata u periodu javne ponude instrumenata kapitala usmerenom ka percepciji potencijalnih investitora, u literaturi postoje i drugačija viđenja motivacije za ovakvo ponašanje. Tako, na primer, Shivakumar (2000) smatra da investitori imaju svest o sklonosti menadžera da agresivno upravljaju dobitcima u periodima transakcija, zbog čega racionalno anuliraju povećanja izveštajnih dobitaka, koriguju svoje procene na niže i obaraju prosečnu cenu akcija. Sa druge strane, preduzeća anticipiraju ovakvo ponašanje investitora, i kako nemaju načina da signaliziraju odsustvo manipulacija, racionalno reaguju precenjivanjem dobitaka da bi ublažili efekte prekomernog potcenjivanja cena akcija. Dakle, inflacija računovodstvenih rezultata

neposredno pre transakcije nije usmerena ka obmanjivanju investitora, već je racionalni odgovor menadžmenta na anticipirano ponašanje investitora.

Kojem god od stavova se priklonili, činjenica je da upravljanje dobitima u ovakvim okolnostima omogućava kompanijama pribavljanje kapitala pod povoljnijim uslovima, dok istovremeno profitiraju postojeći investitori. Rizici su, ipak, daleko veći. Otkrivanjem manipulacija, narušava se kredibilitet preduzeća i značajno devalvira poverenje u finansijske izveštaje. Posledice se ogledaju u nemogućnosti daljeg prikupljanja kapitala, sudskim tužbama pa čak i u bankrotstvu.

Podsticajno okruženje za agresivno upravljanje računovodstvenim rezultatima pojavljuje se u periodima koji prethode realizaciji poslovnih kombinacija. Merdžeri i akvizicije predstavljaju integracije preduzeća putem kojih se rast ostvaruje spajanjem, odnosno pripajanjem postojećih biznisa. Motivi za manipulacije postoje i na strani preduzeća koje je potencijalni sticalac i na strani targetiranog preduzeća. Iako preduzeće – ponuđač bira drugo preduzeće za integraciju iz primarno strateških razloga, a ne zbog kvaliteta njegovih računovodstvenih informacija, finansijski izveštaji igraju krucijalnu ulogu kako prilikom odabira preduzeća, tako i prilikom procenjivanja njegove vrednosti i formiranja ponude. Preduzeće sticalac dobija intrističnu vrednost neto imovine targetiranog preduzeća uvećanu za eventualne sinergetske efekte, u zamenu za cenu transakcije. Cena transakcije je predmet pregovora i velikim delom je determinisana sposobnošću ponuđača da precizno proceni vrednost targetiranog preduzeća. Naime, ukoliko su finansijski izveštaji preduzeća koje je predmet spajanja ili pripajanja lošijeg kvaliteta, vrednost njegove neto imovine je teže proceniti, projekcije budućih performansi i sinergetskih efekata su neprecizne, pa se pojavljuju velike razlike između ponuđenih cena. Ovakve okolnosti neminovno vode povećanju cene po kojoj će se transakcija obaviti, i većoj korisnosti za menadžere i vlasnike targetiranog preduzeća, pa su motivi zamagljivanja stvarnih finansijskih performansi na strani entiteta koje je predmet sticanja više nego očigledni.

McNichols i Stubben (2012) su na bazi uzorka od 2.341 akvizicije realizovane u periodu 1990-2009, empirijski dokumentovali da se, u poslovnim kombinacijama, neizvesnost može kompenzovati većim kvalitetom finansijskih izveštaja, kao i da preduzeće sticalac ostvaruje veće koristi na račun akcionara stečenog preduzeća ukoliko finansijski izveštaji targetiranog preduzeća omogućavaju precizniju procenu njegove vrednosti. Na liniji ovih zaključaka je i studija Lim i Chang (2017) koja pokazuje da targetirana preduzeća oportunistički upravljaju objavljenim dobitima u cilju dostizanja više akvizicione cene, kao i da preterano manipulisanje umanjuje kvalitet finansijskih izveštaja u toj meri, da dovodi do povlačenja ponuda i otkazivanja transakcija.

Sa druge strane, i preduzeća-ponuđači suočavaju se sa sličnim izazovima. Podsticaji za manipulisanje dobitkom jasno su definisani situacijama u kojima se targetirana firma stiče u zamenu za akcije sticaoca (merdžeri „akcija za akciju“). Racio razmene akcija zavisi od ugovorene cene akcija. Postojeći akcionari sticaoca uvek insistiraju na ugovaranju više cene njihovih akcija, odnosno na emisiji manjeg broja akcija za razmenu, čime se smanjuju i troškovi spajanja, i verovatnoća razvodnjavanja kontrole (glasačkih prava) i prinosa po akciji. Investicioni bankari i analitičari, koji su angažovani da procene adekvatnost racija razmene, to čine na bazi spektra informacija među kojima je najznačajnija ona o izveštajnom dobitku. Erickson and Wang (1999) empirijski su ustanovili da, u tromesečju koje prethodi merdžeru,

preduzeća sticaoci, računovodstvenim tehnikama ubrzanog priznavanja prihoda i odlaganja troškova, ciljano upravljaju iskazanim dobitima kako bi dostigli više cene akcija. Louis (2004) je u svom istraživanju takođe došao do sličnih zaključaka, s tim da je ukazao i na „anomaliju post-merdžerskih performansi“, koja se odnosi na jaku statističku povezanost precenjivanja rezultata kod preduzeća sticalaca, u periodu pre spajanja, i loših prinosa na akcije nakon spajanja. To znači da se koristi od upravljanja dobitima, zbog njihovog reverzibilnog karaktera, vrlo brzo anuliraju u narednim periodima.

Za razliku od prethodno opisanih transakcija na tržištu kapitala u kojima postoje podsticaji za precenjivanjem računovodstvenih rezultata, menadžerska preuzimanja (Management buyout - MBO)³¹ kreiraju atmosferu u kojoj postoji izražena sklonost menadžera da prekrše sve etičke i profesionalne kodekse kako bi potcenili rezultate i postojećim akcionarima platili manju od fer cene, a sa ciljem preuzimanja kompanije uz što niže troškove. Iako se ovakve transakcije realizuju po ceni koja je iznad tržišne, i uz procene nezavisnih stručnih eksperata, činjenica da menadžment poseduje insajderske informacije i diskreciona prava u odmeravanju finansijskih performansi omogućava im nezanemarljiv uticaj na ciljano obaranje cena akcija. Situacijom još komplikovanijom po interese autsajdera čini to što, nakon ovakvih transakcija, u velikom broju slučajeva, kompanija koja postaje privatna više nema visoko postavljene zahteve za javnim obelodanjivanjima, pa se rizik otkrivanja manipulacija značajno redukuje.

Intrigirani očiglednim konfliktom interesa koji okružuje MBO i pažnjom koju je SEC poklanjao ovom problemu još sedamdesetih godina prošlog veka, autori su različitim metodologijama pokušali da ustanove da li je prevlast ličnih interesa menadžmenta pravilo u ovakvim situacijama, ili postoje ograničavajući mehanizmi. Tako Deangelo (1986), na uzorku od 64 preduzeća čiji su menadžeri dali javnu ponudu za preuzimanje, nije uspela da potvrdi hipotezu o sistematičnom potcenjivanju računovodstvenih rezultata (aproksimirano redukcijom ukupnih obračunskih veličina), u periodu koji prethodi menadžerskim preuzimanjima. Ovakve rezultate istraživanja opravdala je činjenicom da su akcionari, svesni manipulacija, spremni da izdvoje značajna finansijska sredstva za angažovanje finansijskih analitičara, koji bi mogli da otkriju tendenciozno potcenjivanje računovodstvenih rezultata, zbog čega menadžeri izbegavajući manipulacije, smanjuju rizik sudskog procesuiranja i potencijalnog obustavljanja preuzimanja. Perrya i Williams (1994) smatraju da su ovakvi zaključci posledica malog i nereprezentativnog uzorka u kojem veliko učešće imaju problematična preduzeća, zbog kojih su i revizori bili na većem oprezu. Zbog toga su na većem uzorku (175 preduzeća), empirijski dokumentovali postojanje manipulacija u okviru diskrecionih komponenti objavljenih dobitaka, u godini koja je prethodila davanju ponude za preuzimanje kontrole nad kompanijama. Da su menadžerskim preuzimanjima prethodile manipulacije objavljenim finansijskim performansama preduzeća, sračunate na snižavanje cena akcija, pri čemu je korist za menadžere procenjena na 50 miliona dolara, pokazala je i studija Wu (1997) sprovedena na uzorku od 87 slučajeva MBO u periodu 1980-1987.

Insajderi (menadžeri, članovi izvršnog odbora, zaposleni, značajniji akcionari i slično) obično imaju pristup informacijama o poslovanju kompanije koje široj javnosti (uključujući postojeće

³¹ Menadžerska preuzimanja odnose se na transakcije u kojima menadžeri (insajderi) otkupljuju sve akcije preduzeća od postojećih akcionara (autsajdera) čime postaju njegovi vlasnici, pri čemu, u najvećem broju slučajeva, takvo (javno) preduzeće postaje privatno (L. E. Deangelo, 1986).

i potencijalne investitore) nisu dostupne. Kada se pojavi mogućnost kupovine ili prodaje hartija od vrednosti kompanije čiji insajderi imaju pravo učešća u ovakvim transakcijama, rizici da će povlašćene, nejavne informacije biti zloupotrebene za sticanje ličnih koristi su izrazito visoki, pa je u nekim zemljama insajdersko trgovanje zakonom zabranjeno. U zemljama koje dopuštaju ovaj vid transakcija (kao što su SAD), one su strogo kontrolisane i moraju se obelodaniti u svega nekoliko dana nakon realizacije. Učesnici na tržištu kapitala pomno prate insajderska trgovanja u želji da ostvare profite imitirajući postupke insajdera. No, bez obzira na oprez regulatornih tela, investitori koji nemaju pristup povlašćenim informacijama ne mogu biti u potpunosti zaštićeni od oportunistički izvedenih insajderskih manipulacija (više o ovome videti u: White, 2020).

Jedan od značajnijih radova, koji je za predmet istraživanja imao procenu kvaliteta objavljenih finansijskih performansi u periodima abnormalnih insajderskih transakcija, upućuje na sledeće zaključke (M. D. Beneish & Vargus, 2002b):

- Povećanje obračunskih komponenti dobitka ima statistički značajno manju perzistentnost, ukoliko se dešava godinu dana pre abnormalnih insajderskih prodaja hartija od vrednosti i obrnuto, perzistentnost ove promenljive je veća, ukoliko se dešava pre abnormalnih insajderskih kupovina;
- Insajderske trgovine pokazuju da su investitori fokusirani na računovodstvene dobitke, i da nemaju percepciju o tome da postoje razlike u perzistentnosti novčanih tokova i obračunskih veličina, kao komponenti računovodstvenih rezultata, zbog čega evaluiraju svako povećanje obračunskih veličina kao visoko kvalitetno;
- Manja perzistentnost povećanja obračunskih veličina, koja prethodi insajderskim prodajama, barem delimično se može pripisati oportunističkom upravljanju dobitkom.

Empirijska istraživanja potvrđuju da, iako svesni ljudske psihologije u kojoj lični interesi odnose prevlast nad etičkim načelima, investitori u svojim projekcijama, ipak ne mogu do kraja anulirati efekte upravljanja računovodstvenim rezultatima i razumeti statističke obrasce ponašanja finansijsko-izveštajnih performansi u okolnostima koje podstiču oportunističko delovanje menadžmenta.

Opisane transakcije na tržištu kapitala, sa aspekta pojedinačnih kompanija, ipak nisu visoko frekventne, pa sporadično stvaraju plodno tle za pojavu manipulacija. Čini se da veću opasnost po kvalitet finansijskih izveštaja predstavljaju kontinuirani pritisci sa tržišta kapitala materijalizovani kroz prognoze investicionih i finansijskih analitičara. Wall Street Journal je još 1997. godine objavio tekst koji je slikovito prikazao meru u kojoj se investitori oslanjaju na finansijske prognoze: „Ovih dana, izvesnost je redak resurs na tržištu hartija od vrednosti, i nimalo nije jeftina. ...uspaničeni i impulsivni investitori nemilosrdno kažnjavaju akcije koje donesu i najmanje razočaranje u prinosima. Svakodnevno se pojavljuju primeri akcija čija cena pada između 25% i 50% jer, za svega nekoliko centi, nisu uspele da dostignu projekcije investicionih analitičara“ (Ip, 1997). Posledično, predstavnici SEC-a su izrazili veliku zabrinutost da je motivacija dostizanja finansijskih projekcija toliko velika, da nadilazi zdravorazumsku poslovnu praksu, te da su manipulacije finansijsko-izveštajnim rezultatima osnovno sredstvo kojim se kompanije služe kako bi predupredile negativne reakcije razočaranog tržišta (Levitt, 1998).

Osamdesetih godina prošlog veka, u akademskoj literaturi, prognoze analitičara počele su obimnije da se koriste kao aproksimacija neuočljivih očekivanja investitora po pitanju visine budućih prinosa (L. D. Brown, 1993). Uloga finansijskih i investicionih analitičara na tržištu kapitala je da svojom nezavisnošću i ekspertizom redukuju agencijske troškove i stepen informacione asimetrije, kroz kontinuirani monitoring menadžerskih performansi. Kako objavljeni finansijski izveštaji ne pružaju eksplicitne informacije o budućim finansijskim performansama, njihov zadatak je da, na bazi širokog spektra kompleksnih informacija, sprovedu relevantne analize koje rezultuju pojednostavljenim prognozama o očekivanoj zaradi po akciji - EPS, razumljivim korisnicima finansijskih izveštaja. Graham *et al.* (2005) su u istraživanju koje je putem anketa i intervjuja obuhvatilo veliki broj menadžera, utvrdili da menadžeri percipiraju prognoze analitičara kao jedan od dva najvažnija cilja koja je potrebno dostići ili premašiti, kako bi se održala ili eventualno povećala cena akcija njihovih kompanija. Štaviše, menadžeri su potvrdili da su spremni da umereno žrtvuju deo ekonomske vrednosti, kako bi dostigli prognozirani nivo EPS-a i time predupredili burne reakcije investitora.

Empirijske efekte uticaja finansijskih prognoza na upravljanje izveštajnim rezultatima, prva je pokazala studija (Payne & Robb, 1997), sprovedena na 13.532 preduzeće-godina opservacija za koje su postojale bar tri prognoze u IBES bazi (Institutional Brokers Estimate System). Autori su potvrdili hipotezu da menadžeri „pomeraju“ računovodstvene dobitke ka prognoziranoj vrednosti kada je njihova visina pre korekcija ispod tržišnih očekivanja. Ukoliko finansijske performanse nadilaze prognoze analitičara, menadžeri imaju podsticaj da upravljaju diskrecionim komponentama dobitka kako bi umanjili greške u prognozama i odložili prikazivanje viših ostvarenih rezultata za buduće obračunske periode. Burgstahler i Eames (2006) su ustanovili da menadžeri izbegavaju objavljivanje dobitaka čija je visina ispod one prognozirane od strane analitičara ili tako što upravljaju komponentama dobitka (operativnim novčanim tokovima i diskrecionim obračunskim veličinama) „na gore“, ili tako što upravljaju prognozama analitičara „na dole“. Rezultat ovih aktivnosti menadžera je da, distribuciju objavljenih računovodstvenih rezultata karakteriše visoka frekvencija nultih ili malih pozitivnih i izrazito niska frekvencija malih negativnih promena izveštajnih dobitaka.

Široka upotreba računovodstvenih informacija u procesu vrednovanja akcija definiše jasne predispozicije za pojavu oportunističkog ponašanja menadžmenta sračunatog na menjanje percepcije eksternih provajdera kapitala kroz uticaj na kratkoročne cene akcija. Iako istraživanja upućuju na zaključak o tome da su finansijski izveštaji, vrlo verovatno, prožeti manipulacijama prilikom realizacije pritisaka i podsticaja sa tržišta kapitala, čini se da se investitori, bez obzira na ovu vrstu informacionog rizika, i dalje snažno oslanjaju na finansijsko-izveštajne rezultate ne dovodeći u pitanje njihovu pouzdanost u procesu donošenja odluka.

Važno je istaći da se u privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala preduzeća suočavaju sa vrlo ograničenim prostorom za vođenje efikasnih politika strukturiranja izvora finansiranja koje impliciraju niže troškove kapitala. Istovremeno, validan je i zaključak da plitka i nerazvijena tržišta karakteriše odsustvo burnih reakcija investitora i na značajnije promene u objavljenim finansijskim performansama preduzeća, pa se sa smanjenjem broja učesnika i učestalosti transakcija, proporcionalno redukuje i verovatnoća pojave manipulacija motivisanih dostizanjem gore opisanih ciljeva. To ne znači da su po pitanju manipulisanja

iskazanim rezultatima finansijski izveštaji preduzeća koja posluju u ovakvim privredama kvalitetniji, već da je jedna velika i značajna grupa podsticaja imanentna razvijenim tržištima kapitala, na nerazvijenim tržištima samo marginalna determinanta (ne)kvaliteta. Dodatno, transparentnost privreda sa nedovoljno razvijenim tržištima kapitala je neuporedivo manja u odnosu na razvijene zemlje, usled čega one, i nakon otkrivanja, ostaju ispod nivoa radara šire javnosti.

2.2 Ugovorni podsticaji

Poslovanje preduzeća oduvek je počivalo na realizaciji različitih ugovornih odnosa, premda se njihov broj povećavao, a prava i obaveze ugovornih strana usložnjavale sa razvojem korporativnih oblika preduzeća. „Većina organizacija je pravna fikcija koja služi kao spona skupa ugovornih odnosa između pojedinaca.“ (M. Jensen & Meckling, 1976). Iako se u osnovi ugovora nalazi saglasnost volja dva ili više lica usmerena na postizanje definisanog cilja, interesi ugovornih strana često su u koliziji. Dve najznačajnije grupe ugovora koje mogu predstavljati pogodno tle za implementiranje kreativne računovodstvene prakse odnose se na ugovore čija realizacija zavisi od informacija objavljenih u finansijskim izveštajima i obuhvataju kompenzacione pakete za menadžere i dužničko-poverilačke ugovore.

Kompenzacioni paketi osmišljeni su sa namerom približavanja interesa menadžera i vlasnika, i izazovni su utoliko što istovremeno mogu biti rešenje ali i izvor produbljivanja agencijskog problema. Profesionalno delovanje menadžera trebalo bi da bude usmereno ka podizanju poslovnih i finansijskih performansi preduzeća, sa krajnjim reperkusijama na povećanje bogatstva vlasnika. Zauzvrat, menadžeri primaju finansijsku nadoknadu koja je, formalno ili neformalno strukturirana iz plate, bonusa i kompenzacionih komponenti koje su visoko osetljive na realizovane performanse kao što su opcije na akcije i kompenzacije u akcijama. Mnoga istraživanja pokazala su jaku pozitivnu vezu između ukupnog ostvarenog prinosa investitora i menadžerskih naknada.

Murphy (1985) je na uzorku od oko 460 izvršnih menadžera, iz 72 kompanije, u osamnaestogodišnjem periodu, dokumentovao da su performanse merene realizovanim povratom na akcije i ostvarenom prodajom, pozitivno korelisane sa menadžerskim kompenzacijama. Empirijski sadržaj studije Coughlan i Schmidt (1985) koji proizilazi iz uzorka od 249 preduzeća u trogodišnjem periodu, takođe je na liniji ovih zaključaka. Prilikom testiranja hipoteze da su menadžeri vođeni sopstvenim interesima (sigurnost, moć, prestiž, napredovanje, finansijske nadoknade) koji odnose prevlast nad interesima kompanije i njenih vlasnika, Benston (1985) je pokazao da su se lični finansijski dobici/gubici top menadžera 29 konglomeratskih firmi u šestogodišnjem periodu podudarali sa dobicima/gubicima akcionara, kao i da je nagrađivanje menadžera akcijama kompanije podsticaj za donošenje odluka koje povećavaju tržišnu vrednost tih akcija. Rezultati navedenih studija govore u prilog činjenici da se dobro strukturiranim kompenzacionim paketima može sprečiti eskalacija agencijskog problema i da se interesi agenta i principala mogu dovesti na isti kolosek.

Međutim, ukoliko je sistem nagrađivanja koncipiran na način da visina menadžerskih kompenzacija zavisi od visine računovodstvenih (a ne tržišnih) pokazatelja, podsticaji za ekstremnom realizacijom diskrecionih prava u procesu finansijskog izveštavanja svakako neće izostati. Tipični primeri ovakvih kompenzacija su godišnji bonus planovi čija je realizacija

uslovljena dostizanjem zadatog nivoa zarade po akciji, stope prinosa na ukupna ulaganja ili stope prinosa na vlasnički kapital. Kako se godišnji budžeti za bonuse „pune“ iz razlike između iskazanih i zadatah računovodstvenih rezultata, uz definisanje maksimalnog iznosa budžeta, ovakvi kompenzacioni ugovori mogu imati dvojake posledice. Sa jedne strane, ukoliko su ostvarene finansijske performanse kompanije takve da se ni agresivnim upravljanjem obračunskim komponentama dobitka ne može dostići postavljena ciljana vrednost, menadžeri će imati podsticaj da potcene rezultate obračunskog perioda u kome izostaju bonusi, kako bi njihovo priznavanje odložili za naredne obračunske periode i time povećali verovatnoću realizacije budućih nagrada i maksimizirali njihovu visinu. Slični motivi će postojati i u situacijama u kojima je pozitivna razlika između računovodstvenih rezultata (pre manipulacija) i zadatah ciljeva toliko visoka da premašuje gornju granicu budžeta za bonuse (pa se u te svrhe ne može iskoristiti). Sa druge strane, ako su računovodstveni rezultati takvi da se diskrecionim pravima u procenivanju obračunskih komponenti dobitka i drugim računovodstvenim metodama mogu postići „targeti“ ili čak budžeti za bonuse podići do maksimalne granice, menadžeri će pribеći procenivanju finansijsko-izveštajnih dobitaka.

Pobrojane varijante hipoteze bonus plana empirijski je testirao i potvrdio Healy (1985) na uzorku od 1.527 preduzeće-godina opservacija, koji je istraživačima ostavio pitanje, zbog čega se menadžeri uopšte nagrađuju bonusima utemeljenim na računovodstvenim umesto na tržišnim pokazateljima. Naslonjeni na ovo istraživanje, mnogi autori su se nadalje bavili ovom hipotezom (Gaver, Gaver, & Austin, 1995; Holthausen et al., 1995), i iako su dobijali oprečne rezultate za pojedine scenarije, nisu osporili zaključak da oportunističko ponašanje u oblikovanju računovodstvenih rezultata podstaknuto realizacijom bonusa, postoji.

Zanimljiva je i studija Guidry *et al.* (1999), koja je pošla od pretpostavke da agencijski problem postoji i na nivou srednjeg i top menadžmenta, jer je ponudila empirijsko uporište za sumnju da menadžeri, koji vode poslovne jedinice u okviru multinacionalnih kompanija, upravljaju računovodstvenim dobitcima zarad maksimiziranja kratkoročnih bonusa, s obzirom da najčešće nemaju priliku da budu nagrađivani učešćem u vlasništvu preduzeća u kojima rade.

U privredama sa razvijenim tržištima kapitala, poslednjih nekoliko decenija, praksa korporativnih kompenzacija se dramatično promenila kroz institut nagrađivanja putem opcija na akcije³², što je uzrokovalo vrtoglavi skok menadžerskih naknada. 1992. godine, Standard & Poor 500 kompanije su odobrile svojim zaposlenima opcije vredne 11 milijardi dolara, da bi do 2000. godine taj iznos porastao na 119 milijardi (prema: Hall i Murphy, 2003). Usled eksplozije opcija na akcija datim menadžerima, i njihovog sve većeg učešća u ukupnim kompenzacionim paketima, ovaj vid nagrađivanja postao je kontroverzna tema u poslovnim i akademskim krugovima.

Nekoliko razloga opravdava eksploziju kompenzacionih planova koji uključuju opcije na akcije. Opcije na akcije omogućavaju eksplicitno povezivanje cena akcija sa realizovanim nadoknadama, zbog čega podstiču menadžere, koji će i sami postati vlasnici akcija u

³² Opcije na akcije daju pravo zaposlenima da u budućnosti (najčešće u periodu od 10 godina) kupe akcije kompanije po (ugovorenoj) ceni koja je jednaka tržišnoj ceni akcija na dan izdavanja opcije. Neretko se dešava da na dan realizacije opcije, zaposleni čak ne moraju ni da plate definisanu cenu, već samo primaju razliku između tržišne cene na dan realizacije opcije i ugovorene cene, u novcu ili akcijama (Hall & Murphy, 2003).

budućnosti, da deluju u interesu postojećih akcionara. Osim toga, na ovaj način, kompanije privlače visoko motivisane zaposlene, i u dužem vremenskom periodu ih indirektno sprečavaju da kompaniju napuste. Konačno, nije zanemarljivo ni to što se nagrađivanje sprovodi bez novčanih odliva dok se, istovremeno, menadžeri podstiču na preduzimanje ozbiljnijih poslovnih poduhvata, čime se umanjuje njihova averzija prema riziku.

Oponenti ovog pristupa nagrađivanja (Cassidy, 2002; Hall & Murphy, 2003; M. C. Jensen & Murphy, 2004), jednoglasno skreću posebnu pažnju na to da opcije na akcije date zaposlenima nisu jeftino sredstvo nagrađivanja za ostvarene rezultate, te da se njihova cena meri vrednošću koja bi bila ostvarena njihovom prodajom na eksternom tržištu i koja bi, u finansijskim izveštajima, morala biti priznata kao rashod. Pored akademske debate o računovodstvenom tretmanu opcija na akcije koje su kroz kompenzacione planove odobrene menadžerima, one su izazvale i spekulacije o tome da su veliki korporativni skandali (Enron, WorldCom, Global Crossing i drugi) povezani sa preduzimanjem prekomerno rizičnih poduhvata i fiksacijom previsokih cena akcija koje je potrebno dostići, a sve u vezi sa „pohlepom“ uzrokovanom opcijama na akcije.

Top menadžeri navedenih kompanija su za samo dve godine koje su prethodile bankrotstvima, kroz plate, bonuse, prodaju akcija i realizaciju opcija na akcija inkasirali oko 3,3 milijarde dolara (Cassidy, 2002), što su iznosi koji upućuju na osnovanu sumnju da su kompenzacioni paketi ogroman podsticaj da se eksterni investitori dovedu u zabludu po pitanju stvarnih finansijskih performansi. U inicijalnoj želji da dostignu što više cene akcija, zarad ostvarivanja ličnih interesa, menadžeri upadaju u začarani krug koji se završava precenjivanjem kapitala, usled čega je nemoguće generisati performanse i rast koji mogu podržati abnormalno visoke cene akcija. U takvim okolnostima, osim forsiranja odgovarajućih transakcija, oni pribegavaju agresivnim računovodstvenim tehnikama koje omogućavaju priznavanje budućih prihoda u tekućem obračunskom periodu, a odlaganje tekućih troškova na naredne obračunske periode. Sve se svodi na to da umesto da kreiraju realnu vrednost, oni ulažu napore da stvore impresiju o rastu koji, zapravo, ne postoji. Pomenuti korporativni skandali početkom ovog veka, pokazali su da se, u početku benigna motivacija za realizacijom ličnih finansijskih koristi, spiralno može pretvoriti u neizdržive pritiske sa tržišta kapitala koji se mogu završiti prevarama. Johnson, Ryan i Tian (2009) su na uzorku od 87 kompanija za koje je SEC prikupila dovoljno dokaza za pokretanje sudskog postupka u vezi sa finansijskim prevarama, i još toliko kontrolnih kompanija, došli do empirijski utemeljenog zaključka da kompenzacije bazirane na instrumentima kapitala daju veliku verovatnoću neočekivanog ishoda koji podrazumeva izostanak maksimizacije dugoročne vrednosti za investitore.

Među najznačajnije ugovorne odnose u koje preduzeća ulaze sa eksternim okruženjem spadaju dužničko-poverilački ugovori. Njihova uloga je višestruka. Osim što uobičajeno definišu različite vrste ograničenja u pogledu finansijskih indikatora dužnika, potencijal zaključivanja ovih ugovora utiče na mogućnost oblikovanja strukture izvora finansiranja i kreditni rejting preduzeća, dok se sposobnost efikasnog upravljanja portfoliom dužničko-poverilačkih ugovora odražava na dejstvo finansijskog leveridža i prosečnu cenu kapitala. U cilju neutralisanja rizika pojave nenaplativih potraživanja, kreditori insistiraju na mnogobrojnim sredstvima obezbeđenja ali i na kontroli nad računovodstvenim pokazateljima dužnika koji se, za vreme trajanja ugovora, moraju održavati u definisanim granicama. S tim u vezi, u

akademskoj literaturi, često je empirijski testirana hipoteza dužničkog ugovora, u čijoj je osnovi tvrdnja da su računovodstveno utemeljene ugovorne klauzule važna determinanta računovodstvenih politika. Primera radi, rezultati istraživanja Watts i Zimmerman (1990) generalno su konzistentni sa hipotezom da, što je veći stepen zaduženosti preduzeća (debt/equity ratio), veća je verovatnoća da će menadžeri koristiti računovodstvene politike koje precenjuju imovinu i prihode, a potcenjuju obaveze i rashode.

Rizici od prekomerne upotrebe diskrecionih prava u odmeravanju dobitka postoje u situacijama kada se preduzeća približavaju kršenju pomenutih računovodstvenih restriktivnih ugovornih klauzula. Kako se kod dužničkih ugovora agencijski odnos uspostavlja između preduzeća, odnosno njegovih menadžera, sa jedne strane i kreditora sa druge strane, pri čemu je kršenje finansijskih konvenanta povezano sa eksplicitnim i implicitnim troškovima za preduzeće, pojavljuju se i podsticaji za oportunističko oblikovanje računovodstvenih racija. Troškovi izazvani kršenjem ugovornih odredaba mogu biti u obliku refinansiranja postojećeg duga pod lošijim uslovima (veća kamatna stopa, rigorozniji konvenanti dužničkog ugovora, zabrana realizovanja određenih investicionih i finansijskih aktivnosti), pa čak i u obliku delimične ili potpune prevremene otplate obaveza ili oduzimanja imovine preduzeća. Studija koja je obuhvatila 91 kompaniju koje su prekršile restriktivne računovodstvene klauzule dužničkih ugovora u periodu 1983-1987, pokazala je da su se prosečni troškovi povezani sa refinansiranjem i restrukturiranjem dugova kretali u opsegu od 1,2%-2% ukupne tržišne vrednosti sopstvenog kapitala, kao i da su kreditori značajno povećali kontrolu nad pojedinim aktivnostima tih preduzeća, koristeći različita ugovorna prava (M. D. Beneish & Press, 1993).

Iz tog razloga, postoji bojazan da su menadžeri preduzeća koja se približavaju trenutku kršenja konvenanta, skloni deformisanju određenih bilansnih pozicija, čime narušavaju kvalitet informacija objavljenih u finansijskim izveštajima i čine ih neverodostojnim za donošenje drugih odluka. Zmijewski i Hagerman (1981) empirijski su pokazali da je stepen finansijskog leveridža statistički značajan u sedam od devet ispitanih strategija upravljanja dobitkom, te da veće učešće duga u finansiranju ukupne imovine podstiče menadžere u izboru računovodstvenih politika kojima se precenjuje neto rezultat.

Najčešće korišćena restriktivna odredba u dužničkim ugovorima odnosi se na ograničenja u isplatama dividendi³³, koja se definiše sa ciljem ublažavanja konflikta interesa između kreditora i investitora. S obzirom da je visina dividendi direktno zavisna od visine objavljenog računovodstvenog dobitka, menadžeri mogu zaobići ovu vrstu ograničenja agresivnim računovodstvenim politikama koje za cilj imaju objavljivanje željene visine dobitka i povećanje raspoloživog budžeta za isplatu dividendi. I dok su Healy i Palepu (1990) zaključili da su ugovorne klauzule, koje nameću zadržavanje većeg obima dobitka u preduzeću, efikasan način da se spreči prelivanje koristi od kreditora ka investitorima, a Deangelo, Deangelo i Skinner (1994) da je u preduzećima koja imaju ozbiljne finansijske poteškoće redukovanje dividendnih isplata posledica ekonomskih odluka a ne ugovornih klauzula, Defond i Jiambalvo (1994) su izneli empirijske dokaze da su preduzeća koja nazivaju „neuspešnim manipulatorima“, jer nisu uspela da izbegnu kršenje finansijskih konvenanta, u obračunskom periodu u kome je do kršenja došlo, manipulisala povećanjem ukupnih obračunskih veličina i obračunskih

³³ Prema nekim istraživanjima čak 55% dužničkih ugovora sadrži dividendne konvenante (Duke & Hunt, 1990)

komponenti neto obrtnog kapitala. Da je verovatnoća manipulisanja finansijskim izveštajima veća u preduzećima koja su ograničena ovakvim klauzulama dužničkih ugovora potvrdila su i novija istraživanja (videti npr. Efendi, Srivastava i Swanson, 2007).

Činjenica da istraživanja eminentnih autora po pitanju uticaja ugovornih klauzula (koje se odnose na menadžerske kompenzacije i finansijske restriktivne odredbe) na izbor računovodstvenih politika (koje mogu a ne moraju biti oportunističke) ne daju jednoznačne odgovore, dodatno potkrepljuje zaključak da je motive teško aproksimirati i izmeriti, da je manipulacije teško dokazati, da postojanje motivacije ne mora nužno dovesti do manipulacija, i da do sada primenjivani empirijski modeli imaju svoja ograničenja³⁴.

2.3 Regulatorni podsticaji

Zakonski i podzakonski akti koji uređuju različite oblasti a koje, direktno ili indirektno, zadiru u poslovanje privrednih subjekata, mogu doprineti pojavi podsticaja za oblikovanjem računovodstvenih rezultata, kako bi se ispunili zakonski uslovi za realizaciju određenih ciljeva ili izbegle istrage, sankcije i snizili politički troškovi. Iz literature se mogu diferencirati tri značajnije grupe regulatornih podsticaja: zaobilaženje regulative koja uređuje poslovanje unutar industrijske grane, izbegavanje sankcija propisanih aktima koji uređuju integracije, koncentraciju i monopolski položaj i poreska evazija.

U pogledu manipulisanja računovodstvenim informacijama motivisanog regulatornim zahtevima industrijskog sektora, najveću pažnju privukle su komercijalne banke i osiguravajuće kompanije. Finansijski sektor je u većini privreda strogo regulisan i izložen kontinuiranom monitoringu publikovanih računovodstvenih informacija. Centralne banke zahtevaju od poslovnih banaka da zadovolje propisane uslove adekvatnosti kapitala, što znači da se kapital mora održavati na nivou koji obezbeđuje pokriće rizika kojima je poslovanje izloženo. Slična je situacija i sa osiguravajućim kompanijama kod kojih je solventnost propisana kao osnovno načelo poslovanja. Čvrsto postavljeni regulatorni uslovi obezbeđuju sigurnost finansijskog sistema ali i stvaraju motive za manipulisanje računovodstvenim pokazateljima koji su od posebnog interesa za regulatorna tela. Više studija dokazalo je hipotezu da finansijske institucije koje se približavaju donjoj granici adekvatnosti kapitala upravljaju dobitima u cilju izbegavanja regulatornih sankcija (Adiel 1996; Beatty, Chamberlain, i Magliolo 1995; Collins, Shackelford, i Wahlen 1995; Moyer 1990).

Velika preduzeća često se susreću sa izazovima izbegavanja odredaba antimonopolskih zakona sračunatih na obezbeđivanje slobodne konkurencije na nacionalnim tržištima. Kako ovi zakoni zabranjuju horizontalne i vertikalne sporazume između preduzeća, kojima se postiže propisani udeo na tržištu relevantnih roba i usluga, i sankcionišu zloupotrebu dominantnog tržišnog položaja, preduzeća su izložena pritiscima da prikrivaju svoju stratešku poziciju i finansijsku moć kroz ciljano snižavanje realizovanih dobitaka. Ispitujući hipotezu o političkim troškovima, studija Cahan (1992) je podržala tvrdnju da menadžeri upravljaju dobitima kako bi predupredili antimonopolske istrage. Antimonopolski zakoni, međutim, nisu izolovani

³⁴ Fields, Lys i Vincent (2001) su analizirali empirijske studije sprovedene na ovu temu nakon 1990. godine i ukazali na ograničen napredak u razvijanju istraživačkih modela.

primeri regulative koja podstiče upravljanje računovodstvenim rezultatima. Najcitiranije istraživanje iz ove grupe podsticaja, sproveda je Jones (1991). Ona je pokazala da preduzeća koja apliciraju za dobijanje uvoznih olakšica obilno koriste tehnike potcenjivanja diskrecionih komponenti računovodstvenih dobitaka, s obzirom da time povećavaju verovatnoću da olakšice dobiju, a da se regulatorna tela u ovakvim okolnostima oslanjaju na finansijske izveštaje, bez njihovog prethodnog prilagođavanja za primenjene računovodstvene politike u odmeravanju obračunskih veličina.

Zanimljivo je pomenuti da su navedene studije sprovedene na relativno malim uzorcima (48 i 23 preduzeća respektivno) zbog čega se postavlja pitanje koliko je praksa manipulisanja izveštajnim rezultatima motivisana regulativnim podsticajima zaista rasprostranjena i da li je uobičajena u svakoj prilici u kojoj država kao kriterijum koristi računovodstvene indikatore za dodeljivanje subvencija, podsticaja i olakšica različitih namena. Osim toga, gotovo da nema empirijske potpore o percepciji i reakciji regulatornih tela i investitora na upravljanje dobitkom uzrokovano ovim vidovima regulatornih podsticaja.

Konačno, globalno etablirana praksa oporezivanja korporativnog dobitka važan je uzročnik manipulativnog izveštajnog ponašanja, pri čemu stepen i smer delovanja prevashodno zavise od dva faktora: nivoa razvijenosti tržišta kapitala i usaglašenosti poreskih i računovodstvenih pravila. Legitimni su napor kompanija da efektivnim poreskim planiranjem i zakonskom poreskom evazijom ostvare uštede redukcijom davanja fiskusu. Imajući u vidu da pravila za obračun oporezive dobiti ne ostavljaju mnogo diskrecionog prostora, te da realizacija poreskih ušteda podrazumeva iskazivanje što niže oporezive osnovice, dok sa druge strane većina ostalih podsticaja deluje u smeru povećanja računovodstvenog dobitka, veliki raspon između ovih veličina može poslužiti kao upozoravajući signal o devijacijama računovodstvenih pokazatelja.

Iskazivanje viših računovodstvenih rezultata privlači nove investitore i smanjuje troškove kapitala, dok istovremeno povećava poreske obaveze. Uštede u poreskim davanjima moguće je realizovati iskazivanjem nižih računovodstvenih rezultata što, sa svoje strane, povećava troškove kapitala. U literaturi postoje stavovi da stepen povezanosti između poreskih i računovodstvenih pravila za obračun dobitka menja podsticaje za manipulisanje računovodstvenim rezultatima. Naime, u poreskim jurisdikcijama u kojima je ta veza jaka, pri čemu su reakcije sa tržišta kapitala slabe, preduzeća imaju motiv da potcene računovodstvene rezultate kako bi umanjila poreske obaveze i vice versa, precenjivanje računovodstvenih dobitaka je posledica tržišta na kojima investitori visoko vrednuju informacije sadržane u finansijskim izveštajima i nezavisnih načina obračuna računovodstvenih i poreskih dobitaka. Dakle, tržište kapitala prevenira potcenjivanje dobitka zarad poreske evazije, dok oporezivanje utemeljeno na računovodstvenim pokazateljima restriktivno deluje na precenjivanje finansijsko-izveštajnih dobitka zarad umanjenja troškova pribavljanja dodatnog kapitala (Eilifsen, Knivsflid i Scettem, 1999).

U tom smislu, posebno zanimljivo pitanje je na koji način menadžeri u praksi balansiraju između ovih suprotstavljenih podsticaja. Nezanemarljiv rast gepa između računovodstvene i oporezive dobiti nakon 1990. godine, nagnao je mnogobrojne autore da empirijski istraže uzroke ovog fenomena i pozabave se problemom pravljenja izbora između iskazivanja viših računovodstvenih rezultata i smanjenja poreskih obaveza. Rezultati, međutim, ne

omogućavaju donošenje jednoznačnih zaključaka. Dok jedna grupa autora zaključuje da je veliki raspon između pomenutih veličina uzrokovan sve agresivnijom poreskom politikom (npr. Manzon i Plesko, 2001; Desai, 2002), drugi smatraju da je diskrepancija posledica agresivnog finansijskog izveštavanja (Phillips, Pincus, Rego, & 2003, زاده), a mogu se pronaći i dokazi da postoje preduzeća koja se opredeljuju za visok stepen agresivnosti u iskazivanju i poreskog i računovodstvenog dobitka (Frank, Lynch, i Rego 2004).

Klassen (1997) je, u istraživanju u kome su pritisci sa tržišta kapitala aproksimirani koncentracijom vlasništva³⁵, pokazao da su preduzeća koja trpe manje pritiske sa tržišta kapitala (usled visoke koncentracije vlasništva) sklona da preduzimaju aktivnosti sračunate na poresku evaziju čak i kada se to odražava na iskazivanje nižeg računovodstvenog dobitka. Sa druge strane, neka preduzeća spremna su da manipulišu računovodstvenim rezultatima po cenu plaćanja poreza na nepostojeće dobitke. Na uzorku od 27 kompanija koje su bile pod istragom SEC-a, usled prevarnog finansijskog izveštavanja u periodu od 1996-2002 godine, Erickson *et al.* (2004) procenili su da su kompanije precenile računovodstvene dobitke za oko 3,36 milijardi dolara, pri čemu su menadžeri tih kompanija žrtvovali 320 miliona dolara plaćenog poreza na dobit, kako bi umanjili rizik od otkrivanja manipulacija.

Faktori koji opredeljuju odluku o visini objavljenog računovodstvenog i poreskog dobitka su, očigledno mnogobrojni, što problem čini veoma kompleksnim, kako za menadžere u čijoj je ingerenciji balansiranje između konfliktnih finansijsko-izveštajnih i poreskih ciljeva, tako i za regulatorna tela, koja moraju kontinuirano održavati ravnotežu između kvalitetnog sistema finansijskog izveštavanja i optimalnog sistema oporezivanja.

3. Tehnike manipulisanja dobitkom

Polazeći od šire definicije, koja apriori ne mora imati negativnu konotaciju, i prema kojoj je: „upravljanje dobitkom smišljeno, sistematsko preduzimanje aktivnosti u pravcu iskazivanja dobitka u skladu sa unapred određenim ciljevima... te ga (u kontekstu toga da li predstavlja dopustivu računovodstvenu praksu) ne možemo posmatrati kao crno-beli proces“ (Malinić, 2008, p. 128), strategije upravljanja dobitkom takođe moraju biti stavljene u širi kontekst. Podsticaji manipulativnog ponašanja samo su jedan ugao iz koga se može posmatrati proces finansijskog izveštavanja. Iako je bura korporativnih skandala, u kojoj je veliku ulogu igralo kreativno računovodstvo, poljuljala poverenje investicione javnosti u finansijske izveštaje, ne treba zaboraviti činjenicu da ni menadžerima ne bi bilo u interesu preveliko oslanjanje investitora na alternativne izvore informisanja, koji nisu pod njihovom kontrolom. Iz tih razloga Hellman (1999) veruje da menadžeri itekako imaju i podsticaj da izbegnu manipulacije računovodstvenim podacima.

Imajući u vidu različite stavove stručne i naučne javnosti, ali i empirijsku potporu, Ronen i Yaari (2008) segmentirali su strategije upravljanja dobitkom na tri nivoa:

1. Strategija „istinitog finansijskog izveštavanja“ - podrazumeva upravljanje dobitkom na način da se javnosti prenose povlašćene (insajderske) informacije o stvarnim finansijskim

³⁵ Kompanije sa većom koncentracijom vlasništva su u mogućnosti da komuniciraju realnu vrednost kanalima različitim od finansijskih izveštaja, pa motivacija za agresivnim upravljanjem računovodstvenim dobitkom „na više“ nije izražena.

performansama³⁶ putem: dobrovoljnog obelodanjivanja „istine“ koja bi inače bila ex post verifikovana kroz finansijske izveštaje; slanjem signala kroz konkretne aktivnosti (promenama u leveridžu, dividendama, kapitalnim troškovima i slično) ili precenjivanjem dobitaka u periodima u kojima tržište neopravdano potcenjuje akcije preduzeća;

2. Strategija uravnotežavanja dobitaka – ova strategija preživela je test vremena (Buckmaster, 2001) i ekstenzivno je eksploatisana u istraživačkim radovima. Ona podrazumeva „...ispravljanje ispupčenja i udubljenja u rentabilitetnim tokovima, sa ciljem ublažavanja volatilnosti tržišnih prinosa kompanije. Menadžment ovom strategijom pokušava da sakrije ekstremno visoke dobitke, praveći rezerve za periode u kojima će, njihovim razlaganjem, moći da uravnoteži nepoželjne padove rezultata“ (Coffee, 2004). Prema Li i Richie (2016), postoje dve škole mišljenja o tome šta menadžere motiviše na implementaciju ove strategije. Prva škola je na stanovištu da je uravnotežavanje dobitaka efikasno sredstvo komuniciranja privilegovanih informacija, imajući u vidu da investiciona javnost lakše pravi projekcije budućih performansi na bazi uravnoteženih dobitaka. Druga škola mišljenja motivacijom smatra unapređivanje menadžerskih karijera i povećanje kompenzacija putem promene predstave o finansijskim performansama. U tom smislu, zanimljivi su rezultati istraživanja koje su Graham *et al.* (2005a) sprovedi putem intervjuisanja 401 finansijskog menadžera (CFO), a koje pokazuje da čak 96,9% njih preferira strategiju uravnoteženog dobitka. Njihovi odgovori na pitanje zašto preferiraju ovu strategiju, prikazani su u Tabeli 47.

Tabela 47. Faktori koji opredeljuju preferenciju ka strategiji uravnotežavanja dobitka

Preferiramo strategiju uravnotežavanja dobitaka zato što...		Slazem se ili u potpunosti se slažem
1.	Investitori je percipiraju kao manje rizičnu	88,7%
2.	Investitorima i finansijskim analitičarima olakšava predviđanje budućih performansi	79,7%
3.	Uverava kupce i dobavljače da je poslovanje stabilno	66,2%
4.	Smanjuje očekivanja investitora u pogledu prinosa	57,1%
5.	Promoviše reputaciju transparentnog i istinitog izveštavanja	46,5%
6.	Komunicira širu perspektivu rasta	46,3%
7.	Omogućava dostizanje ili očuvanje željenog kreditnog rejtinga	42,2%
8.	Izoštrava stvarne ekonomske performanse	24,3%
9.	Povećava bonuse	15,6%

Izvor: Preuređeno iz Graham *et al.* (2005b)

Iako rezultate istraživanja koji se tiču menadžerskih bonusa treba uzeti sa rezervom, jer je stepen iskrenosti ispitanika diskutabilan kada odgovaraju na pitanja o ličnim koristima, nesporno je da reakcije sa tržišta kapitala imaju dominantnu ulogu u opredeljivanju za vođenje osmišljene politike stabilnih dobitaka, pre svega zarad izbegavanja pogrešne

³⁶ Pomenuti autori smatraju da će menadžment odabrati signaliziranje istine samo ukoliko ova strategija, uzimajući u obzir očekivanja u pogledu reakcije investitora, maksimizira njihove koristi.

interpretacije podataka sadržanih u finansijskim izveštajima i redukovanja rizika od potcenjivanja tržišne vrednosti preduzeća.

3. Strategija maksimizacije/minimizacije rezultata – reč je o ekstremnim varijantama upravljanja dobitkom, pri čemu prva podrazumeva „predatorsko“ razlaganje latentnih rezervi stvorenih u prethodnim obračunskim periodima ili „pozajmljivanje“ rezultata budućih obračunskih perioda, dok se druga (poznata u literaturi i kao „big bath“ – čišćenje knjiga) odnosi na objektiviranje svih latentnih gubitaka i to u periodima nepovoljnih finansijskih performansi, kako bi se budući rezultati prikazali boljim nego što jesu. Ekstremne tehnike upravljanja dobitkom imaju izražen reverzibilni karakter pa se sprovode jednokratno, dok njihova primena u dužem roku može imati pogubne posledice. Primera radi, u SAD, u periodu od 1997-2002 godine, preduzeća koja su pod prinudom SEC-a morala da preprave svoje finansijske izveštaje, zbog nepravilne alokacije prihoda, izgubila su 56 milijardi dolara tržišne kapitalizacije (GAO Study, prema: Coffee, 2004).

Ranije je bilo reči o tome da računovodstveni dobitak sadrži dve komponente, novčane tokove i obračunske veličine, pa se aktivnosti usmerene ka oblikovanju jednog od ili oba strukturalna dela dobitka, reflektuju na visinu finansijsko-izveštajnog rezultata. U zavisnosti od toga da li je manipulativno ponašanje usmereno ka obračunskim komponentama dobitka ili dominantno ka novčanim tokovima, načini upravljanja dobitkom se, u literaturi iz ove oblasti, dele na:

1. Upravljanje obračunskim komponentama dobitka ili upravljanje čisto računovodstvenim tehnikama i
2. Upravljanje dobitkom putem realnih transakcija.

Jedan od načina za dostizanje željene visine izveštajnog dobitka podrazumeva upravljanje njegovom obračunskom komponentom i odnosi se na oportunističko korišćenje diskrecije prilikom sastavljanja i prezentovanja finansijskih izveštaja. Obračunske veličine inkorporiraju projekcije, procene i subjektivno prosuđivanje, pa ostavljaju relativno širok manevarski prostor za deformisanje fundamentalnih ekonomskih veličina. U ovom slučaju, kompanije ne menjaju svoju uobičajenu poslovnu aktivnost, već promenama računovodstvenih politika i procena, u okvirima profesionalne i zakonske regulative (ili izvan njih), komuniciraju željeni iznos dobitka. U duhu visoko-kvalitetnog finansijskog izveštavanja, odabrane računovodstvene politike trebalo bi budu one koje najbolje oslikavaju ekonomsku realnost i preduzete transakcije. Ipak, fleksibilnost ostavljena računovodstvenim standardima, često stavlja kompanije u situaciju da koncipiraju računovodstvene politike, odabirom dozvoljenih računovodstvenih metoda koje imaju materijalno značajno različite implikacije po finansijski i rentabilitetni položaj, što omogućava manipulativno oblikovanje izveštajnog rezultata koje ne izlazi iz okvira regulative. Računovodstveni izbor je „ bilo koja odluka čiji je primarni cilj uticaj na (formu ili suštinu) autput računovodstvenog sistema na tačno određeni način“ (Fields, Lys, i Vincent 2001), pa su u nastavku navedeni samo neki primeri eksploatacije diskrecionih prava upravljane ka oblikovanju obračunskih komponenti dobitka, koju su autori istraživali :

- Izbor: računovodstvenih metoda za disponiranje zaliha, LIFO vs. FIFO (Hughes i Schwartz, 1988; Neill, Pourciau i Schaefer, 1995); računovodstvenih metoda za obračun amortizacije i promene procena dužine korisnog veka trajanja dugoročnih sredstava

(Bishop i Eccher 2005; Neill et al. 1995); politike priznavanja prihoda (Bowen, Davis, i Rajgopal 2002);

- Procenjivanje: iznosa nenaplativih potraživanja (McNichols i Wilson, 1988); fer vrednosti dugoročne imovine (Easton, Eddey i Harris, 1993); iznosa obezvređenja (Elliott i Shaw, 1988; Elliott i Douglas Hanna, 1996; Francis, Douglas Hanna i Vincent, 1996; Riedl, 2004);
- Odluka: o trenutku početka primene novog računovodstvenog standarda (Ali i Kumarb 1994; Amir i Livnat 1996; Smith i Rezaee 1995) i načinu priznavanja efekata primene novog standarda (Amir i Ziv 1997; Balsam et al. 1995).

Vodeća nezavisna organizacija za finansijska istraživanja CFRA (Center for Financial Research and Analysis) identifikovala je trideset tehnika, grupisanih u sedam kategorija, koje se u praksi najčešće koriste u osmišljenom procesu uobličavanja finansijsko-izveštajnih performansi. Iako je najveći broj ovih tehnika sračunat na procenjivanje tekućih dobitaka, neke od njih rezultuju potcenjivanjem tekućih računovodstvenih rezultata kako bi njihovo priznavanje bilo odloženo za buduće obračunske periode i na taj način realizovani unapred definisani ciljevi:

Tabela 48. Računovodstvene strategije i kategorije manipulativnih tehnika

STRATEGIJE	
Precenjivanje tekućeg računovodstvenog rezultata	Potcenjivanje tekućeg računovodstvenog rezultata
1. Preuranjeno priznavanje prihoda	6. Odlaganje priznavanja tekućih prihoda na buduće obračunske periode
2. Priznavanje fiktivnih prihoda	7. Priznavanje budućih rashoda u tekućem obračunskom periodu
3. Naduvavanje prihoda putem tranzitornih dobitaka	
4. Premetanje tekućih rashoda u prethodne ili naredne obračunske periode	
5. Nepriznavanje obaveza ili potcenjivanje obaveza	

Izvor: Preuređeno iz Schilit (2002, p. 27)

Prva kategorija obuhvata tehnike priznavanje prihoda pre završetka zarađivačkog procesa i ispunjavanja svih ugovornih obaveza prodavca, kao i tehnike priznavanja prihoda upitnog kvaliteta i visine. Implementacija nekih tehnika iz ove kategorije znači simultanu primenu tehnika iz pete kategorije, kao što je slučaj sa knjiženjem primljenog avansa kao prihoda, u kom slučaju izostaje priznavanje odgovarajuće obaveze po istom osnovu. Priznavanje fiktivnih prihoda može proizaći iz računovodstvenog evidentiranja prodaja koje nemaju ekonomsku suštinu, pogrešne klasifikacije prihoda ili knjiženja uplate pozajmljenih sredstava kao prihoda. Istovremeno, tehnike iz šeste kategorije koje se odnose na odlaganje priznavanja tekućih prihoda, suštinski vode ka beleženju fiktivnih prihoda u narednim periodima u kojima do priznavanja dođe. Prodaja potcenjenih delova imovine, pa čak i klasifikacija ovih jednokratnih dobitka u okviru rezultata iz poslovnih aktivnosti, česti su primeri tehnika iz treće kategorije. Četvrta kategorija obuhvata primere kapitalizacije operativnih troškova, prespore amortizacije materijalne i nematerijalne dugoročne imovine ili izostanak priznavanja rashoda po osnovu obezvređenja ili otpisa pojedinih imovinskih delova. Konačno, tehnikama iz sedme kategorije često se koriste novopostavljeni menadžeri na način da pod krovom reorganizacije, smanjenja obima aktivnosti, redukovanja broja zaposlenih i obezvređenja precenjene imovine, ubrzaju

priznavanje troškova i time osiguraju sopstveni uspeh u podizanju budućih finansijskih performansi.

Prema Dechow i Schrand, (2004, p. 42) najzastupljenija tehnika upravljanja obračunskim komponentama dobitka odnosi se na precenjivanje prihoda, imajući u vidu da je korišćena u 70% od 294 analizirana slučaja manipulisanja godišnjim finansijskim izveštajima otkrivena od strane SEC-a. Podaci potvrđuju ovaj zaključak i kada su u pitanju kompanije protiv kojih je SEC zvanično pokrenuo parnice zbog manipulacija izveštajnim rezultatima, a prema kojima je 40% kompanija koristilo tehniku precenjivanja prihoda, a 15% tehniku kojom su prihodi precenjivani uz istovremeno potcenjivanje troškova (Dechow, Sloan i Sweeney, 1996, p. 10). Sa druge strane, istraživanje koje su, anketiranjem 253 iskusna ovlašćena revizora, a koje je obuhvatilo 515 pokušaja manipulisanja dobitkom, sprovedi Nelson, Elliott i Tarpley, (2003) pokazalo je da su najzastupljenije tehnike one kojima se manipuliše troškovima (52%), dok su tehnike manipulisanja prihodima na drugom mestu sa učešćem od 22%.

Iako su tehnike upravljanja obračunskim komponentama dobitka mnogobrojne i međusobno isprepletane, ne treba izgubiti iz vida da se njihovi dometi protežu na više obračunskih perioda, ali i da su ograničeni reverzibilnim efektima. Naime, dobro poznata povezanost između bilansa stanja i bilansa uspeha ima za posledicu da su obračunske komponente računovodstvenih rezultata istovremeno sadržane i u vrednosti neto imovine preduzeća. Tako, pristrasno (optimistično) odmerene obračunske veličine u jednom periodu impliciraju i privremeno iskazivanje neto imovine po vrednostima koje nadilaze procene dobijene primenom neutralnih računovodstvenih politika. Već u narednom periodu, ostajanje u okvirima profesionalne regulative, onemogućava primenu podjednako izdašnih računovodstvenih procena, pa se mogućnosti daljeg precenjivanja računovodstvenih dobitaka sužavaju srazmerno meri u kojoj je neto imovina već precenjena. Usled toga, pojedini autori zaključuju da je upravljanje dobitkom svojevrsni „trade-off“ stepena računovodstvene diskrecije tokom vremena (Barton i Simko, 2002, p. 3). Diskrecione komponente obračunskih veličina kreirane u jednom obračunskom periodu u potpunosti se razlože u n budućih obračunskih perioda, delovanjem na računovodstvene rezultate tih perioda u suprotnom smeru. Njihov reverzibilni karakter ograničava efekte upravljanja dobitcima u narednim periodima proporcionalno stepenu računovodstvene diskrecije implementirane u odmeravanju računovodstvenih rezultata prethodnih perioda i brzini ispoljavanja reverzibilnog karaktera prošlih obračunskih diskrecionih veličina (prema istraživanju: Baber, Kang i Li, 2011). Jedan od razloga zbog koga menadžeri praktikuju upravljanje obračunskim komponentama dobitka, uprkos njegovom reverzibilnom karakteru, svakako je dostizanje visine dobitka neophodne za realizaciju opcija i bonusa u unapred preciziranom obračunskom periodu i time prisvajanje ličnih koristi. Zvanično, menadžeri pravdaju upravljanje obračunskim komponentama dobitka optimističnim očekivanjima da će budući rast dobitka poništiti reverzibilne efekte prošlih računovodstvenih odluka vezanih za njegovo precenjivanje (Graham *et al.*, 2005b. p. 41). Dakle, strategija upravljanja obračunskim komponentama dobitka racionalna je jedino u slučaju kada očekivani troškovi reverzibilnih efekata ne nadilaze očekivane koristi tekućeg upravljanja obračunskim veličinama.

Iako je poznato da manipulativne računovodstvene tehnike koje izlaze iz okvira profesionalne regulative, po pravilu, nemaju kratkoročne implikacije na realne investicione, proizvodne i

marketinške aktivnosti preduzeća, niti na njegove novčane tokove, činjenica je da su takvi „potezi olovke“ praktikovani u skorijoj prošlosti i da su doveli do katastrofalnih posledica po kompanije i njihove investitore. Prema Lev, (2003) kompanija WorldCom je, za samo dve godine, neosnovano kapitalizovala blizu 7 milijardi dolara troškova a time je, za isti iznos, procenila računovodstvene rezultate. Nakon otkrivanja neregularnosti, cena akcija pala je sa 64,5 dolara koliko je iznosila u 1999. godini na 0,83 dolara u 2002. godini, kada je kompanija proglasila bankrotstvo.

Talas finansijsko-računovodstvenih skandala koji je krajem devedesetih godina prošlog veka urušio poverenje investicione javnosti u finansijske izveštaje, iznedrio je javnu debatu o potrebi kvalitetnijeg regulisanja računovodstvene profesije i korporativnog upravljanja. Ona je okončana u julu 2002. godine, kada je američki Kongres usvojio čuveni Sarbanes-Oxley Act (SOX), koji je imao za cilj da podigne profesionalnu odgovornost svih onih koji sastavljaju, potpisuju, revidiraju, analiziraju i koriste javno dostupne finansijske informacije. U godinama koje su usledile, istraživači su ekstenzivno analizirali uticaj ove, najsveobuhvatnije, reforme u savremenoj istoriji poslovanja, na praksu manipulisanja računovodstvenim rezultatima. Jedna od najznačajnijih studija iz ove oblasti (Cohen, Dey i Lys, 2008), otkrila je nekoliko važnih činjenica. Prvo, praksa manipulisanja dobitima računovodstvenim tehnikama bila je široko rasprostranjena i kontinuirano je rasla u periodu pre uvođenja SOX-a, pri čemu je kulminirala u vreme otkrivanja korporativnih skandala (2000-2001). Drugo, kulminacija ove strategije upravljanja dobitkom u navedenom periodu može se dovesti u vezu sa značajnim povećanjem učešća akcija i opcija na akcije u strukturi menadžerskih kompenzacija u istom periodu. Treće, nakon usvajanja SOX-a, praksa upravljanja obračunskim komponentama dobitka značajno je suzbijena dok je, istovremeno, praksa upravljanja dobitcima putem realnih transakcija počela da uzima maha. Iako autori nisu mogli izvesti zaključak o tome da li se ukupan nivo manipulisanja dobitkom promenio uvođenjem strožije regulative, pružili su uverljive empirijske dokaze da je primena SOX-a imala za posledicu supstituciju strategije upravljanja obračunskim komponentama dobitka strategijom upravljanja putem realnih transakcija.

Manipulisanje realnim transakcijama podrazumeva preduzimanje ekonomskih aktivnosti koje odstupaju od uobičajene poslovne prakse, a sračunate su na dostizanje željene visine računovodstvenog dobitka pri čemu, najčešće, imaju ozbiljne implikacije i na novčane tokove. Pod pretpostavkom pravilnog evidentiranja isforsiranih realnih transakcija, ova strategija ne izlazi iz okvira profesionalne regulative, pa ostaje izvan domašaja revizorskog suda. Dimenzioniranje realnih transakcija u računovodstvene svrhe je strategija koja minimizira rizike otkrivanja, usled nemogućnosti dokazivanja namere koja iza njih stoji i kompleksnosti procesa procenjivanja uticaja alternativnih ekonomskih scenarija na računovodstveni dobitak koje bi kompanija primenila u odsustvu manipulativnih intencija. Osim što je revizori i regulatorna tela teško mogu detektovati, dokazati i sankcionisati, ova strategija omogućava i opsežnije modifikacije računovodstvenog rezultata koje nije moguće ostvariti promenama u računovodstvenim politikama i procenama, a u okvirima profesionalne regulative.

To, međutim, ne znači da upravljanje dobitkom putem realnih transakcija ne nosi nikakve rizike i troškove, jer promene u investicionim i poslovnim aktivnostima motivisane

ostvarivanjem kratkoročnih ciljeva u pogledu visine tekućih izveštajnih rezultata, mogu imati negativne implikacije na novčane tokove budućih obračunskih perioda, a time i na procenjenju vrednost preduzeća. U nastavku su navedeni samo neki, u literaturi najčešće navođeni, primeri tehnika manipulisanja realnim transakcijama, premda konačan spisak time svakako nije iscrpljen.

Prva tehnika odnosi se na odobravanje visokih popusta (ili povoljnih uslova kreditiranja kupaca) sa ciljem značajnog povećanja obima prodaje i računovodstvenog dobitka. Nasuprot očiglednom uticaju ovakvih prodajnih aranžmana na inflaciju prihoda od prodaje, oni uzrokuju i optimistična očekivanja kupaca, pa i pritiske u pogledu održavanja povoljnih cenovnih i kreditnih uslova i nadalje, što opterećuje dobitne margine budućih prodaja. Drastičan primer veštačkog uvećavanja računovodstvenog dobitka putem forsiranih prodaja, kako bi dostigla dobitne ciljeve i prognoze finansijskih analitičara, dala je farmaceutska kompanija Bristol-Myers. U dvogodišnjem periodu (2000-2001) kompanija je punila svoje distribucione kanale zalihama za kojima nije postojala proporcionalna tražnja, odnosno, evidentirala prihod od prodaje lekova najvećim veletrgovcima od 1,5 milijardi dolara, garantujući im povraćaj na ulaganja dok ne prodaju lekove. Nakon što je SEC pokrenuo postupak pred nadležnim sudom, kompanija se nagodila plaćanjem odštete u visini od 150 miliona dolara (www.sec.gov/news/press/2004-105.htm).

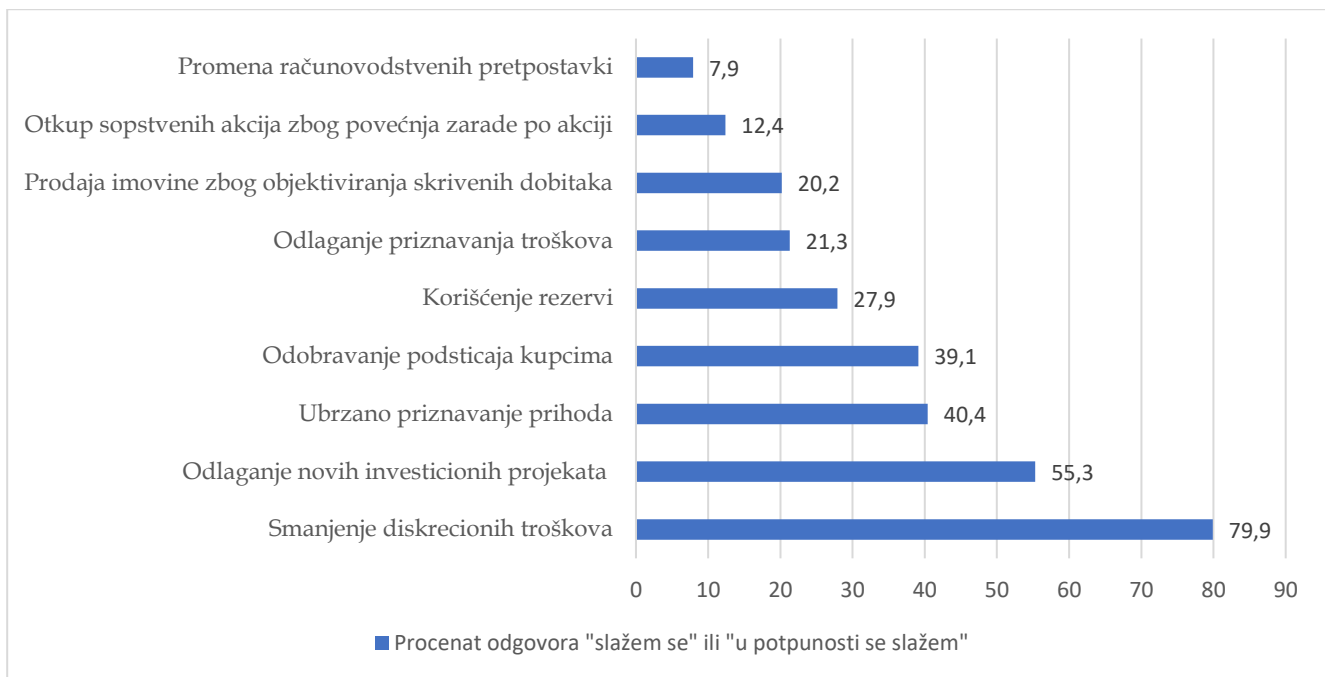
Drugi primer realnih manipulacija je prekomerno povećanje obima proizvodnje koje, usled snižavanja fiksnih troškova po jedinici, smanjuje cenu koštanja prodatih proizvoda i povećava raspon između prihoda i rashoda od prodaje. Rizici ove strategije se ogledaju u gomilanju zaliha koje se moraju prodati u narednim obračunskim periodima, a koje generišu dodatne troškove skladištenja. Thomas i Zhang (2002) pružili su empirijsko uporište za zaključak da preduzeća koja povećavaju zalihe (obim proizvodnje) ostvaruju i više nivoe profitabilnosti ali iako su ovu kauzalnost pokušali da objasne upravljanjem dobitkom, nisu mogli isključiti uticaj promena u tražnji kao alternativno objašnjenje dobijenih rezultata (više o ovome videti u: Hribar (2002)).

Značajno redukovanje diskrecionih troškova poput troškova istraživanja i razvoja, troškova reklame, troškova održavanja i slično, koji ne podrazumevaju istovremeno generisanje prihoda, još jedna je mogućnost za oportunističko povećanje računovodstvenog dobitka i smanjenje novčanih odliva u tekućem periodu, ali sa povećanom verovatnoćom pojave niskih novčanih tokova u budućnosti. Tako su Baber, Fairfield i Haggard (1991) analizom ponašanja 438 američkih proizvodnih preduzeća u desetogodišnjem periodu, ustanovili da se ulaganja u istraživanja i razvoj značajno smanjuju u periodima u kojima ovi troškovi mogu ugroziti sposobnost preduzeća da iskažu pozitivne računovodstvene rezultate ili njihovo povećanje u odnosu na prethodni obračunski period.

Jedan od načina da se izveštajni dobitak približi željenoj veličini, je vremensko podešavanje prodaje dugoročne imovine, imajući u vidu da se u konceptu istorijskih troškova, promene u tržišnoj vrednosti dugoročne imovine priznaju u bilansu uspeha tek u trenutku njene prodaje. Bartov (1993) je u svom istraživanju potvrdio hipotezu da menadžeri uravnotežavaju privremene promene u računovodstvenim rezultatima i ublažavaju posledice restriktivnih kreditnih klauzula putem dimenzioniranja prodaje fiksnih imovinskih delova, koji u sebi sadrže skrivene dobitke/gubitke.

Iako je nesporno da su pomenuti finansijski skandali, u kojima su veliku ulogu imale manipulacije finansijskim izveštajima, uzrokovali povećanu budnost javnosti i oštru reakciju regulatornih tela, praksa upravljanja izveštajnim rezultatima nije nestala, štaviše, ne postoji empirijsko uporište ni za tvrdnju da je njen obim značajnije smanjen. Ipak, sa velikim stepenom pouzdanosti, moglo bi se tvrditi da je praksa upravljanja računovodstvenim dobitkom evoluirala u perfidniji oblik koji, zbog svoje kompleksne prirode, značajno umanjuje rizik detektovanja, pa su i preduzeća spremnija da se izlože potencijalnom povećanju dugoročnih troškova, koji su sa ovakvom praksom povezani. Slika 13. grafički pokazuje preferencije menadžera prema pojedinim tehnikama upravljanja dobitkom koje bi primenili u periodima u kojima su rentabilitetna ostvarenja ispod očekivanih. Jasno je da opredeljenje za tehnike upravljanja dobitkom putem realnih transakcija uzimaju primat u odnosu na računovodstvene tehnike upravljanja dobitkom, a posebno zabrinjavajuće je i to što je 55,3% menadžera obuhvaćenih istraživanjem (Graham et al., 2005b) priznalo da bi odložili investicione projekte i time žrtvovali deo dugoročne vrednosti preduzeća, zarad iskazivanja željene visine izveštajnog dobitka.

Slika 13. Rezultati istraživanja preferencija menadžera ka određenim tehnikama upravljanja dobitkom



Izvor: Graham et al. (2005b, p. 35)

Upravljanje dobitkom putem realnih transakcija predstavlja ozbiljan istraživački izazov. U prilog tome govori činjenica da je u literaturi napravljen veliki progres u razvijanju modela kojima se procenjuje upravljanje obračunskim komponentama dobitka, dok su modeli za procenu realnih manipulacija ostali rudimentarni. Zapravo se, sa manjim modifikacijama, u istraživanjima primenjuje jedino model koji je razvio Roychowdhury (2006), uprkos njegovim brojnim ograničenjima. Model polazi od pretpostavke da se nivo upravljanja dobitkom putem realnih transakcija može proceniti kao devijacija diskrecionih troškova, troškova proizvodnje, i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti na nivou preduzeća, u odnosu na normalu koja se

izračunava za sektor kome preduzeće pripada. Osnovne pretpostavke modela (da preduzeća u okviru iste industrije, u normalnim poslovnim okolnostima, imaju iste obrasce ponašanja novčanih tokova i troškova proizvodnje i iste potrebe za ulaganjem u istraživanje, razvoj, marketing i dr. kao i da su prihodi od prodaje jedini pokretač troškova i dobitnih ostvarenja) ujedno su njegova najveća ograničenja (više o ovome videti u: Srivastava (2019)).

Iako aktivnosti upravljanja dobitkom putem realnih transakcija nije moguće sprovesti neposredno pre sastavljanja finansijskih izveštaja, nepoznanica je kako se one vremenski sinhronizuju tokom obračunskog perioda, i da li se njihov intenzitet pojačava krajem obračunskog perioda, kada menadžeri imaju pouzdanije procene realnih rentabilitetnih ostvarenja, pa je jasnije u kom smeru i obimu ih je potrebno uobličiti. Osim toga, nejasno je i kako se strategije realnih i računovodstvenih manipulacija kombinuju zarad dostizanja definisanih ciljeva, ali i u kojoj meri korisnici, pre svega investitori, mogu prozreti i razumeti tekuće i buduće implikacije preduzetih aktivnosti. Transformacija prakse upravljanja dobitkom otvorila je niz novih pitanja na koja odgovori još uvek ne postoje. Veliki teret odgovornosti svakako nose regulatorna tela u razvijenim privredama, koja su u pokušaju rešavanja jednog problema, podstakla primenu sofisticiranijih načina upravljanja dobitkom koje je teško otkriti, a samim tim ih je nemoguće sankcionisati, što je dodatna pretnja kvalitetu finansijskih izveštaja kao informacionoj osnovi za donošenje pravilnih odluka.

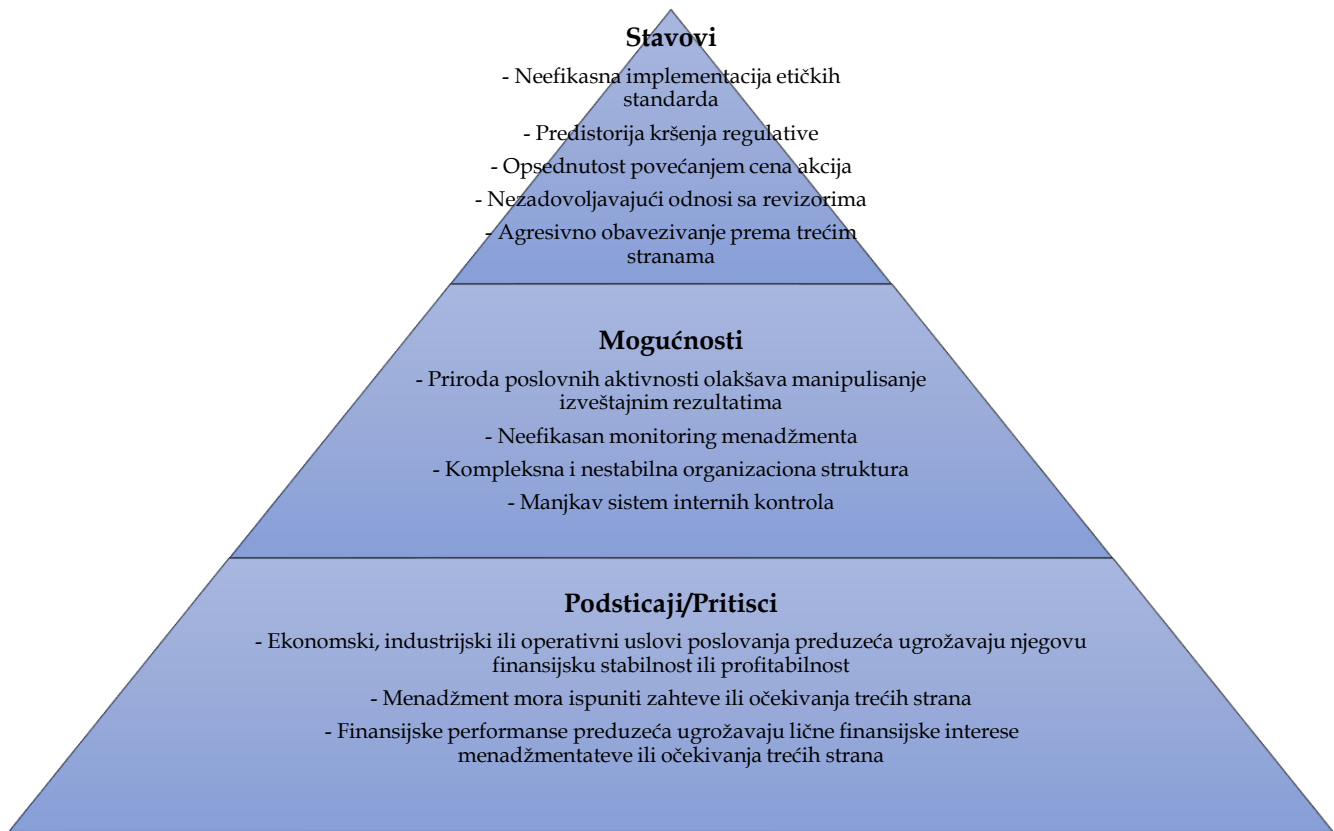
4. Upozoravajući signali u funkciji procene rizika od manipulacija

Aktivnosti manipulisanja računovodstvenim rezultatima rezultuju izborom računovodstvenih politika koje deformišu informacije predstavljene u finansijskim izveštajima i udaljavaju ih od ekonomske realnosti, strukturiranjem transakcija kojima se dostižu željeni finansijski ishodi, korišćenjem agresivnih i nerealnih pretpostavki (procena) i zloupotrebom namere koja stoji iza računovodstvenih principa i načela. Značajni informacioni rizici i često, nesagledive materijalne i nematerijalne posledice manipulativnog ponašanja povezanog sa sastavljanjem i prezentacijom finansijskih izveštaja, umnogostručile su napore svih učesnika u sistemu finansijskog izveštavanja usmerene na svođenje ove prakse na manju meru i ublažavanje negativnih efekata zloupotreba dominantnog informacionog položaja i informacione asimetrije, koje je nemoguće do kraja neutralisati.

S tim u vezi, zakonodavna i profesionalna tela kontinuirano rade na unapređenju okvira koji bi ograničio manevarski prostor za oportunističko ponašanje dok istovremeno, razvijaju sveobuhvatniji i rigorozniji nadzor nad sistemom finansijskog izveštavanja, uz pooštavanje finansijskih i reputacionih sankcija. Svakako, jedna od značajnijih mera, koja ima preventivno dejstvo na praksu deformisanja finansijskih informacija je edukovanje korisnika o upozoravajućim signalima koji bi mogli indikovati potencijalne manjkavosti javno dostupnih finansijskih izveštaja. Regulatorna tela razvijenih ekonomija identifikovala su tri faktora rizika kojima se karakterišu preduzeća u kojima manipulacije nastaju. Iako u periodu nastanka manipulacija, ne moraju biti ispoljena sva tri faktora, oni zajedno čine „trougao prevare“, i sublimiraju motive za preduzimanjem manipulativnih aktivnosti (podsticaji/pritisci), sistemske slabosti preduzeća koje mogu biti iskorišćene sa ciljem sprovođenja manipulacija (mogućnosti) i sistem vrednosti koji pogoduje razvoju oportunističkog ponašanja (stavovi/racionalizacija). Iza ovog trougla zapravo se krije čitav niz upozoravajućih signala

koje je moguće analizirati kako bi se procenili rizici od mogućih manipulacija u finansijskim izveštajima.

Slika 14. Trougao prevare



Izvor: Izrada autora prema SAS (Statements on Auditing Standards) No. 99

Podsticaji mogu doći u obliku visoke konkurencije ili saturacije tržišta, osetljivosti preduzeća na tehnološke promene u okruženju, pada tražnje, rizika od preuzimanja, novih regulatornih ograničenja ili zahteva, potrebe za dodatnim finansiranjem, operativnih gubitaka koji vode bankrotstvu ili zavisnosti menadžerskih kompenzacija od izveštajnih rezultata. Manipulativnom ponašanju pogoduju situacije u kojima ga je relativno lako sprovesti a komplikovano detektovati: značajne transakcije sa povezanim stranama koje ne podležu reviziji, mogućnost dominacije delom tržišta i diktiranja uslova dobavljačima ili kupcima, veliko učešće računovodstvenih kategorija koje po prirodi podležu prosuđivanju, veliki stepen neizvesnosti u računovodstvenim procenama, preduzimanje kompleksnih transakcija, internacionalno poslovanje u jurisdikcijama u kojima važe drugačija regulatorna pravila i običaji poslovanja, koncentracija kontrole u rukama male grupe ljudi, česte izmene u menadžerskim strukturama, neadekvatan računovodstveni i informacioni sistem kao i materijalni nedostaci u monitoringu sistema internih kontrola. Konačno, ali ne i manje važno, verovatnoća pojave manipulacija, zavisiće i od ličnog integriteta menadžera i njihovih etičkih vrednosti u čemu veliku ulogu imaju sistem obrazovanja, nacionalna i interna kultura poslovanja i doslednost i efikasnost sudskog sistema u rešavanju korporativnih problema i sankcionisanju zloupotreba službenog položaja i korupcije. Navedeni spisak mogućih faktora rizika ni približno nije konačan, ali je dovoljan da prikaže heterogenost ovog skupa i

kompleksnost analize koju je potrebno sprovesti kako bi se, na nivou preduzeća, ocenio stepen rizika od pojave manipulacija. Dodatna otežavajuća okolnost je što, čak i ako se dokaže uticaj velikog broja navedenih faktora, manipulacije ne moraju de facto i postojati, niti se njihovo postojanje može sasvim isključiti u okolnostima u kojima uticaj ovako definisanih faktora nije značajnije izražen.

Iz tog razloga, od izuzetne važnosti su svi informacioni inputi koji mogu biti sakupljeni od onih koji nose primarnu odgovornost za kvalitet, a istovremeno su nosioci kreativne računovodstvene prakse. Iz perspektive samih menadžera, lista upozoravajućih signala mnogo je konkretnija i usmerava pažnju ka pokazateljima do kojih se posredno može doći oslanjajući se, primarno, na informacije sadržane u finansijskim izveštajima. Naime, istraživanje Dichev *et al.* (2016, p. 17) koje je sprovedeno anonimnim anketiranjem 169 finansijskih menadžera javnih i 206 finansijskih menadžera privatnih kompanija, pokazalo je da najveći broj ispitanika, 34% njih, smatra da je najznačajniji upozoravajući signal upravljanja dobitkom njegovo značajno odstupanje od operativnih novčanih tokova (računovodstveni dobitak i novčani tokovi nisu korelisani ili se kreću u različitim smerovima). Drugi po značaju upozoravajući signal manipulacija je odstupanje računovodstvenih pokazatelja poput volatilnosti dobitka, prosečnog dobitka, rasta prihoda i investicija, obezvređenja imovine i slično, od industrijskog proseka odnosno normi. U samom vrhu prioritetnih signala potencijalnih manipulacija nalazi se i često dostizanje ciljanih, odnosno prognoziranih finansijskih performansi, velika frekvencija pojave jednokratnih (tranzitornih) dobitaka/gubitaka (koji su posledica otpisa ili obezvređenja, kompleksnih i neuobičajenih transakcija ili prodaje imovinskih delova), ali i veliko učešće obračunskih veličina u računovodstvenom rezultatu i iskazanoj vrednosti imovine i obaveza.

Rezultati istraživanja percepcija menadžera o kvalitetu izveštajnog dobitka značajni su jer rasvetljavaju aspekte ovog važnog i složenog problema do kojih analitičke tehnike i modeli bazirani na publikovanim finansijskim informacijama ne mogu dopreti. Reč je o neuočljivim i nemerljivim namerama menadžmenta koje određuju konačne odluke o objavljenim računovodstvenim rezultatima. U tom smislu, zanimljivo je napomenuti da se, prema njihovim odgovorima, može zaključiti da na kvalitet informacija sadržanih u finansijskim izveštajima podjednako utiču faktori koji su pod njihovom kontrolom i nekontrolabilni faktori kao što su pripadnost određenom privrednom sektoru i opšti makroekonomski uslovi. Osim toga, odgovori bazirani na njihovom iskustvu otkrili su da dve trećine kompanija upravlja računovodstvenim dobitcima „na više“, dok jedna trećina kompanija koristi tehnike upravljanja dobitkom kako bi iskazala niži izveštajni dobitak. Takođe, čak 20% javnih akcionarskih društava, i nakon radikalnih promena u regulatornom okviru, i dalje koristi diskreciona prava ostavljena profesionalnom regulativom, kako bi namerno deformisali sliku o finansijskim performansama.

Prepoznavanje informacionih rizika, pre svega onih koji su povezani sa tendencioznim oblikovanjem finansijskih pokazatelja, ima značajnu ulogu u zaštiti korisnika finansijskih izveštaja i preveniranju donošenja odluka na bazi pogrešne predstave o poslovnim performansama preduzeća koja je stečena isključivim oslanjanjem na finansijske izveštaje koji su output kreativne računovodstvene prakse. Zbog toga su, u nastavku, prikazana dva skupa indikatora koji ukazuju na moguću deformaciju računovodstvenog dobitka, a koji se

međusobno razlikuju po metodologiji obračuna indikatora. Prvi skup definisan je upozoravajućim signalima koji su posledica specifične analize finansijskih izveštaja, dok drugi skup čine upozoravajući signali izvedeni iz statističkih testova i ekonometrijskih modela.

4.1 Analiza finansijskih izveštaja u funkciji procene rizika od manipulacija

Generalno uzevši, upozoravajući signali upravljanja dobitkom, dokučivi iz nešto zahtevnije analize finansijskih izveštaja, mogu se dalje podeliti u dve grupe, u zavisnosti od toga da li upućuju na kretanja koja signaliziraju prisustvo kreativizma u izveštavanju, ili na prisustvo poslovno-finansijskih rizika koji, indirektno, povećavaju podsticaje za manipulativnim ponašanjem. Kako je zasnivanje bilo kakve analize na nekvalitetnim ili čak pogrešnim informacijama bespredmetno, procenjivanje stepena u kome su finansijski izveštaji podlegli oblikovanju nameće se kao *conditio sine qua non* za njihovo korišćenje u procesu donošenja odluka. Srećom, iako je oportunističke manevre teško dokazati, pogotovu ako su sprovedeni u okvirima računovodstvene fleksibilnosti, pažljivim odabirom pokazatelja i analizom njihovog kretanja, moguće je steći opštu sliku ovog aspekta kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima. Indikatori kreativnog finansijskog izveštavanja, predstavljeni na Slici 15 obuhvataju niz efekata koji daju računovodstvene i realne manipulacije, u granicama ili izvan granica profesionalne regulative.

Krajem obračunskog perioda, kada se sa velikim stepenom izvesnosti, može predvideti da finansijska ostvarenja preduzeća neće biti na nivou planiranih, te da takva situacija može ugroziti dividendne prinose, cene akcija ili očekivane menadžerske kompenzacije, menadžment može forsirati takozvane „last-minut“ transakcije, najčešće u vidu povećanja volumena prodaje po ekstremno povoljnim kreditnim ili cenovnim uslovima, ali ekstremno, i u vidu prodaja povezanim preduzećima koje nisu praćene stvarnom isporukom proizvoda i usluga. Navedeni autori sugerišu poseban oprez ka ovoj vrsti realnih manipulacija na koju može upućivati brži rast prihoda, dobitaka i novčanih tokova u poslednjem u odnosu na prethodne kvartale, pogotovu ukoliko se, poređenjem sa prethodnim obračunskim periodima, ustanovi da to ranije nije bila uobičajena praksa i ukoliko se u Napomenama uz finansijske izveštaje ne obelodane objektivno opravdani razlozi za ovakve aktivnosti.

Zloupotreba fleksibilnosti koju profesionalna regulativa ostavlja na polju kapitalizacije ulaganja (rashoda), sa ciljem njihovog pravilnog povezivanja sa koristima (prihodima) koji se od njih u budućnosti očekuju, kao što je slučaj sa ulaganjima u istraživanje i razvoj, promocije, sponzorstva, zaštitu životne sredine, patente i licence i slično, ili čak nedozvoljena kapitalizacija poslovnih rashoda perioda, u vezi sa kojima se u budućim periodima ne očekuje nastanak prihoda, tehnike su računovodstvenih manipulacija mnogo puta dokumentovane u poznatim finansijskim skandalima. Čak iako su troškovi pravilno kapitalizovani, procenjivanje njihovog amortizacionog perioda ostavlja dovoljno manevarskog prostora za željene korekcije u visini računovodstvenog dobitka. Na povećane rizike prisustva ovakvih aktivnosti upućuje politika kapitalizacije rashoda koja značajno odstupa od uobičajene prakse u sektoru ili od politike konkurentskih preduzeća, ali i devijacija visine ili vrste kapitalizovanih rashoda u odnosu na obrasce kapitalizacije prethodnih obračunskih perioda.

Slika 15. Indikatori kreativnog finansijskog izveštavanja

Uvećan broj tzv. last-minut transakcija
•Trend rasta prihoda, dobitka i novčanih tokova po kvartalima
Kapitalizacija rashoda
•Poređenje procenta kapitalizacije rashoda sa konkurentskim preduzećima i prosekom u grani
Neuobičajeno povećanje zaliha
•Rast potraživanja u odnosu na prihode
Promene na kapitalu
•Struktura načina plaćanja iz nove emisije
Neuobičajeno povećanje dobitka
•Komparacija trendova rasta prihoda sa trendovima rasta dobitka
Značajnija i trajnija odstupanja između dobitka i novčanih tokova iz poslovanja
•Analiza trendova kretanja dobitka i novčanih tokova iz poslovanja
Bolja ostvarenja od konkurentskih preduzeća bez vidljivih razloga u poslovanju
•Ključni inidkatori uspeha, kao što su ROI, ROE i njihovi činoci (stope dobitka i pracijalni koeficijenti obrta)
Značajnie odlaganje uobičajenih rashoda za narednu godinu
•Troškovi održavanja/Prihodi, Troškovi marketinga/Prihodi...
Neočekivano visoki otpisi imovine u poslednjem kvartalu
•Analiza kretanja visina otpisa u nisu perioda

Izvor: Malinić i Stevanovnić (2009, p. 158)

Već je bilo reči o tome da je precenjivanje prihoda do kojeg može doći prevremenim priznavanjem prihoda, priznavanjem prihoda sumnjivog kvaliteta ili priznavanjem fiktivnih prihoda, najzastupljenija tehnika deformisanja izveštajnog rezultata. Iako aktivnosti preuranjenog priznavanja prihoda i priznavanja fiktivnih prihoda imaju potpuno različitu zakonsku težinu, u kontekstu uticaja na računovodstveni dobitak, implikacije su iste: prihodi se priznaju u bilansu uspeha perioda kome ne pripadaju. Kauzalni odnos bilansa stanja i bilansa uspeha, međutim, omogućava procenu kvaliteta evidentiranih prihoda preko procene stepena naplativosti potraživanja, imajući u vidu činjenicu da iza manipulativnih iznosa prihoda ne stoje realni novčani prilivi. Precenjivanje prihoda dovodi do proporcionalnog precenjivanja računovodstvenog dobitka, no usled nemogućnosti naplate korespondentnih potraživanja, uz istovremeno odlaganja njihovog otpisivanja, koje bi u suprotnom poništilo efekte precenjivanja prihoda na računovodstveni rezultat, u narednim periodima će nastati evidentna disproporcija u rastu prihoda i potraživanja. Dakle, precenjivanje prihoda u jednom obračunskom periodu implicira gomilanje skrivenih gubitaka u bilansu stanja narednih obračunskih perioda, pa su brži rast potraživanja u odnosu na rast prihoda kao i neopravdano smanjenje racija obrta potraživanja (odnosno produžavanje roka kreditiranja kupaca) indikatori rizika precenjenih prihoda.

Potcenjivanje rashoda od prodaje ima iste efekte na izveštajni rezultat i kapital preduzeća kao i precenjivanje prihoda, s tim da je, umesto sa potraživanjima, povezano sa vrednošću zaliha

iskazanih u bilansu stanja. Oportunističko upravljanje rashodima od prodaje može biti sprovedeno realnim aktivnostima forsiranja prekomerne proizvodnje ili računovodstvenim tehnikama, sa implikacijama na količinu i/ili vrednost zaliha. Neopravdano povećanje volumena proizvodnje vodi fizičkom gomilanju zaliha u tekućem periodu, za kojima će realna tražnja postojati u narednim obračunskim periodima. Dok ova vrsta realnih aktivnosti vodi povećanju ukupne količine i vrednosti zaliha, ona smanjuje cenu koštanja po jedinici i povećava izveštajni dobitak putem širenja raspona između prihoda i rashoda realizovanih prodaja tekućeg perioda. Računovodstvene manipulacije, sa druge strane, mogu se kretati u spektru od prihvatljivih (promena metode vrednovanja zaliha ili odlaganje otpisivanja obezvređenih zaliha) do brutalnih (evidentiranje fiktivnih zaliha). Ipak, pažljivoj analizi finansijskih izveštaja neće promaći efekti bržeg rasta vrednosti zaliha i trajanja njihovog obrta u odnosu na rast prihoda i rashoda od prodaje, što je indikator ili nebenignih poremećaja u poslovnoj aktivnosti ili kreativnog izveštavanja. Iz primera pojedinih pozicija kvartalnih finansijskih izveštaja preduzeća Cisco Systems, Inc. prikazanog u Tabeli 49 uočljivo je da su se zalihe za samo godinu dana udvostručile, pri čemu takvo kretanje nije bilo praćeno proporcionalnim povećanjem prihoda. Osim toga, nije teško proceniti da je već u narednoj, 2001. godini, kompanija morala da objektivira skrivene gubitke, otpisom 2,5 milijarde dolara vrednosti zaliha. (Mulford i Comiskey, 2002, p. 248).

Tabela 49. Primer indikatora rizika prećenjenih zaliha

Pokazatelji/Godina	Januar '00	April '00	Juli '00	Oktobar '00	Januar '01
Prihodi (u milionima \$)	4.350	4.919	5.782	6.519	6.748
% povećanja prihoda		13,1%	17,5%	12,7%	3,5%
Troškovi prodatih proizvoda (u milionima \$)	1.536	1.748	2.098	2.378	2.581
Zalihe	695	878	1.232	1.956	2.533
% povećanja zaliha		26,3%	40,3%	58,8%	29,5%
Trajanje obrta zaliha (u danima)	41,3	45,8	53,6	75,1	89,6

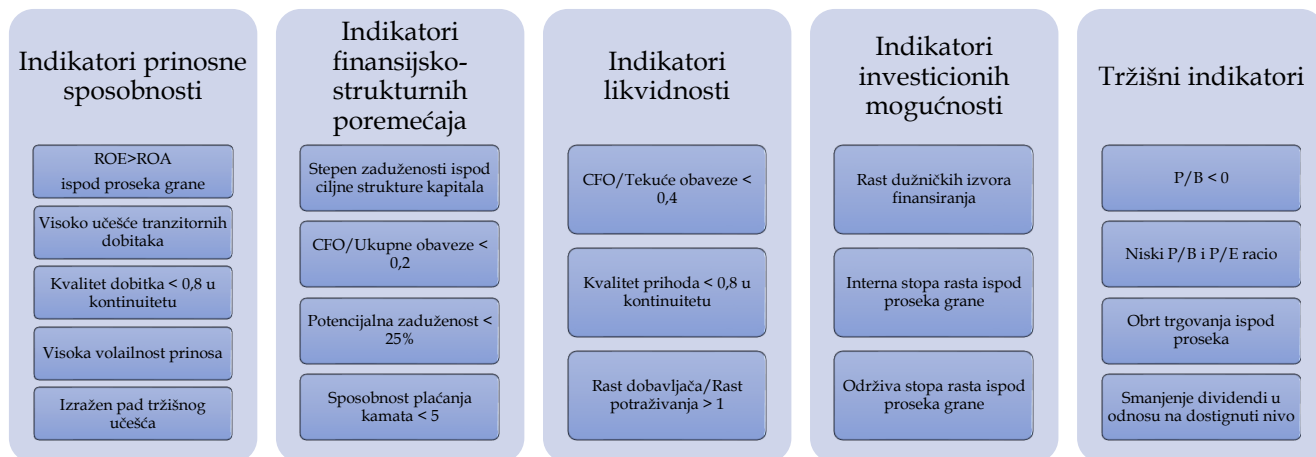
Izvor: Mulford i Comiskey (2002, p. 248)

Dodatno, ovim indikatorima potrebno je dodati i relativne promene u visini i vremenu izmirenja tekućih poslovnih obaveza, imajući u vidu da je nastanak obaveza prema dobavljačima direktno povezan sa nabavkom zaliha, te da potcenjivanje obaveza vodi potcenjivanju zaliha, a time i potcenjivanju rashoda od prodaje.

Iako je ovde predstavljen mali broj indikatora koji signaliziraju povećan rizik od manipulacija računovodstvenim dobitkom, a koji su pre svega posledica upravljanja kategorijama na kojima su predstavljeni rezultati poslovnih aktivnosti preduzeća, konačna lista mnogo je šira jer manipulacije mogu nastati i u domenu klasifikacije i vrednovanja investicija u vlasničke i dužničke hartije od vrednosti, dugoročne imovine, finansijskih obaveza i mnogih drugih pozicija i transakcija.

Bez namere detaljnijeg ulaženja u pokazatelje koji pripadaju drugoj grupi, u nastavku je dat prikaz pojedinih, nestandardnih upozoravajućih signala poslovno-finansijskih rizika koji mogu dodatno stimulisati prikazivanje dobitnih ostvarenja boljim nego što zaista jesu.

Slika 16. Rani upozoravajući signali o izloženosti preduzeća poslovno-finansijskim rizicima



Izvor: Malinić (2013)

Prezentovani skup indikatora finansijske analize, u praktičnoj upotrebi, može imati i drugačiji obim i strukturu, u zavisnosti od individualnih karakteristika preduzeća i konteksta u kome se opisani analitički aparat koristi. U tom smislu, na kvalitet zaključaka će, osim odabira ključnih indikatora, uticati i nivo poznavanja specifičnosti poslovanja preduzeća i njegovog internog i eksternog okruženja, što su veštine koje se ne mogu očekivati od svih grupa stejkholdera. Osim toga, tumačenje pojedinih upozoravajućih signala ovog skupa povezano je sa određenim ograničenjima. Jedno od njih je svakako to što normalne (očekivane) vrednosti indikatora mogu fluktuirati zbog makroekonomskih kretanja. Problemi mogu nastati i kada pojedini pokazatelji upućuju na oprečne zaključke, što dovodi do dileme kojem se od njih treba prikloniti, odnosno, koji je od njih pouzdaniji u konkretnoj situaciji. Posebno je pitanje koliki je specifični doprinos svakog indikatora u ocenjivanju kvaliteta informacija, i da li je moguće precizno razgraničiti uticaj promena u stvarnim poslovnim performansama, sa jedne strane, i kreativne računovodstvene prakse, sa druge strane, na kretanje ovako definisanih indikatora.

4.2 Procenjivanje rizika od manipulacija zasnovano na ekonometrijskim modelima

Navedeni problemi u primeni finansijske analize u svrhe prepoznavanja opasnosti od manipulativnog finansijskog izveštavanja nikako ne umanjuju njen doprinos u preveniranju i detektovanju prakse štetnog kreativizma, što je razlog zbog koga se praktičari i regulatorna tela njome i dalje dominantno služe u procenjivanju ove vrste rizika na nivou pojedinačnih preduzeća. Ne treba, ipak, zaboraviti činjenicu da je problem rasprostranjenosti prakse oportunističkog oblikovanja računovodstvenih pokazatelja motivisao i istraživače da se, dugi niz godina, posvećeno bave razvojem metodologije koja, iz potpuno drugačije perspektive, a uz prevazilaženje ograničenja pojedinačnih indikatora, meri deformacije računovodstvenih informacija, i otvara širi horizont posmatranja podsticaja, tehnika i posledica kreativnog računovodstva. Zbog toga pažnju skrećemo na najvažnija istraživanja koja su rezultovala konkretnim modelima za detektovanje manipulacija.

Tabela 50. Modeli za detektovanje prakse manipulativnog upravljanja računovodstvenim rezultatima

R.br.	Referenca	Model
<i>I Modeli utemeljeni na ukupnim obračunskim veličinama</i>		
1.	Healy (1985)	$TAcc_t = -DEP_t - XI_t D_1 + \Delta AR_t + \Delta INV_t - \Delta AP_t - (\Delta TP_t + DEF_t) \times D_2$
2.	Deangelo (1988)	$NDAcc_t = E(TAcc_t) = TAcc_{t-1} = NI_{t-1} - CFO_{t-1}$
3.	Dechow i Sloan (1991)	$NDAcc_t = \gamma_1 + \gamma_2 \text{median}(TAcc_t)^{37}$
4.	Jones (1991)	$TAcc_{it}/A_{it-1} = \alpha_i [1/A_{it-1}] + \beta_{1i} [\Delta REV_{it}/A_{it-1}] + \beta_{2i} [PPE_{it}/A_{it-1}] + \varepsilon_{it}$
5.	Dechow <i>et al.</i> (1995)	$NDAcc_t = \alpha_1(1/A_{t-1}) + \alpha_2(\Delta REV_t - \Delta REC_t) + \alpha_3 PPE_t$
6.	Jeter i Shivakumar (1999)	$\frac{NDAcc_t}{A_{t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} + \beta_2 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \sum_{j=3}^7 \beta_j \times D_{j-2} \times \frac{CFO_t}{A_{t-1}}$
7.	Ye (2006)	$TAcc_{it} = \beta_0 + \frac{\beta_1}{A_{it-1}} + \beta_2 \Delta REV_{it} + \beta_3 PPE_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 NCWC_{it-1} + \beta_6 \overline{ncwc}_i + \beta_7 NCWC_{it-1} * \Delta REV_{it} + \beta_8 dep_{it-1} + \beta_9 dep_{it-1} * PPE_{it}$
<i>II Modeli utemeljeni na specifičnim obračunskim veličinama</i>		
8.	McNichols i Wilson (1988)	$Prov_t = \alpha_0 + \alpha_1 BfBl_r + \alpha_2 Wrtie_off_{t+1} + resprov_t$
9.	(M. Beneish, 1999)	$M_i = \beta X_i + \varepsilon_i$
<i>III Distribucionni modeli</i>		
10.	Burgstahler i Dichev (1997) i Degeorge, Patel i Zeckhauser (2005)	Testiranje da li je broj realizovanih opservacija godišnjih izveštajnih rezultata u određenom intervalu distribucije veći (manji) od očekivanog

Izvor: Izrada autora

Modeli utemeljeni na ukupnim obračunskim veličinama predstavljaju okosnicu razvoja istraživačkih tehnika u detektovanju prakse upravljanja izveštajnim rezultatima. Reč je o modelima koji, na različite načine, procenjuju diskrecione komponente obračunskih veličina na bazi veze između ukupnih obračunskih veličina i eksplanatornih promenljivih kojima se aproksimiraju nediskrecione komponente. Prema McNichols (2000, p. 318) istraživanja bazirana na ovoj vrsti modela čine preko 50% ukupnih istraživanja iz oblasti upravljanja dobitkom, a u nastavku su, ukratko, predstavljeni samo oni najvažniji, čije pojavljivanje u literaturi nije prošlo neopaženo.

1. Model³⁸ polazi od kompenzacionih šema za menadžere koje su definisane u zavisnosti od visine izveštajnog rezultata, pa predstavljaju podsticaj za upravljanjem dobitkom:

³⁷ Prema: Dechow et al. (1995, p. 199)

³⁸ $TAcc_t$ – ukupne obračunske komponente dobitka; DEP_t – amortizacija; XI_t – tranzitorni dobitci/gubici; ΔAR_t – promena tekućih potraživanja; ΔINV_t – promena zaliha; ΔAP_t – promena tekućih poslovnih obaveza; ΔTP_t – promena obaveza za poreze; DEF_t – odložene poreske obaveze; D_1 – binarna promenljiva koja uzima vrednost 1 ako su bonus planovi definisani u odnosu na dobitak koji uključuje i tranzitorne komponente, a vrednost 0 ako su bonus planovi definisani u odnosu na dobitak pre tranzitornih komponenti; D_2 – binarna promenljiva koja uzima vrednost 1 ako su bonus planovi definisani u odnosu na dobitak nakon poreza, a vrednost 0 ako su bonus planovi definisani u odnosu na dobitak pre poreza.

- na više, ukoliko je računovodstvenim tehnikama moguće dovoljno preceniti rezultat i postići povećanje bonusa ili
- na niže, ukoliko se računovodstvenim tehnikama ne može postići željeno povećanje dobitka usled čega se on potcenjuje i stvaraju rezerve za realizaciju većih bonusa u narednim obračunskim periodima.

Reč je o jednom od pionirskih radova koji je za procenu nivoa upravljanja izveštajnim rezultatima među prvima koristio ukupne obračunske veličine. Testiranje je sprovedeno poređenjem znaka obračunskih veličina za pojedinačno preduzeće u određenoj godini, sa očekivanim znakom u odnosu na definisane kompenzacione šeme. U kasnijim radovima data su dva tumačenja modela ukupnih obračunskih veličina (prema: Ronen i Yaari, 2008, p. 395-397). Prvo objašnjenje je da su ukupne obračunske veličine jednake diskrecionim obračunskim veličinama, jer su nediskrecione komponente jednake nuli. Ipak, Healy je u samom radu svakako bio svestan njihove dvokomponentnosti jer je naveo: „ukupne obračunske veličine uključuju diskrecionu i nediskrecionu komponentu i procenjene su kao razlika između računovodstvenog dobitka i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti“ (Healy, 1985, p. 94), pa je njegova metodologija konzistentna sa drugim objašnjenjem koje podrazumeva da su nediskrecione komponente jednake prosečnoj vrednosti ukupnih obračunskih veličina u analiziranom periodu $NDAcc_t = \frac{\sum_t TAcc_t}{T}$ (Dechow *et al.*, 1995, p, 197), a diskrecione komponente su odstupanja od dugoročnog proseka ukupnih obračunskih veličina $DAcc = TAcc - NDAcc$.

2. Studija analizira upravljanje računovodstvenim rezultatima u kompanijama u kojima grupa vlasnika nije odobravala politiku koju su vodili postojeći menadžeri, pa su pokrenuli izbor novog izvršnog odbora. U takvim okolnostima, za vreme kampanje, logično je očekivati da će aktuelni menadžeri imati podsticaj da precenjuju računovodstvene dobitke kako bi boljim predstavili sopstvene performanse i time zadobili više glasova akcionara. Kako bi procenila nivo korišćenja diskrecionih prava u periodu kampanje, Deangelo je pošla od modela³⁹ u kome se nediskrecione obračunske komponente dobitka u periodu kampanje aproksimiraju očekivanim ukupnim obračunskim veličinama, odnosno ukupnim obračunskim veličinama prethodnog perioda (pre kampanje). Eventualna razlika koja se pojavi između ukupnih obračunskih veličina ova dva uzastopna perioda predstavlja procenjenu diskrecionu (abnormalnu) obračunsku komponentu dobitka, odnosno, stepen u kome menadžeri koriste diskreciona prava kako bi uticali na visinu izveštajnog rezultata.
3. Industrijski model⁴⁰ prvi put su primenili Dechow i Sloan (1991) ispitujući hipotezu o tome da li menadžeri, u poslednjoj godini koju provedu u kompaniji, upravljaju diskrecionim troškovima (istraživanja i razvoja) kako bi poboljšali kratkoročne finansijske performanse. U tom nastojanju, oni su pošli od pretpostavke da su varijacije u determinantama nediskrecionih obračunskih veličina iste za sva preduzeća koja pripadaju istom privrednom

³⁹ $NDAcc_t$ – nediskreciona (normalna) komponenta obračunskih veličina u periodu t ; $E(TAcc_t)$ – očekivana vrednost ukupnih obračunskih veličina u periodu t ; NI_{t-1} – neto rezultat u periodu $t-1$; CFO_{t-1} – novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti u periodu $t-1$.

⁴⁰ $NDAcc_t$ – nediskreciona obračunska komponenta; $median(TAcc_t)$ – medijana ukupnih obračunskih veličina izračunata na bazi preduzeća koja pripadaju istom privrednom sektoru a nisu se našla u uzorku.

sektoru. S obzirom da nisu imali eksplicitnu teoriju o očekivanom nivou troškova istraživanja i razvoja u odsustvu manipulacija, testirali su razlike u ukupnim obračunskim veličinama preduzeća koja su imala definisani podsticaj za smanjenjem ovih troškova i preduzeća koja takav podsticaj nisu imala (sva ostala preduzeća iz industrijskog sektora).

4. Veliki pomak u razvoju metodologije za procenu stepena upravljanja računovodstvenim rezultatima, usled razdvajanja diskrecione i nediskrecione komponente obračunskih veličina, napravila je Jones (1991), u studiji događaja - uticaja uvođenja nove regulative, koja je imala za cilj da zaštiti domaće proizvođače od uvozne konkurencije, na upravljanje dobitkom. Naime ITC (United States International Trade Commission) je definisala niz mera (povećanje uvoznih tarifa, smanjenje uvoznih kvota i državnu asistenciju i subvencije) koje su imale za cilj da pomognu privrednim sektorima i kompanijama čiji su se lošiji finansijski indikatori mogli dovesti u vezu sa velikom konkurencijom stranih kompanija. Jones je pretpostavila da pre podnošenja zahteva za dobijanje olakšica, kompanije nisu upravljale računovodstvenim rezultatima, ali da u periodu u kome ITC istražuje opravdanost podnetog zahteva imaju snažan podsticaj da predstave svoja ostvarenja lošijim, kako bi stvorila impresiju da je strana konkurencija štetna po njihove performanse.

U tom smislu, ona je podelila vremenske serije računovodstvenih rezultata preduzeća na dva subperioda, period pre istrage (period koji se koristi za procenjivanje), na osnovu koga je procenjivala nediskrecione (normalne) obračunske veličine i period nastanka događaja (test period). Kako bi relaksirala pretpostavku da su nediskrecione obračunske komponente konstantne tokom vremena, pa se promene u ukupnim obračunskim veličinama mogu pripisati njihovoj diskrecionoj komponenti, Jones je postavila regresioni model u kome se regresorima stavljaju pod kontrolu promene u ekonomskim uslovima poslovanja preduzeća. Naime, u prvoj fazi, nediskrecione tekuće obračunske komponente (promene neto obrtnog kapitala: potraživanja od kupaca, zalihe i obaveze prema dobavljačima) procenjuju se na osnovu promena u prihodima od prodaje, a nekretnine, postrojenja i oprema uključene su sa namerom da se stavi pod kontrolu onaj deo obračunskih veličina koji je povezan sa nediskrecionim troškovima amortizacije. Na bazi dobijanja ocena parametra ($\widehat{\alpha}_1, \widehat{\beta}_{11}, \widehat{\beta}_{21}$) ovako definisanog modela⁴¹, u drugoj fazi, diskreciona obračunska komponenta računovodstvenog rezultata aproksimira se greškom predviđanja:

$$v_{ip} = TAcc_{ip} - \widehat{TAcc}_{ip} = TAcc_{ip} - (\widehat{\alpha}_1[1/A_{ip-1}] + \widehat{\beta}_{11}[\Delta REV_{ip}/A_{ip-1}] + \widehat{\beta}_{21}[PPE_{ip}/A_{ip-1}])$$

Osnovni identifikovani problemi modela, tiču se, pre svega, pretpostavki da upravljanje dobitkom nije postojalo u periodima pre podnošenja zahteva, i da je promena prihoda u celini nediskreciona komponenta obračunskih veličina, odnosno da preduzeća ne primenjuju diskreciju u priznavanju i vrednovanju prihoda. S obzirom da se procenjene nediskrecione komponente dalje koriste kao mera oportunističkog oblikovanja izveštajnog dobitka, greške u njenom merenju uzrokuju probleme u izvođenju zaključaka o postojanju računovodstvenih manipulacija. Nesporno je, međutim, da je autorka dala inicijalnu kapislu daljem razvoju istraživačke metodologije, koji se primarno oslanjao na primenu i korekcije ovog modela. S tim u vezi, McNichols i Wilson (1988) su, još na osnovu radne

⁴¹ $TAcc_{it}$ - ukupne obračunske veličine; A_{it-1} - ukupna aktiva prethodnog perioda; ΔREV_{it} - promena prihoda u dva uzastopna perioda; PPE_{it} - bruto vrednost nekretnina, postrojenja i opreme.

verzije Jones modela iz 1988. godine, konstruisali opšti model za procenu manipulacija uzrokovanih nekim podsticajem (događajem) u sledećem obliku⁴² $DAcc = \alpha + \beta PART + \varepsilon$, dok su u nameri prevazilaženja problema izostavljanja relevantnih objašnjavajućih promenljivih, Dechow et al. (1995, p. 195) definisali sledeći opšti linearni oblik testa za upravljanje dobitkom:

$$DAcc_t = \alpha + \beta PART_t + \sum_{k=1}^k \gamma_k X_{kt} + \varepsilon_t$$

gde su X_{kt} ostale relevantne promenljive (definisane od strane istraživača) koje utiču na diskrecione komponente obračunskih veličina. Ukoliko ocenjeni koeficijent regresije $\hat{\beta}$ ima očekivani znak i statistički je značajan, može se izvesti zaključak da manipulisanje izveštajnim dobitkom postoji.

5. Modifikovani Jones model⁴³ pokušao je da prevaziđe ograničenje originalnog Jones modela koje se odnosi na pretpostavku da diskreciona prava nisu korišćena u priznavanju i vrednovanju prihoda ni u jednom od dve grupe perioda (pre i nakon nastanka događaja – podsticaja). Zbog toga se modifikacija odnosi na to da se u drugoj fazi (u test periodu) uvodi pretpostavka da su sve promene u prodajama na kredit, koje su nastale u podsticajnom (test) periodu, rezultat korišćenja diskrecionih prava (oportunističkog upravljanja dobitkom), imajući u vidu da se manipulacije sa prihodima mogu lakše sprovesti prodajama na odloženo plaćanje, a znatno teže prodajama za gotovinu. Ranije je bilo više reči o tome kako se manipulacije prihodima odražavaju na visinu potraživanja, pa se korekcija odnosi na oduzimanje promena u potraživanjima od promena u prihodima. To znači da u periodu nastanka podsticaja, nediskrecionu tekuću obračunsku komponentu čini samo deo promena u prihodima od prodaje koji se odnosi na promene u prodajama za gotovinu, a ne ukupne promene prihoda od prodaje. U modifikovanom Jones modelu, tj. u njegovoj drugoj fazi, u kojoj se procenjuje visina diskrecionih obračunskih komponenti, potraživanja se pojavljuju i na levoj i na desnoj strani regresionog modela, što može uzrokovati problem simultanog uticaja eksplanatorne i zavisne promenljive i posledično, problem endogenosti.
6. Kako je literatura iz oblasti analize finansijskih izveštaja kandidovala poređenje obrazaca kretanja dobitka i novčanih tokova, kao jedan od najznačajnijih indikatora rizika od manipulacija, pojedini autori su koristili novčane tokove kao aproksimaciju iznosa nemanipulisanih dobitaka, dok su Jeter i Shivakumar (1999) inkorporirali novčane tokove kao ekstenziju Jones modela⁴⁴. Preduzeća iz uzorka podelili su kvintile, prema visini

⁴² $DAcc$ – diskreciona komponenta obračunskih veličina procenjena prema Jones modelu; $PART$ – veštačka promenljiva koja podatke deli u dve grupe u kojima se očekuje različito kretanje upravljanja dobitkom; α – prosečna vrednost diskrecionih obračunskih komponenti za prvu grupu; $(\alpha + \beta)$ – prosečna vrednost diskrecionih komponenti za drugu grupu.

⁴³ Sve promenljive definisane su na isti način kao kod Jones modela, s tim da su ΔREC_t promene potraživanja od kupaca u dva uzastopna obračunska perioda.

⁴⁴ Promenljive su definisane na isti način kao i u Jones modelu s tim da su CFO_t novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti dobijeni kao razlika između računovodstvenog dobitka i obračunskih veličina a D_{j-2} j skup od pet

operativnih novčanih tokova, odnosno njihovog učešća u ukupnoj aktivi, i model proširili sa pet promenljivih koje se odnose na operativne novčane tokove pomnožene sa veštačkim promenljivama (d_1 do d_5) koje uzimaju vrednost 1 ako preduzeće pripada određenom kvintilu, a vrednost 0 u suprotnom slučaju.

7. Ovaj model predstavlja dodatnu nadgradnju modela Kothari *et al.* (2005) koji je, prethodno, napravio dve izmene Jones modela. Prva novina odnosila se na uvođenje konstante u model (u Jones modelu prvi član je podeljen ukupnom imovinom prethodnog perioda pa se ne može smatrati konstantom u ekonometrijskom smislu) kako bi dodatno predupredili problem heteroskedastičnosti. Druga novina podrazumevala je definisanje nove promenljive, stope prinosa na ukupna ulaganja, kako bi se pod kontrolu stavio uticaj performansi preduzeća na merenje diskrecionih komponenti obračunskih veličina⁴⁵.

Ye (2006) je pokušao da napravi efikasan način inkorporiranja velikog broja prethodnih modifikacija Jones modela⁴⁶. Doprinos njegovog modela ogleda se u uvođenju, pored ostalih, još dve nove grupe promenljivih.

Prva grupa promenljivih odnosi se na procenjivanje nediskrecionih tekućih komponenti obračunskih veličina. Ye je stavio pod kontrolu reverzibilni karakter tekućih obračunskih veličina putem abnormalnih veličina neto obrtnog kapitala, koje je merio kao razliku između početnog stanja neto obrtnog kapitala (krajnje stanje prethodnog perioda) i normalnog nivoa neto obrtnog kapitala (prosek njegovih istorijskih vrednosti), pretpostavljajući da su abnormalne veličine neto obrtnog kapitala negativno korelisane sa tekućim i ukupnim obračunskim veličinama. Osim toga, kako bi stavio pod kontrolu razlike u neto obrtnom kapitalu između preduzeća i njihove promene unutar preduzeća tokom vremena, uveo je promenljivu koja se odnosi na stepen (neto obrtne) kapitalne intenzivnosti koja, istovremeno, pokazuje i uticaj rasta preduzeća na tekuće obračunske veličine.

Druga grupa promenljivih odnosi se na procenjivanje nediskrecionih dugoročnih komponenti obračunskih veličina, čiji najveći deo čine troškovi amortizacije dugoročne imovine. Jones model pošao je od pretpostavke da je amortizaciona stopa konstantna, što nije održivo ni na nivou pojedinačnog preduzeće kroz vreme (jer se na nivou preduzeća mogu vremenom menjati procene korisnog veka upotrebe, primenjene metode amortizacije i struktura fiksne imovine), a kamoli za različita preduzeća u okviru istog privrednog sektora. Zbog toga je Ye, kao procenjenu amortizacionu stopu tekućeg perioda koristio

veštačkih promenljivih koje uzimaju vrednost 1 ako operativni novčani tokovi preduzeća pripadaju kvintilu $j - 2$, dok u suprotnom uzimaju vrednost 0.

⁴⁵ Neka istraživanja su pružila empirijske dokaze da modeli identifikuju nediskrecione obračunske komponente kao diskrecione pod uticajem jakih finansijskih performansi preduzeća (Ronen i Yaari, 2008, p. 399).

⁴⁶ Osim promenljivih koje su definisane Jones modelom, ovaj model uključuje i: ROA_{it-1} - stopa prinosa na ukupno angažovana sredstva prethodnog perioda; $NCWC_{it-1}$ - početno stanje nenovčanog neto obrtnog kapitala podeljeno sa prihodima od prodaje u periodu $t-1$; \bar{ncwc}_i - normalan nivo nenovčanog neto obrtnog kapitala koji se procenjuje kao njegov prosek u trogodišnjem periodu ($\bar{ncwc}_i = \frac{1}{3} \sum_{k=1}^3 NCWC_{i,t-1-k}$); $NCWC_{it-1} * \Delta REV_{it}$ - nivo intenzivnosti neto obrtnog kapitala, meri uticaj rasta preduzeća (u vidu promena prihoda) na tekuće obračunske veličine; dep_{it-1} - amortizaciona stopa prethodnog perioda kojom se aproksimira očekivana amortizaciona stopa tekućeg ($dep_{it} = DEP_{it}/PPE_{it}$ gde su DEP_{it} troškovi amortizacije a PPE_{it} je krajnje stanje nekretnina, postrojenja i opreme); $dep_{it-1} * PPE_{it}$ - procenjena visina troškova amortizacije tekućeg perioda.

amortizacionu stopu prethodnog perioda, a normalnu visinu troškova amortizacije procenjivao je primenom ovako definisane stope, na krajnje stanje nekretnina, postrojenja i opreme (eventualna odstupanja se pripisuju diskrecionim pravima). Ovako definisan model značajno je unapredio inicijalne performanse Jones modela.

Kako najveći broj prethodno opisanih modela pokušava da aproksimira nediskrecione komponente dobitka, i da na osnovu njih izvede zaključke o njegovim diskrecionim komponentama, ključno pitanje je kako se obračunske veličine ponašaju u odsustvu prakse upravljanja dobitkom. Naime, koliko je nama poznato, u literaturi ne postoji teorija koja bi definisala ponašanje obračunskih veličina tj. njihove fluktuacije, u okolnostima u kojima ne postoje podsticaji za oblikovanjem računovodstvenih rezultata. I u tom smislu, pod znakom pitanja su još uvek, kako faktori koji imaju uticaja na ove prirodne, normalne fluktuacije, tako i oblik tj. linearnost veze između obračunskih veličina sa jedne strane i primera radi, prihoda od prodaje, sa druge strane.

Kao alternativa modelima utemeljenim na ukupnim obračunskim veličinama, paralelno su se pojavili modeli zasnovani na specifičnim obračunskim veličinama. Iako je njihov broj značajno manji, pružili su uverljive empirijske dokaze o postojanju manipulacija u pojedinima industrijama pa su, bez obzira što ne omogućavaju izvođenje generalnih zaključaka, ipak vredni pomena. Oni se od prethodne grupe modela razlikuju po više osnova. Prva razlika je u tome što su fokusirani na pojedinačne privredne sektore čija poslovna praksa uzrokuje nastanak materijalno značajnih pojedinačnih obračunskih veličina, koje su predmet prosuđivanja. Druga razlika podrazumeva da se objašnjavajuće promenljive mogu preciznije definisati i dovesti u direktnu vezu sa ponašanjem specifične obračunske veličine, što zahteva dobro poznavanje biznis modela i regulative konkretnog sektora, ali i intuitivno preciziranje faktora koji opredeljuju fluktuacije konkretne obračunske veličine. Konačno, ovi modeli mogu se sprovoditi na uzorcima koji su daleko manji od uzoraka na kojima se testiraju modeli zasnovani na ukupnim obračunskim veličinama, pa je za njih od fundamentalnog značaja da su specifične obračunske veličine posledica primene diskrecionih prava, te da su upravo te specifične obračunske veličine predmet manipulacija.

8. Model⁴⁷ izoluje specifičan oblik obračunskih veličina koje se pojavljuju prilikom primene indirektnog metoda otpisa potraživanja. Iza pomenute metode stoji namera da se očekivanja menadžmenta u pogledu iznosa potraživanja naplativih u budućim obračunskim periodima iskažu u finansijskim izveštajima preko neto vrednosti potraživanja (bruto vrednost potraživanja umanjena za ispravke vrednosti potraživanja). S obzirom da stanje Ispravke vrednosti potraživanja na kraju posmatranog obračunskog perioda reprezentuje očekivanja menadžmenta u pogledu nenaplativog iznosa potraživanja, McNichols i Wilson (1988) smatraju da visina rashoda po osnovu otpisa potraživanja u posmatranom obračunskom periodu, u uslovima u kojima se menadžeri

⁴⁷ $Prov_t$ – rashodi po osnovu otpisa potraživanja u periodu t ; $BfBl_t$ – početno stanje ispravke vrednosti (sumnjivih i spornih) potraživanja u periodu t ; $Wrtie_off_t$ – otpisi potraživanja u periodu t ; $Wrtie_off_{t+1}$ – otpisi potraživanja u periodu $t+1$; $resprov_t$ – greška predviđanja. Sve promenljive podeljene su prihodima od prodaje u periodu t .

striktno pridržavaju profesionalne regulative i ne primenjuju tehnike upravljanja dobitkom, zavisi od početnog stanja Ispravke vrednosti potraživanja, visine otpisa potraživanja u tekućem periodu i procena, zasnovanih na trenutno raspoloživim informacijama, u pogledu budućih otpisa potraživanja. Greška predviđanja u ovako definisanoj regresiji obuhvata diskrecionu komponentu rashoda po osnovu otpisa potraživanja i grešku predviđanja budućih otpisa, za koju se u modelima procene upravljanja dobitkom pretpostavlja da je u proseku jednaka nuli (Mcnichols i Wilson, 1988, p. 19). Ideja ovog modela je da se ispita upravljanje obračunskim komponentama koje su posledica otpisa potraživanja, u preduzećima u kojima potraživanja imaju veliko učešće u ukupnoj imovini, a njihovi otpisi veliko učešće u izveštajnom rezultatu.

9. Za razliku od prethodno opisanog modela u kome je fokus na jednoj specifičnoj obračunskoj veličini, Beneish je u nekoliko istraživanja⁴⁸ primenio model za detekciju manipulacija⁴⁹ u kome je zavisna promenljiva dihotomna (uzima vrednost 1 za preduzeća protiv kojih je SEC pokrenuo postupke zbog potencijalnog kršenja odredbi zakona i profesionalne regulative ili koje su se pojavljivale u medijima zbog sumnji na računovodstvene manipulacije, i vrednost 0 u suprotnom slučaju), dok se eksplanatorne promenljive, uglavnom, odnose na različite specifične obračunske veličine. Iako je njegovim modelom obuhvaćen skup specifičnih obračunskih komponenti, njihov uticaj na zavisnu promenljivu definisan je posebno, preko zasebnih regresora. Ovakav pristup omogućio je primenu modela specifičnih obračunskih komponenti na uzorku preduzeća čija pripadnost nije ograničena na jedan privredni sektor. Zbog toga su, u nastavku, prikazane u modelu korišćene promenljive (indeksi) koje aproksimiraju specifične obračunske veličine, a kojima se stavljaju u odnos pokazatelji izvedeni iz finansijskih izveštaja u godini manipulacija (t) u odnosu na prethodnu godinu (t-1):

$$\text{Indeks vremena trajanja obrta potraživanja od kupaca} = \frac{\text{Potraživanja}_t}{\text{Prihodi od prodaje}_t} \bigg/ \frac{\text{Potraživanja}_{t-1}}{\text{Prihodi od prodaje}_{t-1}}$$

Iako povećanje vremena trajanja obrta potraživanja može biti posledica promene u politici kreditiranja kupaca zarad stimulisanja prodaje u periodima povećanje konkurencije, velika disproporcija u rastu potraživanja u odnosu na rast prihoda od prodaje može sugerisati i precenjivanje prihoda, a time veću verovatnoću precenjivanja računovodstvenih dobitaka.

$$\text{Indeks poslovnog dobitka} = \left[\frac{\text{Ph od prodaje}_{t-1} - \text{Tr prodatih proizvoda}_{t-1}}{\text{Ph od prodaje}_{t-1}} \right] \bigg/ \left[\frac{\text{Ph od prodaje}_t - \text{Tr prodatih proizvoda}_t}{\text{Ph od prodaje}_t} \right]$$

Vrednosti indeksa veće od 1 indikuju pogoršanje stope poslovnog dobitka, veću neizvesnost u pogledu budućih finansijskih performansi i signal su povećanog rizika od manipulacija.

⁴⁸ Videti, na primer: Beneish (1997) i (M. Beneish, 1999).

⁴⁹ M_i – dihotomna zavisna promenljiva koja uzima vrednost 1 za preduzeća manipulatora i vrednost 0 u suprotnom slučaju; X_i – matrica objašnjavajućih promenljivih; $\tilde{\epsilon}_i$ – vektor reziduala.

$$= \left[1 - \frac{\text{Obrtna imovina}_t + \text{Nekretnine, postrojenja i oprema}_t}{\text{Ukupna imovina}_t} \right] \bigg/ \left[1 - \frac{\text{Obrtna imovina}_{t-1} + \text{Nekretnine, postrojenja i oprema}_{t-1}}{\text{Ukupna imovina}_{t-1}} \right]$$

Indeks kvaliteta aktive zapravo meri promene onih oblika dugoročne imovine (različitih od Nekretnina, postrojenja i opreme) od kojih je priliv budućih koristi neizvestan, pa su i procene tih koristi nepouzdanе. Vrednosti indeksa veće od 1 mogu biti posledica prekomerne kapitalizacije troškova ili akvizicija povezanih sa priznavanjem Gudvila.

$$\text{Indeks rasta prodaje} = \text{Prihodi od prodaje}_t / \text{Prihodi od prodaje}_{t-1}$$

Istraživanja su pokazala da se stope rasta prihoda od prodaje veće od proseka, vraćaju u „normalu“ u periodu od 3 do 10 godina, odnosno da usled saturacije tržišta i pojave unutarsektorske konkurencije rast prihoda nije perzistentan (Palepu i Healy, 2012, p. 6-3). Preduzeća koja se nalaze u fazi rasta, trpe velike pritiske za održavanjem dostignutih performansi, imaju povećane potrebe za dodatnim finansiranjem i percipiraju se kao visoko rizična u pogledu mogućih deformacija izveštajnih rezultata.

$$= \left[\frac{\text{Tr amortizacije}_{t-1}}{\text{Tr amortizacije}_{t-1} + \text{Nekretnine, postrojenja i oprema}_{t-1}} \right] \bigg/ \left[\frac{\text{Tr amortizacije}_t}{\text{Tr amortizacije}_t + \text{Nekretnine, postrojenja i oprema}_t} \right]$$

Indeks troškova amortizacije je odnos amortizacionih stopa u dva uzastopna obračunska perioda, pa njegove vrednosti veće od 1 ukazuju na usporavanje amortizacije, koje može biti posledica povećanja procenjenog korisnog veka trajanja osnovnih sredstava i/ili implementacije metode amortizacije koja pogoduje preceñivanju dobitka.

$$\text{Indeks troškova uprave i prodaje} = \left[\frac{\text{Tr uprave i prodaje}_t}{\text{Ph od prodaje}_t} \right] \bigg/ \left[\frac{\text{Tr uprave i prodaje}_{t-1}}{\text{Ph od prodaje}_{t-1}} \right]$$

Administrativni troškovi smatraju se fiksnim rashodima perioda, pa promene njihovog relativnog učešća (u odnosu na prihode od prodaje) signaliziraju ili da menadžment gubi kontrolu nad troškovima, ili da se sprovede neuobičajene aktivnosti koje se odražavaju na visinu prihoda (Lev and Thiagarajan, 1993, p. 196).

$$= \left[\frac{\text{Dugoročne obaveze}_t + \text{Kratkoročne obaveze}_t}{\text{Ukupna imovina}_t} \right] \bigg/ \left[\frac{\text{Dugoročne obaveze}_{t-1} + \text{Kratkoročne obaveze}_{t-1}}{\text{Ukupna imovina}_{t-1}} \right]$$

Leveridž indeks koji se dobija kao racio učešća ukupnih obaveza u ukupnoj imovini u dva uzastopna obračunska perioda, a čija je vrednost iznad 1, pokazuje povećanje leveridža i ukazuje na povećan rizik od manipulacija usled pritiska koji proizilaze iz ograničavajućih kreditnih klauzula.

10. Distribucionni modeli predstavljaju zaokret u razvoju istraživanja manipulacija jer se udaljavaju od obračunskih veličina koje su, do tada, bile osovina za procenu rizika od oportunističkog deformisanja računovodstvenih rezultata. Njihova intencija je da pokažu da upravljanje izveštajnim rezultatima dovodi do toga da distribucija realizovanih (u

finansijskim izveštajima iskazanih) rezultata odstupaju od očekivane distribucije. Realizovane frekvencije u određenom intervalu distribucije upoređuju se sa očekivanim uravnoteženim frekvencijama, koje se dobijaju kao prosek broja opservacija u dva susedna intervala. Test statistika koju su Burgstahler i Dichev (1997, p. 103) koristili za proveru hipoteze o nepostojanju manipulacija, je razlika između realizovane i očekivane frekvencije, podeljena procenjenom standardnom devijacijom razlika (standardizovane razlike se aproksimiraju normalnom distribucijom).

Drugim rečima, autori su pošli od pretpostavke da se upravljanje računovodstvenim rezultatima koje je motivisano iskazivanjem u finansijskim izveštajima željenog tj. ciljanog iznosa dobitka, reperkutuje na njihovu distribuciju na način da je frekvencija iskazanih iznosa koji su ispod definisanog praga značajno manja od očekivane, a da je frekvencija iskazanih iznosa rezultata koji su iznad praga značajno veća od očekivane. U tom smislu, obe navedene studije su, odgovarajućim testovima i grafički (putem histograma) pokazale da se statistički značajno veći broj opservacija (iskazanih računovodstvenih rezultata) od očekivanog, pojavljuje u intervalu koji je neposredno iznad nule, i u intervalu koji je neposredno iznad računovodstvenih rezultata iskazanih u prethodnom obračunskom periodu.

Konačno, 2003. godine pojavio se model za procenu računovodstvenih manipulacija, koji je privukao značajnu pažnju akademske zajednice, jer je u pristupu bio različit od svih do tada implementiranih modela. Reč je o formiranju četvorokomponentne agregatne mere manipulacija koja je idejnim tvorcima omogućila da empirijski ispituju uticaj institucionalnih faktora na razlike u rasprostranjenosti računovodstvenih manipulacija među zemljama obuhvaćenim istraživanjem. Inovativnost ovog modela i činjenica da je, od njegove pojave, pa do sada, korišćen samo u međunarodnim studijama, inspirisali su pokušaj da se empirijsko istraživanje u Srbiji sprovede sličnom metodologijom koja je, zbog implementacije na nacionalnom uzorku, morala da pretrpi određene modifikacije.

5. Definisane i empirijska verifikacija agregatne mere upravljanja finansijsko-izveštajnim rezultatima

5.1 Definisane pojedinačnih atributa i agregatne mere upravljanja dobitkom

Sledeći metodologiju koju su Leuz, Nanda i Wysocki (2003) razvili sa ciljem istraživanja sistemskih razlika upravljanja dobitkom u preko trideset zemalja, u nastavku su predstavljeni strukturni elementi agregatne mere koja je u analizi korišćena kao instrument za procenu nivoa upravljanja dobitkom u velikim srpskim preduzećima. U istraživanju je učinjen je napor da se navedena metodologija, sa nivoa pojedinačnih zemalja spusti na nivo pojedinačnih preduzeća, kako bi se moglo oceniti u kojoj je meri praksa upravljanja dobitkom rasprostranjena u Srbiji, u kojoj podsticaji sa tržišta kapitala, usled njegovog niskog nivoa razvijenosti, ne mogu imati veliki uticaj.

Uravnotežavanje dobitka je, sudeći po interesovanju naučne javnosti za ovu temu, najširi segment upravljanja dobitkom koji obuhvata ekstenzivno korišćenje diskrecionih prava prilikom sastavljanja finansijskih izveštaja ili vremensko dimenzioniranje realnih transakcija,

usmereno ka redukovanju volatilnosti finansijsko-izveštajnih rezultata. Enomoto, Kimura i Yamaguchi (2015) su, u pokušaju da istraže zastupljenost ove dve strategije upravljanja dobitkom u 38 zemalja, došli do zaključka da je upravljanje obračunskim komponentama dobitka izraženo u privredama sa slabijom zaštitom prava investitora i nižim stepenom „vladavine prava“ i obrnuto, da je u zemljama u kojima je efikasnost sudskog sistema na visokom nivou, koje imaju nizak indeks korupcije i veliki obim prava investitora, upravljanje obračunskim komponentama dobitkom supstituisano upravljanjem putem realnih transakcija. Kako Srbija pripada prvoj od navedenih grupa zemalja, istraživanje je fokusirano na promenljive koje aproksimiraju upravljanje obračunskim komponentama dobitka.

Već je bilo reči o tome da obračunska komponenta dobitka anulira deo irelevantne volatilnosti novčanih tokova, pa bi neutralan pristup u formulisanju računovodstvenih politika i pravljenju računovodstvenih procena, rezultovao nivoom volatilnost izveštajnog dobitka koji podražava volatilnost stvarnih ekonomskih performansi. Međutim, ukoliko se obračunske komponente dobitka tendenciozno koriste sa namerom prikrivanja oscilacija realnih finansijskih ostvarenja, ugađena putanja kretanja računovodstvenih rezultata postaje instrument realizacije bilansno-političkih i ekonomskih ciljeva. Usled toga se, u proceni nivoa računovodstvenog manipulisanja dobitkom, prevelika disproporcija u nivou volatilnosti dobitka u odnosu na volatilnost novčanih tokova, uzima kao aproksimacija visokog rizika od oportunističkog oblikovanja računovodstvenih rezultata.

Prvi pokazatelj uravnoteženosti/volatilnosti izveden je, po ugledu na istraživanja Leuz, Nanda i Wysocki (2003), Francis, Lafond, *et al.* (2004) i Gaio i Raposo (2011), kao količnik standardne devijacije rezultata iz poslovnih aktivnosti i standardne devijacije operativnih novčanih tokova:

$$EM_{1,i} = \frac{\sigma(PFO_{i,t})}{\sigma(CFO_{i,t})} \quad (70)$$

gde je:

$EM_{1,i}$ - volatilnost/uravnoteženost dobitka preduzeća i merena odnosom standardnih devijacija (σ) rezultata iz poslovnih aktivnosti i novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti;

$PFO_{i,t}$ - rezultat iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu t^{50} , podeljen sa ukupnom imovinom u periodu $t-1$ a

$CFO_{i,t}$ - neto novčani tok iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu t , podeljen sa ukupnom imovinom u periodu $t-1$.

Za potrebe makar i indikativnog poređenja nivoa upravljanja dobitkom u definisanom uzorku, sa nivoima upravljanja dobitkom koji su rezultat istraživanja sprovedenog na međunarodnom uzorku, kojim srpska preduzeća nisu obuhvaćena, novčani tokovi iz poslovnih aktivnosti izračunati su indirektno, oduzimanjem obračunskih veličina od rezultata iz redovnog

⁵⁰ Ovaj pokazatelj izveden je iz pozicija AOP 1030 – Poslovni dobitak, odnosno AOP 1031 – Poslovni gubitak zvaničnih obrazaca finansijskih izveštaja. Imajući u vidu da je većina pozicija koje obuhvataju diskreciona prava menadžera (kao što su npr. obezvređenje imovine i otpisi nenaplativih potraživanja) u našim zvaničnim obrascima finansijskih izveštaja klasifikovana u okviru ostalih rashoda, radi mogućnosti poređenja sa međunarodnim istraživanjima, razlika između ostalih prihoda i ostalih rashoda dodata je rezultatu iz poslovnih aktivnosti.

poslovanja pre oporezivanja⁵¹, dok su obračunske komponente dobitka izračunate prema obrascu (Dechow *et al.*, 1995, p. 203)⁵²:

$$Acc_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta STP_{i,t} - \Delta Cash_{i,t}) - (\Delta CL_{i,t} - \Delta STD_{i,t} - \Delta TP_{i,t}) - Am_{i,t} \quad (71)$$

gde je:

$Acc_{i,t}$ – ukupna obračunska komponenta računovodstvenog dobitka preduzeća i u periodu t ;

$\Delta CA_{i,t}$ – promena obrtne imovine preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$;

$\Delta STP_{i,t}$ – promena kratkoročnih finansijskih plasmana preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$;

$\Delta Cash_{i,t}$ – promena u gotovini i gotovinskim ekvivalentima preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$;

$\Delta CL_{i,t}$ – promena kratkoročnih obaveza preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$;

$\Delta STD_{i,t}$ – promena kratkoročnih finansijskih obaveza preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$ ⁵³;

$\Delta TP_{i,t}$ – promena obaveza za poreze, doprinose i druge dažbine preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$;

$Am_{i,t}$ – troškovi amortizacije preduzeća i u periodu t .

Standardna devijacija računovodstvenih rezultata obuhvata promene u stvarnim performansama preduzeća ali i uticaj implementiranih računovodstvenih politika i procena. Stavljanjem u odnos varijabiliteta dobitka sa varijabilitetom novčanih tokova iz poslovne aktivnosti, zapravo se stavljaju pod kontrolu razlike u ekonomskim performansama između preduzeća. Ukoliko preduzeća koriste obračunske veličine kao instrument upravljanja izveštajnim dobitkom, varijabilitet promena dobitaka trebalo bi da bude niži od varijabiliteta promena novčanih tokova. To znači da se niske vrednosti pokazatelja $EM_{1,i}$ mogu interpretirati u kontekstu veće manifestacije diskrecionog prava menadžera u uravnotežavanju iskazanih rezultata.

„Kreativni“ oblici korišćenja obračunskih veličina, odnose se, primera radi, na ubrzano priznavanje budućih prihoda ili odlaganje priznavanja tekućih rashoda, kako bi se prikrile neželjeni padovi u tekućim finansijskim performansama, ili na potcenjivanje računovodstvenog rezultata obrnutim tehnikama, sa ciljem kreiranje latentnih rezervi za buduće periode. U oba slučaja, obračunske komponente dobitka apsorbuju šokove u kretanju novčanih tokova, što ima za posledicu negativnu korelaciju između promena u obračunskim veličinama i promena u novčanim tokovima. Druga mera uravnotežavanja dobitka izvedena je kao Spermanov koeficijent korelacije između ovih veličina (Lang, Raedy and Yetman, 2003, p. 372; Leuz, Nanda and Wysocki, 2003, p. 514):

$$EM_{2,i} = \rho(\Delta Acc_{i,t}, \Delta CFO_{i,t}) \quad (72)$$

gde je:

⁵¹ AOP 1054 i AOP 1055.

⁵² Originalni model i obračuni prilagođeni su važećim obrascima finansijskih izveštaja u Republici Srbiji.

⁵³ Promene kratkoročnih finansijskih plasmana i kratkoročnih finansijskih obaveza isključene su iz obračuna jer su povezane sa finansijskim (a ne poslovnim) aktivnostima preduzeća.

$EM_{2,i}$ - uravnoteženost dobitka preduzeća i merena Spermanovim koeficijentom korelacije (ρ) između promena u obračunskim veličinama i promena u novčanim tokovima;
 $\Delta Acc_{i,t}$ - promena ukupnih obračunskih veličina preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$ podeljena sa ukupnom imovinom u periodu $t-1$;
 $\Delta CFO_{i,t}$ - promena novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu t u odnosu na period $t-1$, podeljena sa ukupnom imovinom u periodu $t-1$.

Iako je negativna korelacija između promena u obračunskim veličinama i promena u novčanim tokovima prirodna posledica obračunske osnove računovodstva, neuobičajeno jaka negativna korelacija (čija je vrednost bliska -1) sugeriše viši nivo upravljanja obračunskim komponentama dobitka sračunat na neutralizaciju promena u novčanim tokovima koje bi se, bez ovakve vrste intervencija, odrazile na visinu objavljenog računovodstvenog rezultata (Myers, Myers i Skinner, 2007, p. 269). I u ovom slučaju, niže vrednosti $EM_{2,i}$ ukazuju na viši stepen upravljanja dobitkom.

Kako se obilno korišćenje diskrecionih prava u oblikovanju dobitka reperkutuje na povećanje obračunskih komponenti dobitka, treći pokazatelj aproksimira nivo upravljanja dobitkom veličinom obračunskih komponenti, merenom relativno u odnosu na veličinu novčanih tokova⁵⁴ (Lang, Raedy i Yetman, 2003, p. 373; Leuz, Nanda i Wysocki, 2003, p. 510):

$$EM_{3,i} = - \frac{|Acc_{i,t}|}{|CFO_{i,t}|} \quad (73)$$

gde je:

$EM_{3,i}$ - veličina obračunskih komponenti dobitka preduzeća i , izražena u formi medijane negativnih količnika apsolutnih vrednosti obračunskih veličina i novčanih tokova;
 $|Acc_{i,t}|$ - apsolutna vrednost obračunskih veličina preduzeća i u periodu t ;
 $|CFO_{i,t}|$ - apsolutna vrednost novčanih tokova iz poslovnih aktivnosti preduzeća i u periodu t .

Zbog ujednačenog obrasca tumačenja korišćenih mera upravljanja dobitkom, pokazatelj $EM_{3,i}$ je transformisan u negativan količnik apsolutnih vrednosti obračunskih veličina i novčanih tokova, pa njegove niže vrednosti impliciraju viši stepen upravljanja dobitkom.

Konačno, Burgstahler, David i Dichev (1997) su, na bazi uzorka finansijskih izveštaja Compustat baze u periodu 1976-1994 godine, utvrdili da je frekvencija pojave malih smanjenja dobitaka i pojave malih gubitka neuobičajeno mala u odnosu na izuzetno visoku frekvenciju pojave malih povećanja dobitaka i pojavu malih dobitaka, iz čega su izveli zaključak o široko rasprostranjenoj praksi upravljanja računovodstvenim rezultatima. Degeorge, Patel i Zeckhauser (2005) pronašli su jasne empirijske dokaze o upravljanju dobitkom koje je motivisano iskazivanjem, makar i malih, ali pozitivnih rezultata ili održavanjem dostignutih rezultata. Iako je manevarski prostor za korišćenje diskrecionih prava kako bi se iskazali pozitivni rezultati u periodima visokih realnih gubitka, relativno uzak, čini se da se mali realni gubici, korišćenjem računovodstvene fleksibilnosti, lako mogu prevesti male izveštajne dobitke. Zbog toga se u međunarodnim istraživanjima, racio koji u odnos stavlja male dobitke

⁵⁴ Na ovaj način stavljaju se pod kontrolu razlike između preduzeća u pogledu njihove veličine i stepena rentabilnosti.

i male gubitke, često koristi kao mera upravljanja računovodstvenim rezultatima (videti npr. Burgstahler *et al.*, 2006; Leuz, Nanda i Wysocki, 2003).

Odnos malih dobitaka i malih gubitka, međutim, moguće je izračunati samo na agregatnom nivou (kada u poduzorcima koji su predmet poređenja postoji više preduzeća). Kako se u ovom istraživanju, mere upravljanja dobitkom moraju računati za svako preduzeće iz uzorka pojedinačno, za preduzeća koja u posmatranom periodu nisu iskazivala male gubitke, ovaj pokazatelj nije moguće izračunati. Zbog toga je, kao alternativa ovom pokazatelju koji posmatra specifičnu perspektivu računovodstvenih manipulacija (tendenciju upravljanja računovodstvenim rezultatima koji se kreću oko nule), uzeta frekvencija pojave malih pozitivnih rezultata u analiziranom periodu⁵⁵, pri čemu veća frekvencija malih dobitaka ukazuje na potencijalno veći stepen korišćenja diskrecionih prava u oblikovanju računovodstvenih rezultata. Pod malim dobitcima podrazumevaju se neto dobiti nakon oporezivanja⁵⁶ podeljeni sa ukupnom imovinom, koji se kreću u rasponu [0; 0,1].

$$EM_{4,i} = -\frac{\#SmPosNI_i}{\#AFS_i} \quad (74)$$

gde je:

$EM_{4,i}$ - negativna vrednost relativne frekvencije malih dobitaka u preduzeću i ;

$\#SmPosNI_i$ - broj (malih) dobitaka preduzeća i u periodu t , podeljenih sa ukupnom imovinom u periodu $t-1$, koji se kreću u rasponu [0; 0,1];

$\#AFS_i$ - broj dostupnih uzastopnih godišnjih finansijskih izveštaja za preduzeće i .

Pokazatelj $EM_{4,i}$ takođe je transformisan u negativnu vrednost relativnih frekvencija malih dobitka kako bi svaka od pojedinačnih mera upravljanja dobitkom imala isti smer delovanja. Nakon transformacije, niže vrednosti $EM_{4,i}$ pokazuju veći stepen upravljanja rezultatima koji se kreću oko nule i obrnuto.

Definisanje agregatne mere podrazumeva konstruisanje jednog pokazatelja koji sublimira veći broj različitih aspekata upravljanja dobitkom na način koji omogućava njenu nedvosmisleni interpretaciju, što je moguće samo ako njeni strukturni elementi imaju isti smer delovanja na nivo upravljanja dobitkom koji se želi oceniti. Agregatna mera upravljanja dobitkom izvedena je prema metodologiji Gaio (2010), po algoritmu koji je opisan u nastavku.

Preduzeća su rangirana po svakoj pojedinačnoj meri upravljanja dobitkom na način da je najmanjoj vrednosti pokazatelja dodeljen najmanji rang, a najvećoj vrednosti pokazatelja najveći rang. Nakon dobijenih rangova za svaku pojedinačnu meru upravljanja dobitkom, u sledećem koraku su, na nivou svakog preduzeća, sabrani rangovi četiri različita pokazatelja upravljanja dobitkom. Agregatna mera upravljanja dobitkom za pojedinačno preduzeće iz uzorka dobijena je kao prosek rangova pojedinačnih mera upravljanja dobitkom, na način opisan jednačinom (75).

$$AEM_i = \frac{RANK(EM_{1,i})+RANK(EM_{2,i})+RANK(EM_{3,i})+RANK(EM_{4,i})}{4} \quad (75)$$

gde je:

⁵⁵ Sličan pokazatelj koristili su i Lang, Raedy i Yetman (2003, p. 374)

⁵⁶ AOP 1064 u zvaničnim obrascima finansijskih izveštaja.

AM_i – agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i ;

$RANK$ – funkcija rangiranja definisana tako da najniža vrednost ranga odgovara najnižoj numeričkoj vrednosti, a najviša vrednost ranga najvišoj numeričkoj vrednosti;

$EM_{1,i}$, $EM_{2,i}$, $EM_{3,i}$ i $EM_{4,i}$ – pojedinačne mere upravljanja dobitkom preduzeća i , definisane jednačinama (70), (72), (73) i (74) respektivno.

5.2 Empirijska verifikacija agregatne mere upravljanja dobitkom

Prethodno definisani pojedinačni atributi upravljanja dobitkom (EM_1 do EM_4) izračunati su za svako preduzeće iz uzorka koji je definisan u prvoj tački treće glave. Tabela 51 prikazuje deskriptivne statističke mere pojedinačnih pokazatelja upravljanja dobitkom za velika preduzeća realnog sektora Republike Srbije. Poređenja radi, u Tabeli 51 navedene su i deskriptivne statističke mere pokazatelja EM_1 do EM_3 preuzete iz istraživanja koje su Leuz, Nanda i Wysocki (2003) sprovedli na uzorku godišnjih finansijskih izveštaja 8.616 preduzeća iz 31 zemlje, za period 1990-1999 godine. Pokazatelj EM_4 je za potrebe ovog istraživanja izračunat na način koji je primeren nivou pojedinačnog preduzeća, pa ga nije moguće porediti.

Tabela 51. Deskriptivne mere pojedinačnih pokazatelja upravljanja dobitkom

Deskriptivne mere	EM_1		EM_2		EM_3		EM_4
	Srbija	Ostale zemlje	Srbija	Ostale zemlje	Srbija	Ostale zemlje	Srbija
Srednja vrednost	0,317	0,541	-0,966	-0,849	-0,948	-0,558	-0,500
Standardna devijacija	0,285	0,100	0,105	0,056	0,138	0,128	0,132
Medijana (Median)	0,239	0,539 Spain	-0,995	-0,861	-0,985	-0,552	-0,444
Minimum	0,002	0,345	-0,999	-0,928	-1,522	-0,848	-1,000
Maksimum	1,656	0,765	0,005	-0,722	-0,399	-0,297	-0,111

Promenljive EM_1 , EM_2 , EM_3 i EM_i definisane su jednačinama (70), (72), (73) i (74) respektivno. U koloni Srbija prikazane su deskriptivne mere pojedinačnih pokazatelja upravljanja dobitkom izračunatih za svako preduzeće iz uzorka. U koloni Ostale zemlje prikazane su deskriptivne mere pojedinačnih pokazatelja upravljanja dobitkom računatih na nivou zemalja, a prema Leuz, Nanda i Wysocki, (2003, p. 515).

Izvor: Izrada autora i Leuz, Nanda i Wysocki (2003)

Međunarodna klaster analiza, pokazala je da je oportunističko upravljanje računovodstvenim rezultatima manje izraženo u ekonomijama koje karakteriše veća disperzija vlasništva, jaka institucionalna zaštita investitora i veći stepen razvijenosti tržišta kapitala (Leuz, Nanda and Wysocki, 2003, p. 525). Rezultati dobijeni na uzorku velikih srpskih preduzeća su na liniji ovih zaključaka i potvrđuju da nestimulativni poslovni ambijent, u čijoj se osnovi nalaze infrastrukturni problemi vezani za nerazvijeno tržište kapitala i nekvalitetnu zakonsku regulativu, dovodi do alarmantnog stanja i na polju finansijskog izveštavanja. Naime, aritmetička sredina stepena uravnotežavanja dobitka nakon stavljanja pod kontrolu volatilnosti novčanih tokova - EM_1 , u Srbiji je 0,317 što je vrednost pokazatelja koja se nalazi ispod najniže vrednosti koju su navedeni autori izračunali i to za Austriju (0,345).

U Srbiji je izražena i negativna korelacija između promena u obračunskim komponentama dobitka i promena u novčanim tokovima (EM_2), a njena prosečna vrednost od -0,966 sugeriše da bi se Srbija, prema ovom pokazatelju, našla iza Grčke u kojoj je zabeležena najjača negativna korelacija od -0,928. Kada je u pitanju agresivno korišćenje diskrecionih prava, izraženo u formi veličine obračunskih komponenti dobitka, Srbija se takođe nalazi iza zemlje u kojoj je zabeležena najniža vrednosti pokazatelja EM_3 . Prosečna vrednost ovog pokazatelja za Srbiju je -0,948, u odnosu na Nemačku, u kojoj je zabeležena minimalna vrednost EM_3 od -0,848.

Iako bi dobijene rezultate, usled nemogućnosti primene identične metodologije obračuna, trebalo uzeti sa određenom rezervom, ipak ih možemo smatrati upozoravajućim signalom deformisane računovodstvene prakse velikih srpskih preduzeća i prevelikog stepena oportunističkog korišćenja diskrecionih prava u oblikovanju finansijsko-izveštajnih rezultata.

U Tabeli 52 prikazani su koeficijenti korelacije pojedinačnih mera upravljanja dobitkom kako bi se proverila opravdanost njihovog uključivanja u agregatnu meru. Sve pojedinačne mere upravljanja dobitkom su pozitivno korelisane, pri čemu je korelacija statistički značajna na nivou značajnosti od 5%. Očekivano, najveći stepen korelacije (0,635 koeficijent Pirsonove korelacije i 0,688 koeficijent Spermanove korelacije) postoji između pokazatelja EM_1 i EM_2 , s obzirom da zahvataju različite uglove posmatranja uravnotežavanja dobitka. Pozitivna umerena Pirsonova i Spermanova korelacija između EM_1 i EM_3 (0,329 i 0,245) indikuje da preduzeća koja su imala veće iznose obračunskih veličina (u odnosu na novčane tokove), imaju i manju volatilitnost rezultata, na osnovu čega se može pretpostaviti da su se koristila računovodstvenim izborima koji omogućavaju smanjenje oscilacija u kretanju dobitaka. Osim toga, korelaciona analiza pokazala je i da preduzeća koja su, u posmatranom periodu, iskazivala veći broj malih dobitaka, imaju veće relativno učešće obračunskih komponenti rezultata, na šta ukazuju pozitivni a statistički značajni koeficijenti korelacije između EM_3 i EM_4 .

Tabela 52. Koeficijenti korelacije pojedinačnih mera upravljanja dobitkom

	EM_1	EM_2	EM_3	EM_4
<i>Deo A: Pirsonovi koeficijenti korelacije</i>				
EM_1	1,000			
EM_2	0,635	1,000		
EM_3	0,329	0,172	1,000	
EM_4	0,267	0,149	0,189	1,000
<i>Deo B: Spermanovi koeficijenti korelacije</i>				
EM_1	1,000	0,688	0,245	0,332
EM_2		1,000	0,249	0,377
EM_3			1,000	0,233
EM_4				1,000

Promenljive EM_1 , EM_2 , EM_3 i EM_4 definisane su jednačinama (70), (72), (73) i (74) respektivno. Svi prikazani koeficijenti statistički su značajni na nivou značajnosti od 5%.

Izvor: Izrada autora

Osim toga, rezultati faktorske analize (analiza glavnih komponenti – principal component factors) sugerisali su prikladnost predstavljanja četiri pokazatelja upravljanja dobitkom jednim

faktorom, u kome svaka promenljiva ima određeni stepen jedinstvenog varijabiliteta koji ne deli sa ostalim promenljivama. Faktorsko opterećenje i jedinstvenost varijansi prikazani su u Tabeli 53.

Tabela 53. Faktorsko opterećenje i jedinstvenost varijansi pojedinačnih mera upravljanja dobitkom

	<i>Faktor₁</i>	<i>Jedinstvena varijansa</i>
<i>EM₁</i>	0,875	0,235
<i>EM₂</i>	0,781	0,389
<i>EM₃</i>	0,556	0,691
<i>EM₄</i>	0,491	0,759

Promenljive EM₁, EM₂, EM₃ i EM_i definisane su jednačinama (70), (72), (73) i (74) respektivno. Prikazano faktorsko opterećenje i jedinstvenost varijansi rezultat su sprovedene analize glavnih komponenti.

Izvor: Izrada autora

Kako su korelaciona i faktorska analiza potvrdile opravdanost konstruisanja sumarnog pokazatelja, agregatna mera upravljanja dobitkom je izračunata za svako preduzeće iz uzorka na način predstavljen u jednačini (75). U narednim tabelama prikazane su prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom po različitim kategorijama (sadržaj kategoričkih promenljivih objašnjen je unutar ili ispod tabela). Imajući u vidu način definisanja pojedinačnih pokazatelja koji ulaze u sastav agregatne mere, niže vrednosti agregatne mere se tumače u kontekstu većeg stepena upravljanja dobitkom i obrnuto.

Prosečan rang agregatnih mera upravljanja dobitkom svih preduzeća iz uzorka je 108, pri čemu je heterogenost uzorka sa aspekta agregatne mere veoma izražena jer je standardna devijacija 43,61. Najniža zabeležena vrednost agregatne mere je 18,87 (ona simbolizuje najviši nivo upravljanja računovodstvenim rezultatima), a najviša zabeležena vrednost je 207,25 (najniži nivo upravljanja računovodstvenim rezultatima).

U Tabeli 54 prikazane su prosečne vrednosti agregatnih mera upravljanja dobitkom prema pripadnosti određenoj delatnosti. Privredni sektori koji su zabeležili najpovoljniju prosečnu vrednost agregatne mere (127,8) pripadaju neproizvodnim, kvartnim delatnostima, a iznad uzoračkog proseka našao se i prerađivački sektor (114,95). Poređenje prosečnih agregatnih mera kvaliteta objavljenih finansijskih performansi za najzastupljenije sektore u uzorku, navelo je na zaključak da preduzeća trgovinskog sektora publikuju kvalitetnije finansijsko-računovodstvene informacije od preduzeća prerađivačkog sektora, na osnovu kojih se buduće finansijske performanse mogu predvideti sa većim stepenom sigurnosti. Istovremeno, agregatne mere upravljanja dobitkom, sugerišu da preduzeća trgovinskog sektora koriste računovodstvenu fleksibilnost ekstenzivnije od preduzeća prerađivačkog sektora, kako bi u finansijskim izveštajima redukovala oscilacije realnih finansijskih performansi. Ovakvi rezultati pokazuju da se umerenim stepenom upravljanja dobitkom, u granicama koje ne izlaze iz okvira profesionalne regulative, može podići stepen pouzdanosti finansijskih izveštaja u procesu donošenja investicionih odluka. Najviši stepen upravljanja dobitkom imaju sektori građevinarstva i rudarstva čije su agregatne mere 67,11 i 82,85. Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta objavljenih finansijskih performansi, prethodno su već alarmantno ukazivale na nizak kvalitet informacija objavljen u finansijskim izveštajima preduzeća koja pripadaju ovim

sektorima, a njihove agregatne mere upravljanja dobitkom potvrđuju da je kvalitet narušen i oportunističkim oblikovanjem računovodstvenih rezultata.

Tabela 54. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije po privrednim sektorima

Oznaka sektora	Naziv sektora	Broj preduzeća	Prosečna AEM
C	Prerađivačka industrija	93	114,95
G	Trgovina na veliko i trgovina na malo; popravka motornih vozila i motocikala	66	104,91
J+ M+R	Informisanje i komunikacije + Stručne, naučne, inovacione i tehničke delatnosti + Umetnost, zabava i rekreacija	12	127,80
H	Saobraćaj i skladištenje	10	106,42
F	Građevinarstvo	13	67,11
D+E	Snabdevanje električnom energijom, gasom, parom i klimatizacija + Snabdevanje vodom, upravljanje otpadnim vodama, kontrolisanje procesa uklanjanja otpada i slične aktivnosti	10	108,94
B	Rudarstvo	5	82,85
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	6	105,19
	Ukupno	215	108,00 (sd 43,61)

Izvor: Izrada autora

Tabela 55 pokazuje prosek agregatnih mera upravljanja dobitkom preduzeća klasifikovanih prema pravnoj formi. Rezultat koji se odnosi na to da javna preduzeća imaju prosečnu agregatnu meru upravljanja dobitkom koja je za skoro 10 rangova ispod DOO i AD ne iznenađuje, imajući u vidu analizu i podatke o karakteru mišljenja koje su revizori izneli u pogledu istinitosti i objektivnosti rezultata poslovanja ovih preduzeća, iznetih u tački 3.2 treće glave. Imajući u vidu da su javna preduzeća pod kontrolom vladajućih političkih struktura u okviru kojih pojedinci neretko stavljaju lične i političke ciljeve iznad finansijskih i razvojnih interesa preduzeća, kao i da su i onako niski zahtevi za transparentnim finansijskim izveštavanjem, u javnim preduzećima dodatno relaksirani, jasno je zbog čega prosečna agregatna mera upravljanja dobitkom signalizira da je u njihovim finansijskim izveštajima prikazivana iskrivljena slika finansijskih performansi.

Sa druge strane, moglo se očekivati da će preduzeća organizovana u formi AD imati najviši rang agregatne mere, odnosno najmanji stepen upravljanja računovodstvenim rezultatima, s obzirom na globalnu praksu da se, makar za preduzeća koja su uključena na organizovano tržište kapitala, zahteva ispunjavanje rigoroznijih kriterijuma u pogledu kvaliteta finansijskih izveštaja. Dobijeni rezultati prosečne agregatne mere za AD (108,89) koja je nešto niža u odnosu na prosečnu agregatnu meru za DOO (109,83) mogu se obrazložiti nezahtevnom regulativom koja uređuje ovu oblast u Srbiji sa jedne strane, i neuključivanjem AD preduzeća na organizovano tržište kapitala sa druge strane.

Tabela 55. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema pravnoj formi

Pravna forma	JP	DOO	AD	OSPL	Σ
Broj preduzeća	12	157	42	4	215
Prosečna AEM	99,56	109,83	108,89	52,00	108,00

Gde je: JP - javna preduzeća; DOO – društva sa ograničenom odgovornošću; AD – akcionarska društva i OSPL – ogranci stranih pravnih lica a AEM je agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i.

Izvor: Izrada autora

Regulisano tržište na Beogradskoj berzi sastoji se od Prime Listing, Standard Listing i Open Market segmenta, pri čemu su Pravilnikom o listingu utvrđeni najstroži kriterijumi za uključenje i listiranje hartija od vrednosti predviđeni za Prime Listing. Jedan od zahteva relevantnih za podizanje nivoa kvaliteta i transparentnosti finansijskih izveštaja odnosi se na revizorsko mišljenje, pa se od preduzeća koja žele uključenje na Prime Listing traži pozitivno mišljenje ovlašćenog revizora za finansijske izveštaje sastavljene za poslovnu godinu koja prethodi podnošenju zahteva, dok se za uključivanje preduzeća na Standard Listing dozvoljava i modifikovano mišljenje (Beogradska berza a.d., 2018, čl. 6). Međutim, tokom perioda listiranja hartija od vrednosti, modifikovano mišljenje ovlašćenog revizora dozvoljeno je i preduzećima na Prime Listing (Beogradska berza a.d., 2018, čl. 9). Za razliku od ovakve prakse immanentne privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala, koja pokazuje indolentan stav regulatornih tela prema kvalitetu finansijskog izveštavanja, u SAD je ta lestvica toliko visoko podignuta da SEC (Securities and Exchange Commission) ne prihvata finansijske izveštaje na koje su revizori dali mišljenje drugačije od pozitivnog (više o ovome videti u: Vučković Milutinović, 2019).

Pored toga, u 2016. godini u kojoj je formiran uzorak, na Beogradskoj berzi su se na Prime Listing našla ukupno 4 preduzeća, isto toliko na Standard Listing, dok je na Open Market-u evidentirano 43 preduzeća među kojima je bilo svega 9 preduzeća iz uzorka. Prosečan rang agregatne mere preduzeća iz uzorka koja su se u 2016. godine pojavila na organizovanom tržištu kapitala kreće se u rasponu od 127,37 (Open Market) do 141,25 (Standard Listing), što pokazuje da čak i regulativom postavljeni niski zahtevi, umanjuju rizik od manipulisanja finansijsko-izveštajnim rezultatima, te da je relativno niska vrednost agregatne mere za AD posledica većeg stepena upravljanja računovodstvenim rezultatima onih akcionarskih društva koja nisu uključena u regulisano tržište kapitala.

Tabele 56a, 56b i 56c prikazuju prosečne agregatne mere po kategoričkim promenljivim koje su neposredno vezane za finansijske performanse preduzeća. Sudeći po rezultatima prikazanim u Tabeli 56a, u proseku veću sklonost ka korišćenju obračunskih veličina i diskrecionih prava u oblikovanju računovodstvenih rezultata imala su preduzeća koja su, u pojedinim godinama analiziranog perioda, beležila gubitke, u odnosu na preduzeća u kojima se gubici nisu pojavljivali. Agregatna mera kvaliteta je na liniji ovih zaključaka, i pokazuje da se preduzeća koja, u posmatranom periodu, nisu iskazivala gubitke, odlikuju većim kvalitetom informacija o finansijskim performansama. Istovremeno, preduzeća koja su gubitke iskazivala relativno često, u šest i više obračunskih perioda, imaju veću agregatnu meru upravljanja dobitkom (108,2) od preduzeća u kojima su se gubici javljali sporadično (do pet puta), što pokazuje da preduzeća koja imaju ozbiljnije finansijske poteškoće manje pribegavaju računovodstvenim

tehnikama u cilju predstavljanja finansijskih performansi boljim nego što jesu. Objašnjenje ovakvih rezultata može se naći u činjenici da preduzećima, koja u kontinuitetu iskazuju gubitke, računovodstveno upravljanje neto rezultatima ne može biti od velike pomoći u popravljajući percepcije o njihovom finansijskom stanju.

Tabela 56a. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije po učestalosti pojave neto gubitka

Broj godina u kojima je NI < 0	0	1-2	3-5	>5	Σ
Broj preduzeća	109	56	28	22	215
Prosečna AEM	116,34	99,69	92,00	108,20	108,00

Gde je: NI - neto rezultat pre oporezivanja podeljen sa prosečnom ukupnom imovinom preduzeća i; AEM - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i.

Izvor: Izrada autora

Kada je u pitanju odnos agregatne mere upravljanja dobitkom i rentabilitetnih ostvarenja prikazanih u finansijskim izveštajima (Tabela 56b), može se uočiti da najveću sklonost ka uobličavanju rezultata imaju ona preduzeća koja su u posmatranom periodu iskazivala pozitivne a male neto rezultate, čije prosečno učešće u ukupnoj imovini nije prelazilo 5%. Njihova niska prosečna agregatna mera od 83,76 signalizira da su diskreciona prava obilno korišćena kako bi se mali gubici prevodili u male dobitke i time izbeglo iskazivanje gubitaka u godišnjim finansijskim izveštajima. Naime, simptomatično je to što 40% ovih preduzeća (23 od ukupno 57) koja nisu iskazala gubitke nijednom u okviru devetogodišnjeg perioda, imaju prosečnu agregatna meru upravljanja dobitkom od 77,65 dok je prosečna agregatna mera 29 preduzeća čije je prosečno učešće neto dobitaka ukupnoj imovini do 5%, a u posmatranom periodu su iskazala gubitak barem jednom ili dva puta, za deset rangova veća (87,65).

Tabela 56b. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema visini učešća neto rezultata u ukupnoj imovini

Prosečno učešće NI u ukupnoj imovini	<0	do 5%	5%-10%	10%-15%	15%-20%	>20%	Σ
Broj preduzeća	51	57	57	25	16	9	215
Prosečna AEM	99,54	83,76	114,02	134,86	144,94	131,01	108,00

Gde je: prosečno učešće NI u ukupnoj imovini - prosečna vrednost neto rezultata pre oporezivanja podeljenog sa ukupnom imovinom preduzeća i; AEM - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i.

Izvor: Izrada autora

Analiza agregatne mere kvaliteta u tački 3.2 treće glave pokazala je da sa rastom prosečnog učešća neto dobitka u ukupnoj imovini, smanjuje sposobnost preduzeća da dostignuti nivo finansijskih performansi održe u narednim periodima, što se odražava i na pad onih aspekata kvaliteta obuhvaćenih ovom agregatnom merom. Zanimljivo je, međutim, da agregatna mera upravljanja dobitkom sugerise da preduzeća čiji se neto rezultati značajnije udaljavaju u pozitivnom smeru od nule (prosečno učešće neto dobitka u ukupnoj imovini veće od 10%), što ih smešta u komforniju rentabilitetnu zonu, ispoljavaju značajno nižu sklonost ka oblikovanju

računovodstvenih rezultata (agregatna mera upravljanja dobitkom je u proseku za oko 50 rangova iznad agregatne mere zabeležene u najrizičnijoj kategoriji).

Rezultati prikazani u Tabeli 56c koji pokazuju prosečne agregatne mere upravljanja dobitkom prema učestalosti pojave malih dobitaka, potvrđuju zaključke ranijih istraživanja da je velika frekvencija malih dobitaka u posmatranom preduzeću indikator oblikovanja računovodstvenih rezultata, imajući u vidu da je prosečna agregatna mera preduzeća u kojima su se mali dobitci pojavili do tri puta za skoro 62 ranga veća od prosečne agregatne mere preduzeća u kojima su se mali dobitci pojavili pet i više puta.

Tabela 56c. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema učestalosti pojave malih dobitaka

$\#SmPosNI_i$	<4	4	>4	Σ
Broj preduzeća	23	137	55	215
Prosečna AEM	136,61	116,59	74,64	108,00

Gde je: $\#SmPosNI_i$ - broj (malih) dobitaka preduzeća i , podeljenih sa ukupnom imovinom, koji se kreću u rasponu $[0; 0,1]$; AEM - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i

Izvor: Izrada autora

Volatilnost prodaje (aproksimirana standardnom devijacijom prihoda od prodaje) objektivno je uslovljena karakterom osnovne delatnosti preduzeća i tržišta na kome posluje. Iako je, u velikoj meri, izazivaju nekontrolabilni faktori, ona neminovno ima implikacije na kretanje periodičnih računovodstvenih rezultata. Dakle, veće oscilacije u obimu prodaje znače i veće oscilacije u nivoima dobitka te otuda i potreba za njegovim uravnoteženjem postaje veća. U tom smislu, velika volatilnost prodaje negativno se odražava na aspekte kvaliteta koji se odnose na perzistentnost, prediktabilnost i volatilnost finansijskih performansi i kreira podsticaje da se računovodstvenim i/ili realnim tehnikama tendenciozno ublaže fluktuacije u kretanju dobitka. Prosečne vrednosti agregatnih mera kvaliteta i upravljanja dobitkom prikazane u Tabeli 57 empirijski potvrđuju da se sa porastom volatilnosti prodaje povećava rizik ispoljavanja manipulativnog ponašanja u oblikovanju obračunskih komponenti dobitaka, ali i da se računovodstvenim tehnikama ne može u potpunosti neutralisati uticaj volatilne prirode poslovanja na nabrojane aspekte kvaliteta, jer će njihovi dometi na tom polju zavisiti i od strukture troškova preduzeća.

Tabela 57. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema volatilnosti prodaje

vol_SALES	0-0,1	0,1-0,2	0,2-0,4	0,4-0,7	>0,7	Σ
Broj preduzeća	35	50	53	36	41	215
Prosečna AEM	123,61	120,39	102,17	105,88	88,96	108,00
Prosečna AEQ	95,36	106,28	104,62	120,49	114,29	108,00

Gde je: vol_SALES - volatilnost prodaje preduzeća i , aproksimirana standardnom devijacijom prihoda od prodaje (prethodno podeljenih ukupnom prosečnom imovinom); AEM - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i ; AEQ - agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i .

Izvor: Izrada autora

Kapitalno intenzivna preduzeća karakteriše visoko učešće fiksne imovine u ukupnoj aktivi a time i visok stepen operativnog leveridža merenog odnosom fiksnih i varijabilnih troškova, što ih čini posebno osetljivim na tržišna kolebanja i promene u nivou prodaje. Iako veliko učešće dugoročne imovine otvara prostor oportunističkim računovodstvenim izborima po pitanju klasifikacije sredstava, odabira metode otpisivanja, procenjivanja korisnog veka trajanja, vrednovanja za potrebe obezvređenja i slično, rezultati prikazani u Tabeli 58 otkrivaju da eksploatacija diskrecionih prava vezanih za pozicije dugoročne imovine nije dominantan način oblikovanja računovodstvenih rezultata u velikim srpskim preduzećima. Najmanju prosečnu agregatnu meru upravljanja dobitkom imaju preduzeća sa najmanjim učešćem fiksne imovine u ukupnoj aktivi (87,19) dok se sa povećanjem nivoa kapitalne intenzivnosti agregatna mera povećava. Izuzetak su preduzeća sa najvećim učešćem fiksne imovine (preko 70%) čija je prosečna agregatna mera upravljanja dobitkom nešto viša od prosečne agregatne mere za ceo uzorak (108,5) ali ovde ne treba zaboraviti činjenicu da se u ovoj grupi preduzeća nalazi čak 8 od ukupno 12 javnih preduzeća (prosečna agregatna mera pomenutih 8 javnih preduzeća čije je učešće fiksne imovine veće od 70% je 75,3) što ima značajne implikacije na prosečnu agregatnu meru upravljanja dobitkom ove kategorije preduzeća. Sa druge strane prosečni rangovi agregatne mere kvaliteta pokazuju da nivo kapitalne intenzivnosti ne pravi značajnije razlike među preduzećima po definisanim aspektima kvaliteta izveštajnih rezultata.

Tabela 58. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema nivou kapitalne intenzivnosti

<i>CI</i>	0-0,3	0,3-0,5	0,5-0,7	>0,7	Σ
Broj preduzeća	62	63	61	29	215
Prosečna <i>AEM</i>	87,19	116,39	120,30	108,50	108,00
Prosečna <i>AEQ</i>	107,74	112,05	107,47	100,86	108,00

Gde je: *CI* – nivo kapitalne intenzivnosti preduzeća *i*, aproksimiran prosečnim učešćem stalnih sredstava u ukupnoj imovini; *AEM* - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća *i*; *AEQ* – agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja preduzeća *i*.

Izvor: Izrada autora

Prosečne agregatne mere kvaliteta za kategoričke promenljive koje mere dužinu operativnog ciklusa, prethodno su sugerisale da su publikovane finansijske performanse održivije i mogu se pouzdanije proceniti u preduzećima sa kraćim operativnim ciklusom ali i da razlike u kvalitetu izveštajnih rezultata preduzeća grupisanih prema dužini operativnog ciklusa nisu drastične. Dodatno, prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom izračunate za iste kategoričke promenljive (Tabela 59), impliciraju da se sa povećanjem dužine operativnog ciklusa povećavaju i rizici manipulisanja objavljenim računovodstvenim rezultatima. Kako je dužina operativnog ciklusa samo jedna od mnogobrojnih determinanti prirode osnovne delatnosti, u nastavku su poređeni indikatori dva najzastupljenija sektora u uzorku koji imaju približno istu dužinu operativnog ciklusa (oko 160 dana). Razlike u prirodi delatnosti prerađivačkog i trgovinskog sektora, reflektuju se u nivou kapitalne intenzivnosti (prerađivačka delatnost ima prosečno učešće dugoročne imovine blizu 50% dok je kod trgovinskih preduzeća to učešće 32%) i volatilnosti prodaje (prosečna standardna devijacija prihoda od prodaje u prerađivačkom sektoru je 0,33 a u trgovinskom 0,65), ali ne i u dužini operativnog ciklusa. Razlika u prosečnim agregatnim merama upravljanja dobitkom u

pomenutim sektorima od 10 rangova, u korist prerađivačke industrije, pokazuje da grupa faktora koji su posledica prirode delatnosti, različitim smerom i intenzitetom mogu delimično uticati kako na podsticaje, tako i na i mogućnosti upravljanja finansijsko-izveštajnim rezultatima računovodstvenim tehnikama.

Tabela 59. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema dužini operativnog ciklusa

OPERCYCLE	do 90 dana	91-180 dana	preko 180 dana	Σ
Broj preduzeća	68	98	49	215
Prosečna AEM	114,74	111,84	90,96	108,00

Gde je: *OPERCYCLE* - dužina operativnog ciklusa preduzeća i, izračunata kao prosečni zbir dana trajanja obrta zaliha i dana trajanja obrta kratkoročnih potraživanja; *AEM* - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i.

Izvor: Izrada autora

Konačno, finansijski leveridž je determinanta čiji se uticaj prožima kroz sve aspekte kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima, pa su retka istraživanja u kojima se zaključci mogu doneti bez ispitivanja njenog uticaja. Već je bilo reči o tome da je, u privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala, politika zaduživanja od krucijalne važnosti za rentabilitet i finansijski položaj preduzeća, jer osim delovanja poluga finansijskog leveridža, od stepena zaduženosti može zavisi ozbiljnost restriktivnih ugovornih klauzula i nivo upliva kreditora u realizaciju strateških i operativnih ciljeva preduzeća. U Tabeli 60 preduzeća su podeljena prema nivou zaduženosti u četiri kategorije, a prosečne agregatne mere upravljanja dobitkom po kategorijama jasno govore u prilog zaključku da sa povećanim učešćem obaveza u ukupnoj imovini rastu i podsticaji za agresivnim načinom korišćenja računovodstvene fleksibilnosti.

Tabela 60. Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema visini finansijskog leveridža

LEV	0-0,5	0,5-0,8	0,8-1	>1	Σ
Broj preduzeća	31	57	38	89	215
Prosečna AEM	137,10	114,98	109,20	92,88	108,00
Prosečna AEQ	92,99	101,78	112,71	115,20	108,00

Gde je: *LEV* - finansijski leveridž preduzeća i, aproksimiran prosečnim učešćem ukupnih obaveza u ukupnoj imovini; *AEM* - agregatna mera upravljanja dobitkom preduzeća i; *AEQ* - agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja preduzeća i.

Izvor: Izrada autora

Razlika od 44 ranga između prosečnih agregatnih mera grupe najmanje i najviše zaduženih preduzeća pokazatelj je da je kvalitet informacija sadržanih u finansijskim izveštajima visoko zaduženih preduzeća upitan jer postoji visok rizik deformacija objavljenih finansijskih performansi. Posebno je zabrinjavajuć i podatak da je 89% preduzeća iz kategorije najvišeg stepena zaduženosti, u analiziranom periodu, iskazalo male dobitke četiri i više puta. Takođe, prosečna agregatna mere kvaliteta podržava sumnju da sa povećanom zaduženošću opada i pouzdanost informacija o visini finansijskih rezultata. Dakle, finansijski leveridž jedan je od značajnih stimulatora prakse upravljanja objavljenim finansijskim performansama. Iako relativno uređen bankarski sektor Republike Srbije, vrši svojevrstu kontrolu kvaliteta

finansijskih izveštaja klijenata, činjenica da je prosečno učešće finansijskih obaveza u finansiranju ukupne imovine preduzeća iz uzorka iznosilo oko 30%, govori u prilog zaključku da su velika srpska preduzeća, u velikoj meri, izbegla i ovu vrstu nadzora, finansiranjem velikog dela imovine obavezama iz poslovanja.

Metodologija za procenu nivoa upravljanja računovodstvenim rezultatima, primenjena u ovom istraživanju, fokusirana je na četiri pokazatelja kojima se, na nivou preduzeća, aproksimira stepen korišćenja diskrecionih prava u odmeravanju i iskazivanju dobitka i implementacije strategije uravnotežavanja dobitka. Osim toga, na bazi ovih atributa, konstruisan je četvorokomponentni agregatni pokazatelj upravljanja dobitkom. Deskriptivnom analizom agregatnih mera izračunatih za 215 velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije, u devetogodišnjem periodu, identifikovali smo da srpska privreda nije imuna na izobličavanje informacija o finansijskim performansama iskazanim u finansijskim izveštajima kao i da podsticaji i mogućnosti za upražnjavanjem diskrecionih prava zavise od velikog broja faktora.

Naime, osnovna delatnost preduzeća opredeljuje pripadnost privrednom sektoru, ali i dužinu operativnog ciklusa, nivo kapitalne intenzivnosti i volatilnost prodaje. Rezultati pokazuju da se sa povećanjem volatilnosti prodaje i dužine operativnog ciklusa povećavaju rizici od agresivnog upravljanja obračunskim komponentama računovodstvenog rezultata, dok preduzeća sa većim učešćem dugoročne imovine, imaju manje prostora za praktikovanje računovodstvene diskrecije. Iz ovoga se, indirektno, može posumnjati da velika srpska preduzeća u oblikovanju dobitka više koriste fleksibilnost u priznavanju i odmeravanju prihoda od prodaje nego fleksibilnost u procenjivanju troškova amortizacije.

Prosečne agregatne mere po pravnom forma preduzeća, sugerišu da kvalitet korporativnog upravljanja i regulatornog okvira imaju značajan uticaj na odnos preduzeća prema kvalitetu informacija iskazanih u finansijskim izveštajima. Preduzeća koja su listirana na Beogradskoj berzi, pa se nalaze pod nadzorom Komisije za hartije od vrednosti, imaju daleko veće agregatne mere od javnih preduzeća u kojima se menadžment postavlja u skladu sa političkom a ne profesionalnom i etičkom podobnošću.

Rezultati otkrivaju i da se različiti pokazatelji rentabiliteta mogu smatrati upozoravajućim signalima manipulisanja računovodstvenim informacijama. Posebnu pozornost kod donošenja odluka, potrebno je pokloniti oceni kvaliteta finansijskih izveštaja onih preduzeća čija su profitabilna ostvarenja u zoni malih dobitaka, jer je vrlo verovatno da iza niskih pozitivnih računovodstvenih rezultata stoji računovodstvena fleksibilnost a ne realna ekonomska ostvarenja.

Konačno, sudeći po prosečnim agregatnim merama, nivo zaduženosti preduzeća jedan je od značajnih stimulatora prakse upravljanja objavljenim finansijskim performansama. Iako relativno uređen bankarski sektor, vrši svojevrstu kontrolu kvaliteta finansijskih izveštaja klijenata, činjenica da je prosečno učešće finansijskih obaveza u finansiranju ukupne imovine preduzeća iz uzorka iznosilo oko 30%, govori u prilog zaključku da su velika srpska preduzeća, u velikoj meri, izbegla i ovu vrstu nadzora, finansiranjem velikog dela imovine obavezama iz poslovanja.

Prema našim saznanjima, u Srbiji je do sada sproveden mali broj empirijskih istraživanja na osnovu kojih je moguće doneti zaključke o rasprostranjenosti prakse upravljanja dobitkom, iako se o njoj mnogo govori i piše u domaćim naučnim krugovima. Ova studija pokazuje da podsticaji za oblikovanjem računovodstvenih rezultata ne moraju dominantno poticati sa tržišta kapitala, te da se individualne karakteristike preduzeća, i te kako, mogu dovesti u vezu sa većom ili manjom merom zloupotreba računovodstvene fleksibilnosti.

6. Implikacije upravljanja dobitkom na kvalitet finansijskih izveštaja

Najveći izazov svakog nacionalnog ekonomskog sistema je efikasna alokacija ograničenih resursa. Ekonomije koje dobro upravljaju ovim procesima karakteriše kontinuirano otvaranje novih radnih mesta, podsticanje inovacija i brži tempo kreiranja bogatstva. Povezivanje investitora sa investicionim mogućnostima, međutim, nije nimalo jednostavno. Sa jedne strane nosioci poslovnih ideja imaju preferencijalnu informacionu poziciju, a u težnji privlačenja kapitala često pribegavaju i precenjivanju vrednosti svojih ideja. Sa druge strane, heterogenoj investicionoj javnosti nedostaje sofisticirano finansijsko znanje koje bi umanjilo rizike pogrešnih izbora u paleti ponuđenih poslovnih alternativa. Zbog toga kritičnu ulogu u funkcionisanju tržišta kapitala imaju finansijski izveštaji i posrednici na tržištu kapitala (banke, investicioni fondovi, osiguravajuće kompanije, revizori, kreditne agencije, finansijski i investicioni savetnici, regulatorna tela) čija je uloga da ekspertski sortiraju i analiziraju informacije sadržane u finansijskim izveštajima i da na osnovu njih prave projekcije budućih finansijskih performansi.

Finansijskih izveštaji sumiraju ekonomske posledice preduzetih poslovnih aktivnosti pa se mogu smatrati kvalitetnom informacionom osnovom ukoliko sadrže relevantne, kompletne i neutralne informacije. Njihova fundamentalna karakteristika je da se sastoje od obračunskih osnovi. To znači da se efekti ekonomskih transakcija u njima iskazuju na bazi očekivanih, a ne nužno na bazi realizovanih novčanih priliva i odliva. Usled arbitrarnog sastavljanja finansijskih izveštaja na kraju perioda, obračunska osnova pruža kompletniju informaciju o periodičnim performansama ali uvodi i problem grešaka u njihovom merenju. Obračunska osnova računovodstva je zapravo glavni uzročnik kompleksnosti korporativnog finansijskog izveštavanja iz razloga što se oslanja na pretpostavke i u sistem uvodi subjektivnu komponentu. Upravo ta subjektivna komponenta, materijalizovana kroz računovodstvenu diskreciju, lansirala je kvalitet informacija o finansijskim performansama za centralno pitanje na kome se temelji poverenje koje je osnov efikasnog funkcionisanje tržišta kapitala. Preciznije, procena kvaliteta računovodstvenog dobitka izdvojila se kao poseban i veoma važan segment procene kvaliteta finansijskih izveštaja.

Najopštija definicija računovodstvenog dobitka (Dechow, Ge i Schrand, 2010, p. 347):

$$\text{Izveštajni dobitak} = f(X)$$

prema kojoj on predstavlja funkciju stvarnih finansijskih performansi preduzeća u izveštajnom periodu (X), pri čemu je funkcija f računovodstveni sistem koji konvertuje neuočljive stvarne finansijske performanse u konkretne veličine predstavljene u finansijskim izveštajima, omogućava definisanje dve osnovne determinante njegovog kvaliteta. Prva determinanta povezana je sa finansijskim performansama (X) i njihovom korisnošću u procesu donošenja odluka. Naime, svaki pojedinačni model odlučivanja zahteva definisanje:

1. Elementa finansijskih performansi, odnosno podatka ili skupa podataka koji su relevantni za donošenje konkretne odluke, a čiji je kvalitet potrebno proceniti. U nekim situacijama to može biti poslovni ili neto dobitak, dok u drugim situacijama to mogu biti elementi dobitka koji su pod kontrolom menadžera, novčani tokovi, likvidaciona vrednost imovine, određeni oblici pro-forma zarada i slično; i
2. Ključnih atributa kvaliteta, jer se pod kvalitetnim informacijama podrazumevaju različite stvari za različite korisnike. Za regulatorna tela finansijske informacije su visokog kvaliteta ukoliko su sastavljene i prezentovane u duhu zakonske i profesionalne regulative, koji ne podrazumeva samo poštovanje eksplicitnih zahteva, već i neutralan pristup u izboru računovodstvenih politika, definisanju pretpostavki i pravljenju procena. Za poverioce se kvalitet informacija o finansijskim performansama meri brzinom kojom se iskazani računovodstveni rezultati mogu konvertovati u novčane tokove. Finansijski i investicioni analitičari kvalitetnim računovodstvenim dobitkom smatraju informaciju koja reflektuje tekuće poslovne performanse, dobar je indikator budućih poslovnih performansi i pouzdana je osnova za procenu vrednosti preduzeća. Za investitore je važan atribut kvaliteta računovodstvenog dobitka njegova održivost koja se ocenjuje kroz poreklo dobitka (da li je generisan iz aktivnost koje će kompanija izvesno moći da obavlja i u budućnosti), veličine dobitka (da li obezbeđuje adekvatan nivo povraćaja na uloženi kapital) i kretanja dobitka (da li se na bazi oscilacija u kretanju mogu izvoditi pouzdane procene).

Druga determinanta je posledica sposobnosti računovodstvenog sistema (f) da odmeri i iskaže stvarne finansijske performanse, pa se doprinos računovodstvenog sistema ne(kvalitetu) računovodstvenog dobitka izražava odstupanjem izveštajnog do stvarnog dobitka, koje uvek postoji, u većoj ili manjoj meri, usled činjenice da:

1. jedinstvena apsolutna veličina dobitka iskazana u finansijskim izveštajima ne može biti savršena replika fundamentalnih finansijskih performansi u svim modelima odlučivanja, niti može biti podjednako korisna svim korisnicima finansijskih izveštaja čiji su interesi često u konfliktu,
2. sistem finansijskog izveštavanja fundiran je na profesionalnoj regulativi koja ga uređuje na opštem nivou, tj. računovodstveni standardi ne propisuju detaljna pravila bilansiranja u svakoj mogućoj situaciji, zbog čega je nemoguće perfektno izmeriti finansijske performanse svakog izveštajnog entiteta, i
3. računovodstveni sistem meri neuočljive stvarne performanse zbog čega su mu svojstvene procene i prosuđivanje, i sa njima povezane namerne i nenamerne subjektivne greške.

Opisana ograničenja računovodstvenog sistema menadžerima ostavljaju dovoljno manevarskog prostora za uticaj na visinu iskazanog računovodstvenog dobitka, pri čemu ih oni mogu ili upotrebiti ili zloupotrebiti. U drugom slučaju možemo referisati na računovodstvene manipulacije bez obzira što se realizuju u okvirima profesionalne regulative (pristrasni računovodstveni izbori i procene, agresivno računovodstvo). Ukoliko se računovodstvenom diskrecijom može poboljšati kvalitet računovodstvenih informacija, i ostvariti koristi za sve grupe korisnika finansijskih izveštaja, što je slučaj kada se računovodstvena fleksibilnost upotrebljava kako bi se eliminisali tranzitorni eksterni šokovi,

reverzibilni efekti prethodno primenjenih računovodstvenih politika ili signalizirale permanentne promene u finansijskim performansama koje bi, bez intervencija, investitori smatrali tranzitornim, upravljanje računovodstvenim rezultatima moglo bi se smatrati činom prenošenja povlašćenih informacija, odnosno podizanjem informacione opremljenosti finansijskih izveštaja.

Sa druge strane, ukoliko iza takvog uticaja stoji namera da se promeni percepcija pojedinih interesnih grupa, kako bi se prikriilo pogoršanje u stvarnim finansijskim performansama ili obezbedile optimistične procene vrednosti preduzeća suprotne ekonomskoj realnosti, računovodstveni dobitak ne može biti kvalitetna informacija niti u pogledu njegovog merenja, niti u pogledu njegove održivosti. Problem procene kvaliteta time se dodatno komplikuje jer namere, per se, teško su uočljive i još teže dokazive.

Iz svega navedenog može se zaključiti da je kvalitet računovodstvenog dobitka kontekstualno pitanje, da njegova univerzalna definicija ne postoji, te da se procenjivanje mora vršiti u okviru konkretnog modela odlučivanja. Ipak, nesporno je da svi korisnici finansijskih izveštaja računovodstvene manipulacije povezuju sa distorzijom kvaliteta računovodstvenih informacija kojoj god od definicija kvaliteta da se priklanjaju.

Odsustvo manipulacija je potreban ali ne i dovoljan uslov za ocenjivanje izveštajnog dobitka kao kvalitetnog. Naime, pojedine kompanije će imati loš kvalitet izveštajnog dobitka čak iako je odmeren i prezentovan u duhu zakona i regulative, i to zbog prirode svog poslovanja. Primera radi, kompanije koje se nalaze u fazi rasta, kompanije koje imaju visoko učešće nematerijalne imovine ili kompleksnih transakcija i kompanije koje posluju u turbulentnom poslovnom okruženju, iskazivaće računovodstvene rezultate koji neće biti pouzdan indikator budućih novčanih tokova. U navedenim okolnostima, lošem kvalitetu računovodstvenih informacija doprinosiće simultano i nestabilnost stvarnih finansijskih performansi (X) i ograničenja računovodstvenog sistema u njihovom merenju, pre nego oportunističko upravljanje finansijskim pokazateljima.

Proizlazi da se atributi kvaliteta računovodstvenog dobitka, definisani ovim istraživanjem, mogu pouzdano proceniti jedino pod pretpostavkom da su informacije sadržane u finansijskim izveštajima prezentovane u skladu sa zakonskom i profesionalnom regulativom i da iskazani izveštajni rezultati aproksimiraju intrističnu vrednost preduzeća, što po definiciji isključuje manipulacije. Prediktabilnost i perzistentnost računovodstvenih dobitaka jesu poželjni atributi kvaliteta, no kako su menadžeri svesni toga da slanjem signala o visoko perzistentnim i predvidivim prinosima mogu poboljšati sopstvenu reputaciju i pregovaračku poziciju, uvek postoji opasnost da su ove karakteristike dostignute ili održane kombinacijom realnih i računovodstvenih manipulacija. Dakle, perzistentnost i prediktabilnost računovodstvenih rezultata moraju biti posledica permanentnih stvarnih finansijskih performansi a računovodstvena diskrecija bi trebalo da posluži isključivo eliminisanju prolazne volatilnosti koja bi mogla stvoriti zabunu u širem krugu korisnika finansijskih izveštaja. U suprotnom, agresivno korišćenje fleksibilnosti, stvara veštačku perzistentnost održivu samo u kratkom, eventualno srednjem roku, pri čemu se istovremeno značajno redukuje korisnost tekućih računovodstvenih rezultata u merenju stvarnih finansijskih performansi. Logično, i predstava o prediktabilnoj moći ovakvih pokazatelja potpuno je pogrešna.

Da perzistentnost i prediktabilnost izveštajnih rezultata, same po sebi, nisu dovoljne za procenjivanje kvaliteta dobitka pokazuje premer kompanije Enron. Kompanija je u periodu od 1998. godine do kraja 2000. godine kontinuirano iskazivala pozitivnu kvartalnu zaradu po akciji, uz povremena blaga povećanja. Za to vreme njeni menadžeri su latentne gubitke u imovini koja nije donosila očekivani prinos, kao i veliki deo obaveza, prikivali u entitetima za specijalne namene, čime su omogućili iskazivanje perzistentnih ali očigledno precenjenih računovodstvenih rezultata. Osim toga, Enron je bio prva kompanija nefinansijskog sektora koja je prešla na „market to market“ računovodstvo (računovodstvo fer vrednosti), što im je omogućavalo da u trenutku sklapanja dugoročnih ugovora, procenjuju njihovu vrednost na bazi diskontovanja očekivanih novčanih tokova, pri čemu su razliku između tako obračunate vrednosti i plaćene cene iskazivali kao profit. Čak polovina računovodstvenog rezultata u 2000. godini otpadala je na nerealizovane dobitke od derivatnih finansijskih instrumenata. Nakon što je kompanija bila prinuđena da prepravi finansijske izveštaje, umanjivanjem iskazanih dobitaka u petogodišnjem periodu za 586 miliona dolara i povećanjem obaveza za 628 miliona dolara, cene njenih akcija su počele da padaju, a kompanija je bankrotirala u decembru 2001. godine (više videti u: Clikeman, 2008, p. 245-251). Zvanično iskazane performanse Enrona u posmatranom periodu, iako perzistentne u kratkom roku, nisu bile dobar indikator tekućih performansi, niti su mogle poslužiti u predviđanju budućih događaja.

Sa druge strane, tipično je da kompanije iz rastućih industrija, koje karakterišu ubrzane tehnološke promene, imaju veliko učešće obračunskih komponenti, zbog čega su njihovi računovodstveni rezultati lošijeg kvaliteta. Greške u procenama sadržane u obračunskim veličinama moraju se korigovati najkasnije u trenutku realizacije novčanih tokova, pa njihov reverzibilni karakter utiče na buduće računovodstvene rezultate tako što umanjuje njihovu perzistentnost. Neperzistentnost računovodstvenih rezultata koja je posledica volatilnog poslovnog okruženja preduzeća rezultuje u lošem kvalitetu računovodstvenih dobitka čak i kada nema oportunističkog ponašanja i kada se finansijski izveštaji sastavljaju u duhu profesionalne regulative. Investitore će svakako odbijati neperzistentnost prinosa ali je mnogo pogubnije, iz konteksta opšteg interesa, ukoliko se investicione odluke donesu na osnovu veštački indukovane perzistentnosti, iza koje stoji materijalno značajno odstupanje iskazanih od stvarnih performansi.

Sposobnost računovodstvenih rezultata da „predvide“ svoju visinu u budućnosti je visoko poželjna karakteristika kvaliteta. I ovde, nekritičko shvatanje prediktabilnosti, bez razmatranja ostalih aspekata kvaliteta, takođe može navesti na pogrešne zaključke. Eklatantan primer kompanija u kojima je prediktabilnost računovodstvenih pokazatelja moguće postići jedino kreativizmom su kompanije čija je osnovna delatnost istraživanje i razvoj (primera radi kompanije koje se bave razvojem novih lekova ili vakcina). Kako njihov opstanak i rentabilnost zavise isključivo od uspeha projekata na kojima su angažovane, izveštajni rezultati najčešće su potpuno irelevantni za procenu njihovih tekućih i budućih performansi. Odgovornost za loš kvalitet računovodstvenih informacija, u ovom slučaju, najvećim delom je u nemogućnosti sistema finansijskog izveštavanja da odgovori izazovima specifične prirode poslovanja.

Neutralan pristup u primeni računovodstvene fleksibilnosti trebalo bi da dovede do toga da volatilnost računovodstvenih rezultata odražava volatilnost ekonomskih posledica preduzetih poslovnih aktivnosti. S obzirom da se pouzdanije procene budućih performansi mogu praviti

na osnovu računovodstvenih rezultata male volatilnosti, takvi se rezultati smatraju kvalitetnijim. Obračunske komponente dobitka ublažavaju irelevantnu volatilnost novčanih tokova i podižu informacionu korisnost računovodstvenog dobitka, ali i otvaraju prostor za oportunističko uravnotežavanje računovodstvenih dobitka, koje postoji ukoliko se obračunske veličine koriste za prikrivanje relevantnih promena u novčanim tokovima. Najveći broj naučnih modela za detekciju manipulacija upravo je baziran na proceni diskrecionih komponenti obračunskih veličina, odnosno onog dela obračunskih veličina koji nisu prirodna posledica obračunske osnove računovodstva. Pravljenje razlike između ove dva načina upotrebe obračunskih veličina zahteva simultano korišćenje pokazatelja izvedenih iz izveštaja o novčanim tokovima, bilansa stanja i bilansa uspeha i od suštinske je važnosti za procenu kvaliteta izveštajnog dobitka. Naime, ukoliko su uravnoteženi objavljeni rezultati posledica uravnoteženog zarađivačkog procesa preduzeća, procene budućih performansi zasnovane na takvim pokazateljima biće pouzdane. Ukoliko su objavljeni računovodstveni rezultati uravnoteženiji o od fundamentalnih (stvarnih) performansi, postoji rizik da je računovodstvena diskrecija korišćena sa namerom prikrivanja stvarnih performansi čime je u velikoj meri ugrožena pouzdanost procena izvedenih na veštački uravnoteženim računovodstvenim dobitcima. Kompleksnost odnosa između kvaliteta računovodstvenog dobitka sa jedne strane, i upravljanja dobitkom sa druge strane, možda je najočiglednija na primeru volatilnosti jer autori nisu postigli konsenzus oko toga kog je smera uticaj volatilnosti na kvalitet iskazanih rezultata.

Konzervativizam kao kvalitativna karakteristika računovodstvenih informacija donekle je ugrađen u profesionalnu regulativu, sa intencijom da se ograniči korišćenje računovodstvene fleksibilnosti u cilju predstavljanja optimistične slike ekonomskog i finansijskog položaja preduzeća. Oprezno odmeravanje računovodstvenih rezultata povećava njihovu pouzdanost i omogućava kreiranje rezervi koje se mogu razložiti u periodima privremenih negativnih šokova, što omogućava održavanje dostignutog potencijala prethodno pomenutih atributa kvaliteta (perzistentnosti, prediktabilnosti i uravnoteženosti). Ne treba zaboraviti i činjenicu da konzervativizam takođe uvodi pristrasnost u finansijske izveštaje i proces odmeravanja računovodstvenih rezultata. Utoliko je i njegova uloga dvojaka. Može umanjiti informacionu korisnost računovodstvenih informacija ukoliko zamagljuje relevantne informacije ili je povećati ukoliko pospešuje efikasnost alokacije kapitala i ograničava tendenciozno precenjivanje računovodstvenih dobitaka. Rizici od manipulacija, ni u ovom slučaju ne mogu se isključiti i povezani su agresivnim korišćenjem konzervativnih principa u situacijama kada je potrebno prikazati performanse lošijim nego što jesu ili prevazilaženjem ograničenja zadatim konzervativizmom, manipulacijama putem realnih transakcija.

Svi analizirani atributi kvaliteta mogu biti i uzrok i posledica manipulacija iz čega proizlazi da je procenjivanje kvaliteta računovodstvenog dobitka, kompleksan i izazovan zadatak i podrazumeva analizu svih aktivnosti preduzeća i uzimanje u obzir ostalih relevantnih faktora koji se mogu dovesti u vezu sa visinom iskazanog rezultata. Čak i tada, diskutabilna je pouzdanost izvedenih zaključaka jer uvek postoji rizik da su iz procene izostavljene neke važne a neuočljive ili nemerljive determinante kvaliteta. Svakako, deo ove složene analize neizostavno mora uključiti procenu smera i jačine uticaja računovodstvenih manipulacija na veličinu i kretanje izveštajnih rezultata, jer postoji verovatnoća da bi se apstrahovanjem ove komponente stekla pogrešna predstava o finansijskim performansama preduzeća i time

omogućilo postizanje ciljeva pojedinih interesnih grupa, dok bi štetu pretrpeli oni koji su odluke doneli nekritičkim oslanjanjem na informacije sadržane u finansijskim izveštajima.

ZAKLJUČAK

Činjenica da je sadržina pojma kvaliteta određena perspektivom posmatranja implicira izuzetnu kompleksnost problema procenjivanja kvaliteta informacija sadržanih u finansijskim izveštajima. Kao medijatori poslovne komunikacije koji nemaju alternativu, finansijski izveštaji moraju održavati i usavršavati svoju informacionu funkciju u dinamičnom okruženju koje karakterišu konfliktni pritisci različitih interesnih grupa, što pitanje njihovog kvaliteta stavlja u višedimenzionalni kontekst. U najširem smislu, kvalitetne računovodstvene informacije verno predstavljaju karakteristike fundamentalnog zarađivačkog procesa preduzeća, koje su relevantne za donošenje konkretne odluke. Pluralizam odluka i korisnika, čiji se interesi prelamaju u finansijskim izveštajima, onemogućava konstruisanje jedne univerzalne mere kvaliteta računovodstvenih informacija koja je svrsishodna u svim kontekstima odlučivanja. Dodatno, finansijskih izveštaji sumiraju ekonomske posledice preduzetih poslovnih aktivnosti iskazujući efekte transakcija na bazi očekivanih, a ne nužno na bazi realizovanih novčanih tokova. Obračunska osnova računovodstva se oslanja na pretpostavke i u sistem uvodi subjektivnu komponentu, materijalizovanu kroz računovodstvenu diskreciju, čiji način i obim eksploatacije diktiraju nivo poverenja u javno dostupne finansijske izveštaje. Konačno, fleksibilnost imanentna profesionalnoj računovodstvenoj regulativi, koja se nametnula kao jedini prihvatljiv način uređivanja složenog sistema finansijskog izveštavanja, dolazi do izražaja i kada je u pitanju balansiranje kvalitativnih karakteristika računovodstvenih informacija. Zajedno uzevši, prostor za istraživanje nivoa kvaliteta finansijskih izveštaja realizovanog u praksi je širok, dok je pitanje kvaliteta računovodstvenih informacija izrazito aktuelno ne samo iz perspektive pojedinačnih preduzeća već i nacionalnih ekonomija, nezavisno od stepena razvijenosti njihovih tržišta kapitala, ali i za sve ostale učesnike sistema finansijskog izveštavanja.

U domaćoj literaturi, do sada je figurirao pristup posmatranja kvaliteta informacija objavljenih u finansijskim izveštajima iz prizme primenjenog profesionalnog okvira i stepena u kome su zahtevi MRS i MSFI implementirani kroz finansijske izveštaje. Iskorak ove disertacije, u odnosu na dosadašnja istraživanja, ogleda se u potpuno drugačijem aspektu posmatranja kvaliteta koji podrazumeva ocenu informacija o finansijskim performansama iz perspektive njihove korisnosti i pouzdanosti u procesu predviđanja budućih rentabilitetnih ostvarenja. U tom smislu, učinjen je značajan napor u pravcu definisanja agregatne mere kvaliteta računovodstvenog dobitka, odnosno konstruisanja jednog pokazatelja koji sublimira veći broj različitih aspekata kvaliteta (perzistentnost, prediktabilnost, volatilnost, konzervativizam i kvalitet obračunskih veličina) ne preklapajući se međusobno u uglovima posmatranja kretanja i ponašanja objavljenih finansijskih performansi. Reč je o pokazatelju strukturiranom iz računovodstvenih atributa kvaliteta, koji je u potpunosti prilagođen privredama sa nerazvijenim tržištima kapitala, i primenljiv na heterogene uzorke u kojima se mogu naći preduzeća za koja tržišni pokazatelji nisu dostupni. Agregatna mera interpretira kvalitet računovodstvenih rezultata iz aspekata koji nisu pokriveni eksternom revizijom finansijskih izveštaja, a svakako donosi dodatne informacione inpute u odnosu na tradicionalne tehnike analize finansijskih izveštaja. Ona omogućava poređenje preduzeća iz perspektive rizika

održivosti objavljenih rentabilitetnih performansi, bez obzira na to da li su one niske ili visoke, odnosno pokazuje u kojoj meri su publikovane finansijske informacije (pod pretpostavkom njihove istinitosti i objektivnosti) pouzdana osnova za procenjivanje njihove visine u budućnosti.

Upotrebna vrednost ovako definisane agregatne mere kvaliteta testirana je na uzorku velikih preduzeća Republike Srbije, a dobijeni rezultati sugerišu da ju je neophodno izvoditi na bazi finansijskih izveštaja za koje postoji razuman nivo uveravanja da istinito i objektivno prikazuju finansijsku poziciju i rezultate preduzeća. Ukoliko to nije slučaj, agregatna mera, kao ni bilo koja druga vrsta analize, ne može biti pouzdana osnova za izvođenje validnih zaključaka i donošenje adekvatnih odluka. Osim toga, iako ima ograničene sposobnosti da, u prvom krugu, detektuje preduzeća sa ozbiljnim finansijskim problemima, aspekti kvaliteta koje obuhvata je onemogućavaju da prepozna preduzeća sa izvrsnim rentabilitetnim ostvarenjima pogotovu u situacijama kada su takva ostvarenja, u celini ili delimično, tranzitornog karaktera ili kada ih ne karakteriše visok stepen održivosti. U tom smislu, agregatna mera kvaliteta nije instrument koji omogućava poređenje preduzeća prema visini ostvarenih finansijskih performansi, jer ne koincidira nužno sa njihovim relativnom veličinom.

Analiza kvaliteta finansijskih izveštaja velikih srpskih preduzeća primenom modela zasnovanih na agregatnim merama pokazala je da individualne karakteristike preduzeća imaju značajnu ulogu u objašnjavanju varijacija agregatne mere kvaliteta objavljenih neto rezultata. Istraživanje je nedvosmisleno pokazalo da veća preduzeća imaju kvalitetnije finansijske izveštaje sa aspekta njihove pouzdanosti u pravljenju projekcija finansijskog i rentabilitetnog položaja, da veće magnitude u volatilnosti novčanih tokova i stope prinosa na ukupna ulaganja ugrožavaju perzistentnost i prediktabilnost finansijskih performansi, kao i da finansijski izveštaji visoko zaduženih preduzeća, i onih preduzeća koja u dužem nizu obračunskih perioda iskazuju gubitke, imaju informacione nedostatke usled kojih se na njima zasnovane odluke moraju uzeti sa velikom rezervom. Iako volatilnost prodaje, kvalitet prihoda od prodaje, investicione mogućnosti i dužina poslovnog ciklusa, pojedinačno imaju uticaj na rang agregatne mere pojedinačnih preduzeća, njihovo uključivanje u skup determinanti kvaliteta ne dovodi do značajnog povećanja objašnjavajuće sposobnosti modela kao celine.

Jedna od pretpostavki razvoja i efikasnog funkcionisanja tržišta kapitala je minimiziranje informacione asimetrije kroz publikovanje kvalitetnih finansijskih informacija na koje se korisnici mogu osloniti u procesu donošenja investicionih odluka. Začarani krug nerazvijenih privreda podrazumeva: plitka tržišta kapitala koja ne reaguju na informacije objavljene u finansijskim izveštajima – finansijske izveštaje čija je uloga svedena na formalno ispunjavanje zakonske obaveze privrednih subjekata – neadekvatan sistem finansijskog izveštavanja koji ne stimuliše razvoj tržišta kapitala. Preko 90% velikih preduzeća u Republici Srbiji, organizovano je u pravnim formama različitim od akcionarskih društava koje im onemogućavaju aktivnije učešće na tržištu kapitala. To sa jedne strane sužava njihov manevarski prostor u prikupljanju značajnijeg obima kapitala od potencijalnih investitora i pretvara ih u bankovno zavisne entitete oslabljene pregovaračke moći u procesima definisanja uslova finansiranja. Sa druge strane, ovakve okolnosti destimulišuće deluju na razvoj tržišta kapitala koje bi moglo da postane zamajac privrednog rasta kroz pravilnu alokaciju domaćih i stranih investicija i snižavanje troškova finansiranja. Generalno niska profitna ostvarenja iz poslovnih aktivnosti

velikih srpskih preduzeća jednim delom se prelivaju u finansijski sektor, jer u odsustvu ponude drugih izvora finansiranja, zaduživanje kod banka i drugih finansijskih institucija nema alternativu. Visoki troškovi eksternog finansiranja preko neumoljivog dejstva finansijskog leveridža, ne samo da povećavaju volatilnost stope prinosa na vlasnički kapital već, kod manje uspešnih preduzeća, imaju konačan efekat u distorziji garantne supstance. Ovakav poslovni ambijent, sa izuzetkom malog broja uspešnih preduzeća, nije nimalo atraktivan za privlačenje kapitala, jer racionalni investitori ne mogu pronaći motiv za ulaganja u preduzeća koja su izložena visokom riziku, a odbacuju niske stope prinosa.

Imajući ovo u vidu, bilo bi pretenciozno očekivati da su velika srpska preduzeća, bez obzira na njihovu relativnu finansijsku snagu u odnosu na ostatak privrede, primarno fokusirana na kvalitet svojih finansijskih izveštaja. Okolnosti u kojima posluju, diktiraju hijerarhiju korisnika kojima su njihovi finansijski izveštaji namenjeni, u kojoj primat još uvek nemaju sadašnji i potencijalni investitori, što je potpuno suprotno praksama razvijenih tržišnih ekonomija. To ipak ne znači da bi pitanje kvaliteta finansijskog izveštavanja trebalo da bude zapostavljeno, pre svega zbog činjenice da su kvalitetne finansijske informacije infrastrukturni preduslov privlačenja kapitala. Mnogo važnije od toga što se informacijom signaliziraju nezadovoljavajuće finansijske performanse je, da se investitori na tu informaciju mogu osloniti sa visokim stepenom pouzdanosti. Osim toga one su važan input za mnogo širi skup odluka koje donose svi ostali stejkholderi, te ako su dobra osnova za izvođenje pouzdanih projekcija, veći je i stepen poverenja između preduzeća sa jedne strane, i njegovih poverilaca, poslovnih partnera i zaposlenih sa druge strane, čak i u periodima u kojima preduzeća imaju finansijske poteškoće.

Testiranjem je pokazano da se agregatna mera kvaliteta, definisana predmetnim istraživanjem, može primenjivati i u ovakvim okolnostima, i to bez značajnije redukcije eksplanatornog potencijala, pružajući dodatne informacione inpute investitorima i ostalim korisnicima o meri u kojoj se mogu osloniti na rentabilitetne performanse preduzeća publikovane u javno dostupnim finansijskim izveštajima prilikom donošenja odluka o alokaciji resursa.

Iako se ekonomske konsekvence nekvalitetnog finansijskog izveštavanja najčešće povezuju sa netransparentnim informisanjem i dovođenjem u zabludu investitora na tržištima kapitala, to ne znači da u tranzicionim privredama, čija su tržišta plitka i nelikvidna, kvalitetu finansijskih izveštaja ne treba posvećivati dužnu pažnju. Naprotiv, kvalitet finansijskog izveštavanja potrebno je postaviti, ne samo u kontekst odgovornosti prema transparentnom i istinitom informisanja poverilaca koje je iznimno važno, već i u funkciju razvoja u najširem smislu. U Srbiji je do sada sproveden mali broj empirijskih istraživanja na osnovu kojih je moguće doneti zaključke o rasprostranjenosti prakse upravljanja dobitkom, iako se o njoj mnogo govori i piše u domaćim naučnim krugovima. Zbog toga je drugi deo empirijskog istraživanja zasnovan na metodologiji koja omogućava procenu nivoa upravljanja računovodstvenim rezultatima, sa fokusom na četiri pokazatelja kojima se, na nivou preduzeća, aproksimira stepen korišćenja diskrecionih prava u odmeravanju i iskazivanju dobitka i implementacije strategije uravnotežavanja dobitka. Osim toga, na bazi ovih atributa, konstruisan je četvorokomponentni agregatni pokazatelj upravljanja dobitkom.

Deskriptivna analiza agregatnih mera upravljanja dobitkom izračunatih za 215 velikih preduzeća realnog sektora Republike Srbije, u devetogodišnjem periodu, potvrdila je sumnje

da srpska privreda nije imuna na izobličavanje informacija o finansijskim performansama iskazanim u finansijskim izveštajima kao i da podsticaji i mogućnosti za upražnjavanjem diskrecionih prava zavise od velikog broja faktora. Rezultati pokazuju da se sa povećanjem volatilnosti prodaje i dužine operativnog ciklusa povećavaju rizici od agresivnog upravljanja obračunskim komponentama računovodstvenog rezultata, dok preduzeća sa većim učešćem dugoročne imovine, imaju manje prostora za praktikovanje računovodstvene diskrecije. Iz ovoga se, indirektno, može posumnjati da velika srpska preduzeća u oblikovanju dobitka više koriste fleksibilnost u priznavanju i odmeravanju prihoda od prodaje nego fleksibilnost u procenjivanju troškova amortizacije. Prosečne agregatne mere po pravnim forma preduzeća, sugerišu da kvalitet korporativnog upravljanja i regulatornog okvira imaju značajan uticaj na odnos preduzeća prema kvalitetu informacija iskazanih u finansijskim izveštajima. Preduzeća koja su listirana na Beogradskoj berzi, pa se nalaze pod nadzorom Komisije za hartije od vrednosti, imaju daleko manju sklonost ka tendencioznom izobličavanju finansijskih performansi od javnih preduzeća u kojima se menadžment postavlja u skladu sa političkom a ne profesionalnom i etičkom podobnošću. Rezultati otkrivaju i da je u ocenjivanju kvaliteta finansijskih izveštaja onih preduzeća čija su profitabilna ostvarenja u zoni malih dobitaka potrebno pokloniti posebnu pozornost jer je vrlo verovatno da iza niskih pozitivnih računovodstvenih rezultata stoji računovodstvena fleksibilnost a ne realna ekonomska ostvarenja. Nivo zaduženosti preduzeća je, takođe, jedan od značajnih stimulatora prakse upravljanja objavljenim finansijskim performansama u srpskoj privredi. Imajući u vidu specifičnu strukturu izvora finansiranja preduzeća iz uzorka u kojoj je prosečno učešće finansijskih obaveza u finansiranju ukupne imovine iznosilo oko 30%, indikativno je da su velika srpska preduzeća, u velikoj meri, izbegla i nadzor nad kvalitetom finansijskih izveštaja koji vrši bankarski sektor, prebacujući rizike nekvalitetnog finansijskog izveštavanja na svoje poverioce. Konačno, studija pokazuje da manipulativni podsticaji ne moraju dominantno biti povezani sa tržištem kapitala, te da se individualne karakteristike preduzeća, i te kako, mogu dovesti u vezu sa većom ili manjom merom zloupotreba računovodstvene fleksibilnosti.

Koristi od praktične implementacije ovako koncipiranih agregatnih mera kvaliteta objavljenih finansijskih performansi i nivoa upravljanja visinom računovodstvenih rezultata bile bi višestruke za bankarski sektor, berzu, centralnu banku, Agenciju za privredne registre i druge agencije koje se bave procenom različitih vrsta rizika. Sa jedne strane, zvaničnim obelodanjivanjem rangova preduzeća prema posmatranim kriterijumima, korisnicima finansijskih izveštaja bile bi ponuđene dodatne informacije i perspektive posmatranja preduzeća za čije su poslovanje zainteresovani, dok bi sama preduzeća pridavala više pažnje sastavljanju i prezentaciji finansijskih izveštaja, a u cilju dostizanja ili održavanja rejtinga u javnom mnjenju. Budući da praksa finansijskog izveštavanja u Srbiji značajno zaostaje za praksama razvijenih tržišnih ekonomija, u pogledu kvaliteta finansijskih izveštaja, posebno preduzeća iz realnog sektora privrede Srbije, izazovi su veliki. Na podizanju kvaliteta moraju raditi svi učesnici procesa finansijskog izveštavanja počevši od regulatornih tela i profesionalnih organizacija pa do nosioca odgovornosti za publikovane finansijske informacije - menadžera i računovođa.

Srbija pripada grupi zemalja u kojoj je zakonskom regulativom uvedena obavezujuća primena MSFI (ili MSFI za MSP). Ovakva odluka zakonodavca omogućava dobru perspektivu razvoja sistema finansijskog izveštavanja, imajući u vidu da su koristi od implementacije MSFI

mnogobrojne i značajne. Jasno je, međutim, da će u različitim nacionalnim, institucionalnim, ekonomskim i pravnim okvirima, sistemi finansijskog izveštavanja utemeljeni na istom regulatornom okviru proizvoditi informacije različitog kvaliteta. Ako se ima u vidu da finansijsko-izveštajno okruženje u Republici Srbiji karakteriše nestabilna i nekvalitetna zakonska regulativa, neefikasnost sudskog sistema, neprecizno definisana ovlašćenja, nadležnosti i odgovornosti institucija koje bi trebalo da obezbede kvalitet finansijskog izveštavanja kroz adekvatnu koordinaciju i nadzor, nedovoljan stepen ekspertize, kredibiliteta i nezavisnosti članova javnih institucija, neuticajne profesionalne organizacije i nizak kvalitet korporativnog upravljanja, ne čudi što nacionalna računovodstvena profesija još uvek nema ni jasne obrise, a kamoli društvenu respektabilnost. Ovim istraživanjem ocenjen nivo (ne)kvaliteta javno publikovanih finansijskih izveštaja posledica je dugogodišnje marginalizacije značaja finansijskog izveštavanja. Sistemska transformacija finansijsko-izveštajnog okruženja nameće se kao neophodan preduslov, ne samo tranzicije sistema finansijskog izveštavanja, već i daljeg razvoja tržišta kapitala i privrede u celini. Pri tome se ne sme zaboraviti da dostignuti kvalitet računovodstvenih informacija mora predstavljati polugu, a ne ograničenje, razvojnog procesa. Posebno, imajući u vidu da je računovodstvena harmonizacija postala toliko važna u poslednjim decenijama dvadesetog veka, da značajnija odstupanja od najboljih praksi finansijskog izveštavanja nisu dugoročno održiva.

Neophodno je, dakle, da država prepozna sistem finansijskog izveštavanja kao važnu determinantu razvoja tržišta, i da opredeli adekvatne ljudske i finansijske resurse realizaciji ovog cilja od strateške važnosti. Unapređenje zakonske regulative i formiranje kredibilnih regulatornih tela kojima bi se, formalno i suštinski, dala ovlašćenja nadzora nad sistemom finansijskog izveštavanja i informisanja javnosti o uočenim materijalnim nedostacima računovodstvenih informacija izveštajnih entiteta, ulaganje u edukaciju i sertifikaciju računovođa i revizora privatnog i javnog sektora, precizno definisanje odgovornosti i sankcija za učesnike sistema i intenzivne aktivnosti na promovisanju informacionog sadržaja i značaja finansijskih izveštaja, samo su neki od koraka koji mogu doprineti podizanju svesti šire javnosti o ulozi finansijskog izveštavanja u razvijanju korporativnog ambijenta. Od suštinske važnosti za uspešnu realizaciju tog procesa je promena percepcije o finansijskim izveštajima koji se samo ako prenose kvalitetne i pouzdane informacije mogu staviti u funkciju javnog interesa i razvoja korporativnog ambijenta.

Disertacija nudi odgovore na brojna pitanja o kvalitetu finansijskih izveštaja srpskih preduzeća koja su do danas ostala otvorena usled nedostatka empirijski zasnovanih radova iz ove oblasti. Prevazilaženjem ograničenja ovog istraživanja, koja se odnose na dostupnost podataka (posebno u pogledu dužine vremenskih serija na bazi kojih su izračunate pojedinačne komponente kvaliteta što može rezultovati nedovoljnim stepenom njihove pouzdanosti), na strukturu uzorka u kojoj nezanemarljivo učešće imaju velika preduzeća koja posluju sa gubicima iznad visine kapitala (što uzrokuje pojavu nelogičnih ekstremnih vrednosti pojedinih pokazatelja) i na izostanak testiranja robusnosti rezultata na alternativnim uzorcima, otvaraju se mnogobrojne nove perspektive u procenjivanju kvaliteta objavljenih računovodstvenih rezultata. Kako prezentovani nalazi sugerišu da su finansijske performanse grupe preduzeća od javnog interesa, zbog prirode poslovanja, pravne forme i nedovoljnog nivoa kontrole, visoko predvidive dok su, sa druge strane, povezane sa visokim procenjenim rizikom

oportunističkog upravljanja računovodstvenim rezultatima, jedan od pravaca budućih istraživanja mogao bi se odnositi na preferencijalnu tržišnu poziciju pojedinih preduzeća, uslovljenu zloupotrebom političkih uticaja kroz određene tipove vlasništva. Osim toga, bilo bi korisno ispitati značajnost i uticaj promenljivih koje bi se odnosile na tip revizorskog mišljenja i pripadnost revizora grupaciji „Big 4“ na varijacije u rangu agregatne mere kvaliteta kako bi se dublje istražila veza između aspekata kvaliteta obuhvaćenih eksternom revizijom finansijskih izveštaja i aspekata kvaliteta sadržanih u agregatnom pokazatelju. Konačno, disertacija može poslužiti kao osnov za opsežniju studiju kojom bi se srpska preduzeća priključila nekom većem međunarodnom uzorku, a skup determinanti proširio i na karakteristike nacionalnih finansijsko-izveštajnih okruženja, a u cilju poređenja postojećeg nivoa kvaliteta računovodstvenih informacija sa primerima najboljih praksi finansijskog izveštavanja i odatle dobili inputi za redefinisane strategije unapređenja sistema finansijskog izveštavanja i njene efikasnije implementacije, sa dalekosežnim pozitivnim efektima na privredu Srbije.

LITERATURA

- Adiel, R. (1996). Accounting & Economi Reinsurance and the management of regulatory ratios and taxes in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 207–240.
- Affleck-Graves, J., Callahan, C. M., & Chipalkatti, N. (2002). Earnings Predictability, Information Asymmetry, and Market Liquidity. *Journal of Accounting Research*, 40(3), 561–583.
- Agencija za privredne registre Republike Srbije. (2015). *Godišnji bilten finansijskih izveštaja 2014*.
- Agencija za privredne registre Republike Srbije. (2017). *Godišnji bilten finansijskih izveštaja 2016*.
- Agencija za privredne registre Republike Srbije. (2020). *Godišnji biletan finansijskih izveštaja za 2019. godinu*.
- Ahmed, A. S., Billings, B. K., Morton, R. M., & Stanford-Harris, M. (2002). The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-Shareholder Conflicts over Dividend Policy and in Reducing Debt Costs. *The Accounting Review*, 77(4), 867–890.
- Ahmed, A. S., Morton, R. M., & Schaefer, T. F. (2000). Accounting Conservatism and the Valuation of Accounting Numbers: Evidence on the Feltham-Ohlson (1996) Model. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 15(3), 271–292.
- AICPA (2002). *SAS No. 99 Consideration of Fraud in a Financial Statement Audit*.
- Ali, A., & Kumarb, K. R. (1994). The magnitudes of financial statement effects and accounting choice The case of the adoption of SFAS 87. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 89–114.
- Altamuro, J., Beatty, A. L., & Weber, J. (2005). The Effects of Accelerated Revenue Recognition on Earnings Management and Earnings Informativeness: Evidence from SEC Staff Accounting Bulletin no. 101. *The Accounting Review*, 80(2), 373–401.
- Amir, E., & Livnat, J. (1996). Multiperiod Analysis of Adoption Motives: The Case of SFAS No. 106. *The Accounting Review*, 71(4), 539–553.
- Amir, E., & Ziv, A. (1997). Recognition, Disclosure, or Delay: Timing the Adoption of SFAS No. 106. *Source: Journal of Accounting Research*, 35(1), 61–81.
- Ashbaugh-Skaife, H., Collins, D. W., & Kinney, W. R. (2007). The discovery and reporting of internal control deficiencies prior to SOX-mandated audits. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1–2), 166–192.
- Ashbaugh, H., & Pincus, M. (2001). Domestic Accounting Standards, International Accounting Standards, and the Predictability of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 39(3), 417–434.
- Baber, W. R., Chen, S., & Kang, S. H. (2006). Stock price reaction to evidence of earnings management: Implications for supplementary financial disclosure. *Review of Accounting Studies*, 11(1), 5–19.
- Baber, W. R., Fairfield, P. M., & Haggard, J. A. (1991). The Effect of concern about Reported Income on Discretionary Spending Decisions: The Case of Research and Development. *The Accounting Review*, 66(4), 818–829.
- Baber, W. R., Kang, S.-H., & Li, Y. (2011). Modeling Discretionary Accrual Reversal and the Balance Sheet as an Earnings Management Constraint. *The Accounting Review*, 86(4), 1189–1212.

- Ball, R. (1972). Changes in Accounting Techniques and Stock Prices. *Journal of Accounting Research*, 10, 1-38.
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- 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), 1-51.
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 83-128.
- Ball, R., & Watts, R. (1972). Some Time Series Properties of Accounting Income. *The Journal of Finance*, 27(3), 663-681.
- Balsam, S., Bartov, E., & Marquardt, C. (2002). Accruals Management, Investor Sophistication, and Equity Valuation: Evidence from 10-Q Filings. *Journal of Accounting Research*, 40(4), 987-1012.
- Balsam, S., Haw, I.-M., & Lilien, S. B. (1995). Mandated accounting changes and managerial discretion. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 3-29.
- Barefield, R. M., & Comiskey, E. E. (1971). Depreciation Policy and the Behavior of Corporate Profits. *Journal of Accounting Research*, 9(2), 351-358.
- Barker, R. (2015). Conservatism, prudence and the IASB's conceptual framework. *Accounting and Business Research*, 45(4), 514-538.
- Barker, R., & Mcgeachin, A. (2015). An Analysis of Concepts and Evidence on the Question of Whether IFRS Should be Conservative. *Abacus*, 51(2), 169-207.
- Barnea, A., Ronen, J., & Sadan, S. (1976). Classificatory Smoothing of Income with Extraordinary Items. *The Accounting Review*, 51(1), 110-122.
- Barth, M. E., Cram, D. P., & Nelson, K. K. (2001). Accruals and the prediction of future cash flows. *Accounting Review*, 76(1), 27-58.
- Barth, M. E., Elliott, J. A., & Finn, M. W. (1999). Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research*, 37(2), 387-413.
- Barth, M. E., Landsman, W. R., & Lang, M. H. (2008). International Accounting Standards and Accounting Quality. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 467-498.
- Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The Balance Sheet as an Earnings Management Constraint. *The Accounting Review*, 77(Supplement), 1-27.
- Bartov, E. (1993). The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. *The Accounting Review*, 68(4), 840-855.
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24, 3-37.
- Basu, S. (2005). Discussion of "conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling." *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 311-321.
- Beasley, M. S. (1996). An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review*, 71(4), 443-465.
- Beatty, A., Chamberlain, S. L., & Magliolo, J. (1995). Managing Financial Reports of Commercial Banks: The Influence of Taxes, Regulatory Capital, and Earnings. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 231-261.
- Beaudoin, C. A. (2008). Earnings management: The role of the agency problem and corporate social responsibility. *Doctoral Thesis, Drexel University*.

- Beaver, W. H. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67–92.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and Lags in Book Value and Their Effects on the Ability of the Book-to-Market Ratio to Predict Book Return on Equity. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 127–148.
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2–3), 269–309.
- Beneish, M. (1999). The Detection of Earnings Manipulation. *Working Paper, Duke University*.
- Beneish, M., Billings, M., & Hodder, L. D. (2008). Internal Control Weaknesses and Information Uncertainty. *The Accounting Review*, 83(3), 665–703.
- Beneish, M. D. (1997). Detecting GAAP violation: Implications for assessing earnings management among firms with extreme financial performance. *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(3), 271–309.
- Beneish, M. D., & Press, E. (1993). Costs of Technical Violation of Accounting-Based Debt Covenants. *The Accounting Review*, 68(2), 233–257.
- Beneish, M. D., & Vargus, M. E. (2002a). Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing. *The Accounting Review*, 77(4), 755–791.
- Beneish, M. D., & Vargus, M. E. (2002b). Insider Trading, Earnings Quality, and Accrual Mispricing. *The Accounting Review*, 77(4), 755–791.
- Benston, G. J. (1969). The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements. *The Accounting Review*, 44(3), 515–532.
- Benston, G. J. (1985). The Self-Serving Management Hypothesis: Some Evidence. *Journal of Accounting and Economics* (Vol. 7).
- Beogradska berza a.d. (2018). *Pravilnik o listingu*. 04/2 br. 3, 04/2 br. 3383-1/18.
- Beogradska berza a.d. Retrieved January 23, 2021, from https://www.belex.rs/trzista_i_hartije/hartije/akcije
- Beogradska berza a.d. (2017). *Godišnji izveštaj o poslovanju*.
- Bergstresser, D., & Philippon, T. (2006). CEO incentives and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 80, 511–529.
- Bhattacharya, U., & Spiegel, M. (1991). The Society for Financial Studies Insiders, Outsiders, and Market Breakdowns. *The Review of Financial Studies*, 4(2), 255–282.
- Bhojraj, S., & Swaminathan, B. (2009). How does the corporate bond market value capital investments and accruals? *Review of Accounting Studies*, 14(1), 31–62.
- Biddle, G. C., & Hilary, G. (2006). Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review*, 81(5), 963–982.
- Biddle, G. C., Hilary, G., & Verdi, R. S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48(2–3), 112–131.
- Bishop, M. L., & Eccher, E. A. (2005). Do Markets Remember Accounting Changes? An Examination of Subsequent Years. *SSRN Electronic Journal*.
- Bowen, R. M., Davis, A. K., & Rajgopal, S. (2002). Determinants of Revenue-Reporting Practices for Internet Firms. *Contemporary Accounting Research*, 19(4), 523–562.
- Bowen, R. M., Noreen, E. W., & Lacey, J. M. (1981). Determinants Of The Corporate Decision To Capitalize Interest. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 151–179.
- Boynton, C. E., Dobbins, P. S., & Plesko, G. A. (1992). Earnings Management and the Corporate

- Alternative Minimum Tax. *Journal of Accounting Research*, 30, 131-153.
- Bradshaw, M. T., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2001). Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals? *Journal of Accounting Research*, 39(1), 45-74.
- Brown, L. D. (1993). Earnings forecasting research: its implications for capital markets research. *International Journal of Forecasting*, 9, 295-320.
- Brown, P., & Tarca, A. (2005). A commentary on issues relating to the enforcement of International Financial Reporting Standards in the EU. *European Accounting Review*, 14(1), 181-212.
- Buckmaster, D. A. (2001). Development of the Income Smoothing Literature, 1893-1998: A Focus on the United States. *Studies in the Development of Accounting Thought*, Vol. 4.
- Burgstahler, D. C., Hail, L., & Leuz, C. (2006). The Importance of Reporting Incentives: Earnings Management in European Private and Public Firms. *Accounting Review*, 81(5), 983-1016.
- Burgstahler, D., & Dichev, I. (1997). Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 99-126.
- Burgstahler, D., & Eames, M. (2006). Management of earnings and analysts' forecasts to achieve zero and small positive earnings surprises. *Journal of Business Finance and Accounting*, 33(5-6), 633-652.
- Bushman, R. M., & Piotroski, J. D. (2006). Financial reporting incentives for conservative accounting: The influence of legal and political institutions. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 107-148.
- Cahan, S. F. (1992). The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political-Cost Hypothesis. *The Accounting Review*, 67(1), 77-95.
- Canada, J., Kuhn, J. R., & Sutton, S. G. (2007). Accidentally in the Public Interest: The Perfect Storm that Yielded the Sarbanes-Oxley Act. *SSRN Electronic Journal*, 28.
- Cassidy, J. (2002). The Greed Cycle. *The New Yorker*.
- CESR, C. of E. S. R. *Standard NO. 1 On Financial Information Enforcement of Standards on Financial Information in Europe*. (2003).
- Chambers, R. J. (1966). A Matter of Principle. *The Accounting Review*, 41(3), 443-457.
- Chen, S., Defond, M. L., & Park, C. W. (2002). Voluntary disclosure of balance sheet information in quarterly earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 33(2), 229-251.
- Christie, A. A. (1990). Aggregation Of Test Statistics: An Evaluation of the Evidence on Contracting and Size Hypotheses. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 15-36.
- Clikeman, M. P. (2008). *Called to Account: Fourteen Financial Frauds that Shaped the American Accounting Profession*.
- Coase, R. H. (1937). The Nature of the Firm. *Economica*, 4(16), 386-405.
- Coffee, J. C. (2004). Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms. *Boston University Law Review* (Vol. 84).
- Cohen, D. A., Dey, A., & Lys, T. Z. (2008). Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *The Accounting Review*, 83(3), 757-787.
- Collins, D. W., Gong, G., & Hribar, P. (2003). Investor sophistication and the mispricing of accruals. *Review of Accounting Studies*, 8(2-3), 251-276.
- Collins, D. W., & Kothari, S. P. (1989). An Analysis Of Intertemporal And Cross-Sectional Determinants Of Earnings Response Coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11,

143–181.

- Collins, J. H., Shackelford, D. A., & Wahlen, J. M. (1995). Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital, Earnings, and Taxes. *Journal of Accounting Research*, 33(2), 263–291.
- Copeland, R. M. (1968). Income Smoothing. *Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, 6, 101–116.
- Coughlan, A. T., & Schmidt, R. M. (1985). Executive Compensation, Management Turnover, And Firm Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 43–66.
- Daley, L. A., & Vigeland, R. L. (1983). The Effects Of Debt Covenants And Political Costs On The Choice Of Accounting Methods: The Case of Accounting for R&D Costs. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 195–211.
- Daske, H., & Gebhardt, G. (2006). International financial reporting standards and experts' perceptions of disclosure quality. *Abacus*, 42(3–4), 461–498.
- Deangelo, H., Deangelo, L., & Skinner, D. J. (1994). Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 113–143.
- Deangelo, L. E. (1986). Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes: A Study of Management Buyouts of Public Stockholders. *The Accounting Review*, 61(3), 400–420.
- Deangelo, L. E. (1988). Managerial Competition, Information Costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy Contests. *Journal of Accounting and Economics*, 10(1), 3–36.
- Dechow, M. P., Hutton, P. A., & Sloan, G. R. (1999). An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 1–34.
- Dechow, P. M. (1994). Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), 3–42.
- Dechow, P. M., & Dichev, I. D. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, 77(s-1), 35–59.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010a). Understanding earnings quality: A review of the proxies, their determinants and their consequences. *Working paper, University of Pennsylvania, Scholarly Commons*.
- Dechow, P. M., Ge, W., & Schrand, C. M. (2010b). Understanding Earnings Quality: A Review of the Proxies, Their Determinants and Their Consequences. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3), 344–401.
- Dechow, P. M., Kothari, S. P., Watts, R. L., & Simon, W. E. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics*, 25, 133–168.
- Dechow, P. M., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2011). Predicting Material Accounting Misstatements. *Contemporary Accounting Research*, 28, 17–82.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Sloan, R. G. (2008). The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 537–566.
- Dechow, P. M., Richardson, S. A., & Tuna, I. (2003). Why are earnings kinky? An examination of the earnings management explanation. *Review of Accounting Studies*, 8(2–3), 385–391.
- Dechow, P. M., & Schrand, C. (2004). *Earnings quality*. Research Foundation of CFA Institute.
- Dechow, P. M., & Sloan, R. G. (1991). Executive incentives and the horizon problem. *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), 51–89.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Sweeney, A. P. (1996). Causes and consequences of earnings

- manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. *Contemporary Accounting Research*, 13(1), 1-36.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., Sweeney, A. P., & Sloan, R. G. (1995). Detecting Earnings Management. *Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., & Zha, J. (2013). Stock Prices & Earnings: A History of Research. *SSRN Electronic Journal*.
- Defond, M., Hu, J., Hung, M., & Li, S. (2020). The effect of fair value accounting on the performance evaluation role of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 70(2-3), 1-23.
- Defond, M. L., & Jiambalvo, J. (1994). Debt covenant violation and manipulation of accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 145-176.
- Defond, M. L., & Park, C. W. (2001). The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises. *The Accounting Review*, 76(3), 375-404.
- DeFond, M. L., & Park, C. W. (1997). Smoothing income in anticipation of future earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 23(2), 115-139.
- DeFond, M. L., & Subramanyam, K. R. (1998). Auditor changes and discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 25(1), 35-67.
- DeGeorge, F., Patel, J., & Zeckhauser, R. (2005). Earnings management to exceed thresholds. *Advances in Behavioral Finance*, 2(1), 633-666.
- Desai, M. A. (2002). The Divergence between Book Income and Tax Income. *Tax Policy and the Economy*, Vol 17, 169-206.
- Dhaliwal, D. S., Salamon, G. L., & Smith, E. D. (1982). The Effect Of Owner Versus Management Control On The Choice Of Accounting Methods. *Journal of Accounting and Economics*, 4, 41-53.
- Dharan, B. G., Creekmore, J. H., & Jones, J. H. (2003). Earnings Management with Accruals and Financial Engineering. *Working Paper, Rice University, Huston, USA*.
- Dichev, I. D., & Tang, V. W. (2008). Matching and the Changing Properties of Accounting Earnings over the Last 40 Years. *The Accounting Review*, 83(6), 1425-1460.
- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2016). The Misrepresentation of Earnings. *Financial Analysts Journal*, 72(1), 22-35.
- Doyle, J., Ge, W., Mcvay, S. (2007). Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 193-223.
- Duke, J. C., & Hunt, H. G. (1990). An Empirical Examination of Debt Covenant' Restrictions and Accounting-related Debt Proxies. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 45-63.
- Easton, P. D., Eddey, P. H., & Harris, T. S. (1993). An Investigation of Revaluations of Tangible Long-Lived Assets. *Journal of Accounting Research* (Vol. 31).
- Easton, P. D., & Zmijewski, M. E. (1989). Cross-Sectional Variation In The Stock Market Response To Accounting Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 11, 117-141.
- Efendi, J., Srivastava, A., & Swanson, E. P. (2007). Why do corporate managers misstate financial statements? The role of option compensation and other factors. *Journal of Financial Economics*, 85, 667-708.
- Eilifsen, A., Knivsfld, K. H., & Scettem, F. (1999). Earnings manipulation: cost of capital versus tax. *The European Accounting Review*, 8(3), 481-491.
- Eisenhardt, K. M. (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of*

Management Review, 14(1), 57-74.

- El-Gazzar, S. M., Finn, P. M., & Jacob, R. (1999). An empirical investigation of multinational firms' compliance with international accounting standards. *International Journal of Accounting*, 34(2), 239-248.
- Elliott, J. A., & Douglas Hanna, J. (1996). Repeated Accounting Write-Offs and the Information Content of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 34, 135-155.
- Elliott, J. A., & Shaw, W. H. (1988). Write-Offs As Accounting Procedures to Manage Perceptions. *Journal of Accounting Research*, 26, 91-119.
- Enomoto, M., Kimura, F., & Yamaguchi, T. (2015). Accrual-based and real earnings management: An international comparison for investor protection. *Journal of Contemporary Accounting & Economics*, 11, 183-198.
- Erickson, M., Hanlon, M., & Maydew, E. L. (2004). How Much Will Firms Pay for Earnings That Do Not Exist? Evidence of Taxes Paid on Allegedly Fraudulent Earnings. *The Accounting Review*, 79(2), 387-408.
- Erickson, M., & Wang, S.-W. (1999). Earnings management by acquiring firms in stock for stock mergers. *Journal of Accounting and Economics*, 27, 149-176.
- Fairfield, P. M., Whisenant, J. S., & Yohn, T. L. (2003). Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing. *The Accounting Review*, 78(1), 353-371.
- Fairfield, P. M., & Yohn, T. L. (2001). Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability. *Review of Accounting Studies*, 6(4), 371-385.
- Farber, D. B. (2005). Restoring Trust after Fraud: Does Corporate Governance Matter? *The Accounting Review*, 80(2), 539-561.
- FASB. (1980). Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 - Qualitative Characteristics of Accounting Information. *FASB Concepts Statements*.
- FASB. Statement of Financial Accounting Concepts No. 1 - Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises. *FASB Concepts Statements*.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1996). Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement. *Journal of Accounting Research*, 34(2), 209-234.
- Fields, T. D., Lys, T. Z., & Vincent, L. (2001). Empirical research on accounting choice. *Journal of Accounting and Economics*, 31, 255-307.
- Finger, C. A. (1994). The Ability of Earnings to Predict Future Earnings and Cash Flow. *Journal of Accounting Research*, 32(2), 210.
- Fishman, M. J., & Hagerty, K. M. (1989). Disclosure Decisions by Firms and the Competition for Price Efficiency. *The Journal of Finance*, 44(3), 633-646.
- Francis, J., Douglas Hanna, J., & Vincent, L. (1996). Causes and Effects of Discretionary Asset Write-Offs. *Journal of Accounting Research*, 34, 117-134.
- 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., LaFond, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Costs of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.
- Francis, J. R. (2004). What do we know about audit quality? *The British Accounting Review*, 36(4),

345-368.

- Francis, J. R., & Krishnan, J. (1999). Accounting Accruals and Auditor Reporting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 16(1), 135-165.
- Francis, J. R., & Wang, D. (2008). The joint effect of investor protection and big 4 audits on earnings quality around the world. *Contemporary Accounting Research*, 25(1), 157-191.
- Francis, J., Schipper, K., & Vincent, L. (2002). Earnings announcements and competing information. *Journal of Accounting and Economics*, 33(3), 313-342.
- Frank, M. M., Lynch, L. J., & Rego, S. O. (2004). Does Aggressive Financial Reporting Accompany Aggressive Tax Reporting (and Vice Versa)?, *Working paper*.
- Friedman, M. (1957). *A Theory of the Consumption Function*. Princeton University Press.
- Gaio, C. (2010). The Relative Importance of Firm and Country Characteristics for Earnings Quality around the World. *European Accounting Review*, 19(4), 693-738.
- Gaio, C., & Raposo, C. (2011). Earnings quality and firm valuation: International evidence. *Accounting and Finance*, 51(2), 467-499.
- Gal-Or, E. (1986). Information Transmission--Cournot and Bertrand Equilibria. *The Review of Economic Studies*, 53(1), 85-92.
- Gârleanu, N., & Pedersen, L. H. (2004). Adverse Selection and the Required Return. *The Review of Financial Studies*, 17(3), 643-665.
- Gary, S. J. (1988). Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally. *Abacus*, 24(I), 1-15.
- Gaver, J. J., Gaver, K. M., & Austin, J. R. (1995). Additional evidence on bonus plans and income management. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 3-28.
- Ge, W., & McVay, S. (2005). The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes-Oxley Act. *Accounting Horizons*, 19(3), 137-158.
- Gebhardt, G., Mora, A., & Wagenhofer, A. (2014). Revisiting the fundamental concepts of IFRS. *Abacus*, 50(1), 107-116.
- Gerboth, D. L. (1973). Research, Intuition, and Politics in Accounting Inquiry. *The Accounting Review*, 48(3), 475-482.
- Gigler, F., Kanodia, C., Sapiro, H., & Venugopalan, R. (2009). Accounting Conservatism and the Efficiency of Debt Contracts. *Journal of Accounting Research*, 47(3), 767-797.
- 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.
- Gormley, T. A., Kim, B. H., & Martin, X. (2012). Do Firms Adjust Their Timely Loss Recognition in Response to Changes in the Banking. *Journal of Accounting Research*, 50(1), 159-196.
- Graham, B., & Dodd, D. L. (2009). *Security Analysis: Principles and Technique*. McGraw-Hill.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Grant, R. M., & Visconti, M. (2006). The Strategic Background to Corporate Accounting Scandals. *Long Range Planning*, 39, 361-383.
- Guenther, D. A. (1994). Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes: Evidence from the 1986 Tax Reform Act. *The Accounting Review*, 69(1), 230-243.
- Guenther, D. A. (2005). *Financial Reporting and Analysis*. McGraw-Hill, New York.
- Guidry, F., Leone, A. J., & Rock, S. (1999). Earnings-based bonus plans and earnings

- management by business-unit managers. *Journal of Accounting and Economics*, 26, 113–142.
- Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). The Trouble with Stock Options. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(3), 49–70.
- Hammersley, J. S., Myers, L. A., & Shakespeare, C. (2008). Market reactions to the disclosure of internal control weaknesses and to the characteristics of those weaknesses under section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002. *Review of Accounting Studies*, 13(1), 141–165.
- Harrison, P. D., & Harrell, A. (1993). Impact of “Adverse Selection” on Managers’ Project Evaluation Decisions. *The Academy of Management Journal* (Vol. 36).
- Harrison, T. (1977). Different Market Reactions to Discretionary and Nondiscretionary Accounting Changes. *Journal of Accounting Research*, 15(1), 84–107.
- Hartmann, B., Marton, J., & Söderström, R. (2018). The Improbability of Fraud in Accounting for Derivatives: A Case Study on the Boundaries of Financial Reporting Compliance. *European Accounting Review*, 27(5), 845–873.
- Haw, I.-M., Lee, J. J., & Lee, W.-J. (2014). Debt Financing and Accounting Conservatism in Private Firms. *Contemporary Accounting Research*, 31(4), 1220–1259.
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 125–153.
- Healy, P. M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85–107.
- Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1990). Effectiveness of Accounting-based Dividend Covenants. *Journal of Accounting and Economics*, 12, 97–123.
- Healy, P. M., & Wahlen, J. M. (1999). A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Healy, P. M., Wahlen, J. M., Miller, G., Noe, C., Petroni, K., & Salamon, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365–383.
- Hellman, N. (1999). Earnings manipulation: Cost of capital versus tax. a commentary. *European Accounting Review*, 8(3), 493–497.
- Hicks, J. R. (1946). *Value and Capital: An Inquiry into Some Fundamental Principles of Economic Theory*. Oxford University Press.
- Hofstede, G. (1983). National Cultures Revisited. *Behavior Science Research*, 18(4), 285–305.
- Holthausen, R. W., Larcker, D. F., & Sloan, R. G. (1995). Annual bonus schemes and the manipulation of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 29–74.
- Hong Teoh, S., Welch, I., & Wong, T. (1998). Earnings management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 63–99.
- Hoogervorst, H. (2012). The Concept of Prudence: dead or alive? *FEE Conference on Corporate Reporting of the Future*.
- Hope, O.-K. (2003). Disclosure Practices, Enforcement of Accounting Standards, and Analysts’ Forecast Accuracy: An International Study. *Journal of Accounting Research*, 41(2), 235–272.
- Hribar, P. (2002). Discussion of “Inventory changes and future returns.” *Review of Accounting Studies*, 7(2–3), 163–187.
- Hribar, P., & Collins, D. W. (2002). Errors in Estimating Accruals: Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 40(1), 105–134.
- Hughes, P. J., & Schwartz, E. S. (1988). The LIFO/FIFO Choice: An Asymmetric Information

- Approach. *Journal of Accounting Research*, 26, 41-58.
- Hunron Consulting Group. (2005). *2004 Annual Review of Financial Reporting Matters*.
- Iatridis, G. (2010). International Financial Reporting Standards and the quality of financial statement information. *International Review of Financial Analysis*, 19, 193-204.
- IFRS Foundation. (2018). *Conceptual Framework for Financial Reporting*.
- Ip, G. (1997). Earnings Certainty Pushes Up Prices of Some Large-Cap Issues. *The Wall Street Journal*.
- ISO 9000: 2015 Vocabulary - Quality and Safety Mgt System. Retrieved January 4, 2021, from <https://sites.google.com/site/qualityandsafetymgtsystem/iso-9000-2015-vocabulary>
- Iyengar, R. J., & Zampelli, E. M. (2010). Does accounting conservatism pay? *Accounting & Finance*, 50(1), 121-142.
- Janes, T. D. (2003). Accruals, Financial Distress, and Debt Covenants. *Working Paper, State University of New York at Buffalo*.
- Jayaraman, S., & Shivakumar, L. (2013). Agency-based demand for conservatism: Evidence from state adoption of antitakeover laws. *Review of Accounting Studies*, 18(1), 95-134.
- Jensen, M. C. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-339.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M. C., & Murphy, K. J. (2004). Remuneration: Where We've Been, How We Got to Here, What are the Problems, and How to Fix Them. *Finance Working Paper, European Corporate Governance Institute*.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jeter, D. C., & Shivakumar, L. (1999). Cross-sectional estimation of abnormal accruals using quarterly and annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management. *Accounting and Business Research*, 29(4), 299-319.
- Johnson, S. A., Ryan, H. E., & Tian, Y. S. (2009). Managerial Incentives and Corporate Fraud: The Sources of Incentives Matter. *Review of Finance*, 13(1), 115-145.
- Jones, J. J. (1991). Earnings Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research*, 29(2), 193.
- Jones, M. J. (2011). *Creative accounting, fraud and international accounting scandals*. John Wiley & Sons.
- Keating, A. S., & Zimmerman, J. L. (1999). Depreciation-policy changes: tax, earnings management, and investment opportunity incentives. *Journal of Accounting and Economics*, 28(3), 359-389.
- Key, K. G. (1997). Accounting & Economids Political cost incentives for earnings management in the cable television industry. *Journal of Accounting and Economics*, 23, 309-337.
- Klassen, K. J. (1997). The Impact of inside Ownership Concentration on the Trade-Off between Financial and Tax Reporting. *The Accounting Review*, 72(3), 455-474.
- Klassen, K., Lang, M., & Wolfson, M. (1993). Geographic Income Shifting by Multinational Corporations in Response to Tax Rate Changes. *Journal of Accounting Research*, 31, 141-173.
- Kormendi, R., & Lipe, R. (1987). Earnings Innovations , Earnings Persistence , and Stock Returns. *The Journal of Business*, 60(3), 323-345.

- Kothari, S. P., Leone, A. J., Wasley, C. E., & Simon, W. E. (2005). Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163–197.
- La Porta, R., Lopez - de - Silanes, Florencio Shleifer, A., & Vishny, R. W. (1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113–1155.
- Lambert, R. A., Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2012). Information Asymmetry, Information Precision, and the Cost of Capital. *Review of Finance*, 16(1), 1–29.
- Lang, M., Raedy, J. S., & Wilson, W. (2006). Earnings management and cross listing: Are reconciled earnings comparable to US earnings? *Journal of Accounting and Economics*, 42, 255–283.
- Lang, M., Raedy, J. S., & Yetman, M. H. (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.
- Larcker, D. F., Richardson, S. A., & Tuna, İ. (2007). Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance. *The Accounting Review*, 82(4), 963–1008.
- Larson, C., Sloan, R., & Giedt, J. Z. (2018). Defining, Measuring and Modeling Accruals: A Guide for Researchers. *Review of Accounting Studies*, 23(3), 827–871.
- Lennox, C. S., & Park, C. W. (2006). The informativeness of earnings and management's issuance of earnings forecasts. *Journal of Accounting and Economics*, 42(3), 439–458.
- Leuz, C., Nanda, D., & Wysocki, P. D. (2003). Earnings management and investor protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics*, 69(3), 505–527.
- Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000). The Economic Consequences of Increased Disclosure. *Journal of Accounting Research*, 38(Supplements), 91–124.
- Leuz, C., & Wysocki, P. D. (2008). Economic Consequences of Financial Reporting and Disclosure Regulation: A Review and Suggestions for Future Research. *SSRN Electronic Journal*.
- Lev, B. (1983). Some Economic Determinants of Time-series Properties of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 31–48.
- Lev, B. (1989). On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from Two Decades of Empirical Research. *Journal of Accounting Research*, 27, 153–192.
- Lev, B. (2003). Corporate Earnings: Facts and Fiction. *The Journal of Economic Perspectives*, 17(2), 27–50.
- Lev, B., Ryan, S. G., & Wu, M. (2008). Rewriting earnings history. *Review of Accounting Studies*, 13(4), 419–451.
- Lev, B., & Thiagarajan, S. R. (1993). Fundamental Information Analysis. *Journal of Accounting Research*, 31(2), 190–215.
- Li, S., & Richie, N. (2016). Income smoothing and the cost of debt. *China Journal of Accounting Research*, 9(3), 175–190.
- Lim, J. H., & Chang, J. H. (2017). Earnings management of mergers and acquisitions of target candidates and deal withdrawn. *Journal of Applied Business Research*, 33(3), 467–474.
- Lindahl, F., & Schädewitz, H. (2013). Are legal families related to financial reporting quality? *Abacus*, 49(2), 242–267.
- Lipe, R. (1990). The Relation between Stock Returns and Accounting Earnings Given Alternative. *The Accounting Review*, 65(1), 49–71.
- Liu, J., & Thomas, J. (2000). Stock Returns and Accounting Earnings. *Journal of Accounting*

- Research*, 38(1), 71–101.
- Loudder, M. L., & Behn, B. K. (1995). Alternative Income Determination Rules and Earnings Usefulness: The Case of R&D Costs. *Contemporary Accounting Research*, 12(1), 185–205.
- Lougee, B. A., & Marquardt, C. A. (2004). Earnings Informativeness and Strategic Disclosure: An Empirical Examination of “Pro Forma” Earnings. *The Accounting Review*, 79(3), 769–795.
- Loughran, T., & Ritter, J. R. (1995). The New Issues Puzzle. *The Journal of Finance*, 50(1), 23–51.
- Louis, H. (2004). Earnings management and the market performance of acquiring firms. *Journal of Financial Economics*, 74, 121–148.
- Ma, S., & Ma, L. (2017). The association of earnings quality with corporate performance. *Pacific Accounting Review*, 29(3), 397–422.
- AAA Financial Accounting Standards Committee. (2003). Evaluating concepts-based vs. rules-based approaches to standard setting. *Accounting Horizons*, 17(1), 73–89.
- Malinic, D. (2015). The relevance of positional risks in creating development strategy: The case of public enterprises. *Ekonomika Preduzeca*, 63(1–2), 33–56.
- Malinić, D. (2007). Politika dobiti korporativnog preduzeća. *Centar za izdavačku delatnost Ekonomski fakultet u Beogradu*.
- Malinić, D. (2008). Kreativno finansijsko izveštavanje: motivi, posledice i etički izazovi. *Miločerski Ekonomski Forum, Zbornik Radova: Tranzicija i Posle, u Regionu Nekadašnje Jugoslavije*, 123–154.
- Malinić, D. (2010). Accounting profession credibility as a factor of capital market development. *Ekonomika Preduzeća*, 58(1–2), 15–28.
- Malinić, D. (2013). Merenje performansi primenom scoring modela u cilju otkrivanja ranih upozoravajućih signala. *Računovodstvo, Revizija i Poslovne Finansije u Uslovima Odgovornijeg Ponašanja Učesnika Na Tržištu, Savez Računovođa i Revizora Republike Srpske*, 95–120.
- Malinić, D. (2014). Merenje kvaliteta finansijskih izveštaja. *Računovodstvo i Menadžment Privatnog i Javnog Sektora, Savez Računovođa i Revizora Srbije*, 7–32.
- Malinic, D., Milicevic, V., & Glisic, M. (2014). Interdependence of enterprise size and vitality in Serbian economy. *Ekonomika Preduzeca*, 62(7–8), 323–347.
- Malinić, D., Milićević, V., & Stevanović, N. (2012). Upravljačko računovodstvo. *Ekonomski Fakultet Univerziteta u Beogradu, Centar za izdavačku delatnost*.
- Malinić, D., Novičević, B., Malinić, S., & Stojanović, R. (2016). *Računovodstveni regulatorni okvir i kvalitet finansijskog izveštavanja u Republici Srbiji*. Savez računovođa i revizora Srbije.
- Manzon, G. B. J., & Plesko, G. A. (2001). The Relation between Financial and Tax Reporting Measures of Income. *Tax Law Review*, 55, 175–214.
- Maydew, E. L. (1997). Tax-Induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses. *Journal of Accounting Research*, 35(1), 83–96.
- McNichols, M. F. (2000). Research design issues in earnings management studies. *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4–5), 313–345.
- McNichols, M. F. (2002). Discussion of The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *Accounting Review*, 77(SUPPL.), 61–69.
- McNichols, M. F., & Stubben, S. (2012). The Effect of Target-Firm Accounting Quality on Valuation in Acquisitions. *SSRN Electronic Journal*.
- McNichols, M., & Wilson, G. P. (1988). Evidence of Earnings Management from the Provision

- for Bad Debts. *Journal of Accounting Research*, 26, 1-31.
- Merton, R. C. (1987). A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information. *The Journal of Finance*, 42(3), 483-510.
- Miletić, S. (2019). Savremeni pristupi merenju kvaliteta finansijskih izveštaja. *Računovodstvo*, 1-2, 246-266.
- Mladenović, Z., & Petrović, P. (2017). *Uvod u ekonometriju*. CID Ekonomski fakultet u Beogradu.
- Monem, R. M. (2003). Earnings Management in Response to the Introduction of the Australian Gold Tax. *Contemporary Accounting Research*, 20(4), 747-774.
- Mora, A., & Walker, M. (2015). The implications of research on accounting conservatism for accounting standard setting. *Accounting and Business Research*, 45(5), 620-650.
- Moses, D. O. (1987). Income Smoothing and Incentives: Empirical Tests Using Accounting Changes. *The Accounting Review*, 62(2), 358-377.
- Moyer, S. E. (1990). Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choices in Commercial Banks. *Journal of Accounting and Economics*, 13, 123-154.
- Mueller, D. C. (1977). The Persistence of Profits above the Norm. *Economica*, 44(176), 369-380.
- Mulford, C. W., & Comiskey, E. E. (2002). *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices*. John Wiley & Sons.
- Murphy, K. J. (1985). Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis. *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
- Myers, J. N. (1999). Implementing Residual Income Valuation with Linear Information Dynamics. *The Accounting Review*, 74(1), 1-28.
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007a). Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 22, 249-284.
- Myers, J. N., Myers, L. A., & Skinner, D. J. (2007b). Earnings Momentum and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 22(2), 249-284.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors do not Have. *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- Navissi, F. (1999). Earnings Management under Price Regulation. *Contemporary Accounting Research*, 16(2), 281-304.
- NBS. (2019). *Tromesečni pregled kretanja indikatora finansijske stabilnosti Republike Srbije*.
- Neill, J., Pourciau, S., & Schaefer, T. (1995). Accounting Method Choice and IPO Valuation. *Accounting Horizons*, 9(3), 66-80.
- Nelson, M. W. (2003). Behavioral evidence on the effects of principles- and rules-based standards. *Accounting Horizons*, 17(1), 91-104.
- Nelson, M. W., Elliott, J. A., & Tarpley, R. L. (2003). How Are Earnings Managed? Examples from Auditors. *Accounting Horizons*, 17-35.
- Nobes, C., & Parker, R. (2016). *Comparative International Accounting*. Pearson Education Limited.
- North, D. C. (1993). The New Institutional Economics Development. *Economic History, University Library of Munich, Germany*.
- O'Glove, T. L. (1978). *Quality of Earnings*. The Free Press, A Division of Macmillan, Inc.
- Ogneva, M., Subramanyam, K. R., & Raghunandan, K. (2007). Internal Control Weakness and Cost of Equity: Evidence from SOX Section 404 Disclosures. *The Accounting Review*, 82(5), 1255-1297.
- Palepu, G. K., & Healy, M. P. (2012). *Business Analysis and Valuation Using Financial Statements*.

South-Western Cengage Learning.

- Palmrose, Z. V., & Scholz, S. (2004). The Circumstances and Legal Consequences of Non-GAAP Reporting: Evidence from Restatements. *Contemporary Accounting Research*, 21(1), 139–180.
- Payne, J. L., & Robb, S. W. G. (1997). Earnings Management: The Effect of Ex Ante Earnings Expectations. *Unpublished Working Paper, University of Missouri*.
- Penman, S. H. (2007). Accounting and Business Research Financial reporting quality: is fair value a plus or a minus? *Accounting and Business Research*, 37, 33–44.
- Penman, S. H., & Zhang, X.-J. (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The Accounting Review*, 77(2), 237–264.
- Perrya, S. E., & Williams, T. H. (1994). Earnings management preceding management buyout offers. *Journal of Accounting and Economics*, 18, 157–179.
- Petroni, K. R. (1992). Optimistic reporting in the property-casualty insurance industry. *Journal of Accounting and Economics*, 15(4), 485–508.
- Phillips, J., Pincus, M., Rego, S. O. (2003). Earnings Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense. *Accounting Review*, 78(2), 491–521.
- Pope, P. F., & Walker, M. (2003). Ex-ante and ex-post accounting conservatism, asset recognition and asymmetric earnings timeliness. *Working Paper, Lancaster University and University of Manchester UK*.
- Pourciau, S. (1993). Earnings management and nonroutine executive changes. *Journal of Accounting and Economics*, 16, 317–336.
- Rangan, S. (1998). Earnings management and the performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics*, 50, 101–122.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2006). The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability. *The Accounting Review*, 81(3), 713–743.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, R. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39, 437–485.
- Richardson, V. J. (2000). Information Asymmetry and Earnings Management: Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 15, 325–347.
- Riedl, E. J. (2004). An Examination of Long-Lived Asset Impairments. *The Accounting Review*, 79(3), 823–852.
- Rock, K. (1986). Why New Issues are Underpriced. *Journal of Financial Economics*, 15, 187–212.
- Ronen, J., & Sadan, S. (1975). Classificatory Smoothing: Alternative Income Models. *Journal of Accounting Research*, 13(1), 133–149.
- Ronen, J., & Varda, Y. (2008). *Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice, and Research*. Springer.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335–370.
- Sadka, G. (2006). The Economic Consequences of Accounting Fraud in Product Markets: Theory and a Case from the US Telecommunications Industry (WorldCom), *Working paper*.
- Schilit, H. (2002). *Financial Shenanigans: How to Detect Accounting Gimmicks and Fraud in Financial Reports*. McGraw-Hill.
- Schipper, K. (1989). Commentry on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3, 91–103.
- Schipper, K., & Vincent, L. (2003). Earnings Quality. *Accounting Horizons*, 97–110.

- Scholes, M. S., Wilson, G. P., & Wolfson, M. A. (1992). Firms' Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates: The Tax Reform Act of 1986. *Journal of Accounting Research*, 30, 161-185.
- SEC. *Bristol-Myers Squibb Company Agrees to Pay \$150 Million to Settle Fraud Charges*. Retrieved October 15, 2020, from <https://www.sec.gov/news/press/2004-105.htm>
- Shivakumar, L. (2000). Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting and Economics*, 29, 339-371.
- Sidakt, J. G. (2003). The Failure of Good Intentions: The WorldCom Fraud and the Collapse of American Telecommunications After Deregulation. *Yale Journal on Regulation*, 20, 209-267.
- Skinner, D. J., & Sloan, R. G. (2002). Earnings surprises, growth expectations, and stock returns or don't let an earnings torpedo sink your portfolio. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 289-312.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289-315.
- Službeni glasnik RS, 46/2006. *Zakon o računovodstvu*.
- Službeni glasnik RS, 54/2010. *Uredba o klasifikaciji delatnosti*.
- Službeni glasnik RS, 62/2013. *Zakon o računovodstvu*.
- Službeni glasnik RS, 73/2019. *Zakon o računovodstvu*.
- Službeni glasnik RS, 95/2014. *Pravilnik o sadržini i formi obrazaca finansijskih izveštaja za privredna društva, zadruge i preduzetnike*.
- Smith, J. A., & Rezaee, Z. (1995). Earnings management by the early adopters of SFAS No. 106. *International Advances in Economic Research*, 1(4), 426-430.
- Šodan, S. (2014). Modeliranje utjecaja računovodstva fer vrijednosti na kvalitetu objavljenih finansijskih performansi. *Doctoral Thesis*. Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet.
- Soliman, M. T. (2008). The Use of DuPont Analysis by Market Participants. *The Accounting Review*, 83(3), 823-853.
- Srivastava, A. (2019). Improving the measures of real earnings management. *Review of Accounting Studies*, 24(4), 1277-1316.
- Stigler, G. J. (1971). The Theory of Economic Regulation. *The Bell Journal of Economics and Management Science*, 2(1), 3-21.
- Stiglitz, J. E. (2017). The Revolution of Information Economics: The Past and the Future. *Working Paper, National Bureau of Economic Research, Cambridge*, 28.
- Subramanyam, K. R. (1996). Accounting & Economids The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 22, 249-281.
- Tan, L. (2013). Creditor control rights, state of nature verification, and financial reporting conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 55, 1-22.
- Teoh, S. H., & Wong, T. J. (1993). Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review*, 68(2), 346-366.
- Teoh, S. H., Wong, T. J., & Rao, G. R. (1998). Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic? *Review of Accounting Studies*, 3, 175-208.
- The United Kingdom Shareholders' Association. (2012). *Prudence is Missing*.
- Thomas, J. K., & Zhang, H. (2002). Inventory changes and future returns. *Review of Accounting Studies*, 7(2-3), 163-187.
- Tucker, J. W., & Zarowin, P. A. (2006). Does Income Smoothing Improve Earnings

- Informativeness? *The Accounting Review*, 81(1), 251–270.
- Van Zijl, T., & Whittington, G. (2005). Deprivation Value and Fair Value: A Reinterpretation and a Reconciliation. *Working Paper*.
- Vučković Milutinović, S. (2019). Analysis of Modifications to Auditor's Opinion on Financial Statements of Listed Companies in Serbia. *Ekonomika Preduzeća, May-June 2*, 212–223.
- Warfield, T. D., Wild, J. J., Wild, K. L., & 3a, M. (1995). Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61–91.
- Watkins, A. L., Hillison, W., & Morecroft, S. E. (2004). Audit Quality: A Synthesis of Theory and Empirical Evidence. *Journal of Accounting Literature*, 23.
- Watts, R. L. (2003a). Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(3), 207–221.
- Watts, R. L. (2003b). Conservatism in Accounting Part II: Evidence and Research Opportunities. *Accounting Horizons*, 17(4), 287–301.
- Watts, R. L., & Leftwich, R. W. (1977). The Time Series of Annual Accounting Earnings. *Journal of Accounting Research*, 15(2), 253–271.
- 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.
- White, G. E. (1970). Discretionary Accounting Decisions and Income Normalization. *Journal of Accounting Research*, 8(2), 260–273.
- White, R. M. (2020). Insider Trading: What Really Protects U.S. Investors? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 55(4), 1305–1332.
- Wilson, G. P. (1987). The Incremental Information Content of the Accrual and Funds Components of Earnings after Controlling for Earnings. *The Accounting Review*, 62(2), 293–322.
- World Bank Group. (2015). *Report on the Observance of Standards and Codes on Accounting and Auditing, Republic of Serbia*.
- Wu, Y. W. (1997). Management Buyouts and Earnings Management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 12(4), 373–389.
- Xie, H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. In *Source: The Accounting Review* (Vol. 76).
- Ye, J. (2006). Accounting Accruals and Tests of Earnings Management. *Working Paper, Baruch College*, 1–43.
- Zeff, S. A. (2005). The Evolution of U. S. GAAP: The Political Forces Behind Professional Standards Manufacturing. *The CPA Journal*, 75(2), 19–29.
- Zmijewski, M. E., & Hagerman, R. L. (1981). An income strategy approach to the positive theory of accounting standard setting/choice. *Journal of Accounting and Economics*, 3(2), 129–149.

PREGLED TABELA

Tabela 1.	Inicijalna klasifikacija zemalja prema preovlađujućem načinu finansiranja kompanija	29
Tabela 2.	Poređenje institucionalnih tela za nadzor finansijskog izveštavanja	35
Tabela 3.	Gubici tržišne kapitalizacije uzrokovani računovodstvenim manipulacijama	43
Tabela 4.	Rezime istraživanja determinanti kvaliteta finansijskih izveštaja	48
Tabela 5.	Rezime istraživanja o posledicama kvaliteta finansijskih izveštaja	53
Tabela 6.	Rezultati ocenjivanja modela perzistentnosti računovodstvenih rezultata	68
Tabela 7.	Rezultati ocenjivanja sposobnosti računovodstvenih rezultata da predvide buduće računovodstvene rezultate i novčane tokove	72
Tabela 8.	Prosečne standardne devijacije grešaka u predviđanju budućih novčanih tokova	73
Tabela 9.	Rezultati ocenjivanja modela u kome su budući novčani tokovi zavisna promenljiva dok su tekući novčani tokovi i komponente obračunskih veličina objašnjavajuće promenljive	75
Tabela 10.	Konceptualne razlike između računovodstva fer vrednosti i računovodstva istorijskih troškova	84
Tabela 11.	Rezultati ocenjivanja regresionog modela u kome je zavisna promenljiva zarada po akciji a nezavisna promenljiva tekući prinos po akciji	91
Tabela 12.	Spermanovi koeficijenti korelacije između atributa kvaliteta	103
Tabela 13.	Pregled kriterijuma za razvrstavanje velikih privrednih subjekata u Republici Srbiji	107
Tabela 14.	Finansijska pozicija velikih privrednih subjekata realnog sektora Republike Srbije	108
Tabela 15.	Postupak formiranja uzorka	109
Tabela 16.	Struktura preduzeća u uzorku prema broju dostupnih godišnjih finansijskih izveštaja	109
Tabela 17.	Struktura preduzeća u uzorku prema sektorima delatnosti	110
Tabela 18.	Struktura preduzeća u uzorku prema pravnoj formi	110
Tabela 19.	Deskriptivna statistika različitih nivoa objavljenih rezultata velikih srpskih preduzeća u periodu 2009-2017	112
Tabela 20.	Deskriptivna statistika različitih nivoa objavljenih rezultata velikih srpskih preduzeća u najvećim privrednim sektorima u periodu 2009-2017	113
Tabela 21.	Deskriptivne statistike stope prinosa na ukupna ulaganja (ROA) i stope prinosa na vlasnički kapital (ROE) velikih srpskih preduzeća u periodu 2009-2017	116
Tabela 22.	Deskriptivne mere pokazatelja perzistentnosti računovodstvenih rezultata i novčanih tokova veliki preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	129

Tabela 23.	Deskriptivne mere pokazatelja prediktabilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	130
Tabela 24.	Rezultati testiranja razlika u prosečnom nivou prediktabilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	131
Tabela 25.	Deskriptivne mere pokazatelja volatilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	132
Tabela 26.	Rezultati testiranja razlika u prosečnom nivou volatilnosti različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	133
Tabela 27.	Deskriptivne mere pokazatelja asimetričnog priznavanja negativnih u odnosu na pozitivne promene različitih nivoa objavljenih računovodstvenih rezultata velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	134
Tabela 28.	Deskriptivne mere računovodstvenih rezultata, novčanih tokova i obračunskih veličina velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	138
Tabela 29.	Koeficijenti korelacije računovodstvenih rezultata, novčanih tokova i obračunskih veličina velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	139
Tabela 30.	Koeficijenti parcijalne korelacije obračunskih komponenti neto obrtnog kapitala i ukupnih obračunskih veličina sa prošlim, tekućim i budućim novčanim tokovima velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	139
Tabela 31.	Rezultati ocenjivanja modela (52) zasnovanog na obračunskim komponentama neto obrtnog kapitala na uzorku velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	140
Tabela 32.	Koeficijenti korelacije pojedinačnih mera kvaliteta	142
Tabela 33.	Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta po privrednim sektorima	144
Tabela 33a.	Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta po učestalosti pojave neto gubitaka	145
Tabela 33b.	Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta prema dužini operativnog ciklusa	145
Tabela 33c.	Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta prema visini učešća neto rezultata u ukupnoj imovini	146
Tabela 33d.	Prosečne vrednosti agregatne mere kvaliteta prema pravnoj formi	146
Tabela 34.	Deskriptivne mere individualnih karakteristika velikih preduzeća Republike Srbije	152
Tabela 35.	Koeficijenti korelacije promenljivih za individualne karakteristike preduzeća	153
Tabela 36.	Rezultati ocenjivanja prostih regresionih modela u kojima je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta	154

Tabela 37.	Rezultati ocenjivanja različitih specifikacija višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta	155
Tabela 38.	Rezultati testiranja pretpostavki višestrukog linearnog regresionog modela u različitim specifikacijama	157
Tabela 39.	Koeficijenti korelacije (volatilnosti) stope prinosa na ukupna ulaganja, (volatilnosti) stope prinosa na vlasnički kapital, finansijskog leveridža i agregatne mere kvaliteta velikih preduzeća Republike Srbije	158
Tabela 40.	Rezultati ocenjivanja različitih specifikacija klasičnih linearnih regresionih modela uticaja stope prinosa na vlasnički kapital na agregatnu meru kvaliteta velikih preduzeća Republike Srbije	160
Tabela 41.	Deskriptivne mere pokazatelja zaduženosti velikih preduzeća Republike Srbije u periodu 2009-2017	161
Tabela 42.	Rezultati ocenjivanja prostih linearnih regresionih modela u kojima je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta rezultata iz poslovnih aktivnosti	163
Tabela 43.	Rezultati ocenjivanja prostih linearnih regresionih modela u kojima je zavisna promenljiva agregatna mera kvaliteta neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda	163
Tabela 44.	Rezultati ocenjivanja različitih specifikacija višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na agregatnu meru kvaliteta rezultata iz poslovnih aktivnosti i neto rezultata pre ostalih prihoda i rashoda	165
Tabela 45.	Rezultati ocenjivanja višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na pojedinačne mere kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja	168
Tabela 46.	Rezultati ocenjivanja višestrukog linearnog regresionog modela uticaja individualnih karakteristika preduzeća na alternativne agregatne mere kvaliteta neto rezultata pre oporezivanja	170
Tabela 47.	Faktori koji opredeljuju preferenciju ka strategiji uravnotežavanja dobitka	190
Tabela 48.	Računovodstvene strategije i kategorije manipulativnih tehnika	192
Tabela 49.	Primer indikatora rizika precenjenih zaliha	202
Tabela 50.	Modeli za detektovanje prakse manipulativnog upravljanja računovodstvenim rezultatima	204
Tabela 51.	Deskriptivne mere pojedinačnih pokazatelja upravljanja dobitkom	217
Tabela 52.	Koeficijenti korelacije pojedinačnih mera upravljanja dobitkom	218
Tabela 53.	Faktorsko opterećenje i jedinstvenost varijansi pojedinačnih mera upravljanja dobitkom	219
Tabela 54.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije po privrednim sektorima	220
Tabela 55.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema pravnoj formi	221

Tabela 56a.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije po učestalosti pojave neto gubitka	222
Tabela 56b.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema visini učešća neto rezultata u ukupnoj imovini	222
Tabela 56c.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema učestalosti pojave malih dobitaka	223
Tabela 57.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema volatilnosti prodaje	223
Tabela 58.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema nivou kapitalne intenzivnosti	224
Tabela 59.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema dužini operativnog ciklusa	225
Tabela 60.	Prosečne vrednosti agregatne mere upravljanja dobitkom velikih preduzeća Republike Srbije prema visini finansijskog leveridža	225

PREGLED SLIKA

Slika 1.	Hijerarhija kvalitativnih karakteristika računovodstvenih informacija	13
Slika 2.	Obračunski proces	58
Slika 3.	Dekomponovanje računovodstvenog rezultata	60
Slika 4.	Perzistentnost pozicija bilansa uspeha i pozicija izveštaja o novčanim tokovima	66
Slika 5.	Uticaj kvaliteta fundamentalnih performansi i kvaliteta računovodstvenog sistema na kvalitet računovodstvenih informacija	102
Slika 6.	Kretanje prosečnog neto dobitka, prosečnog poslovnog dobitka, prosečnog dobitka pre ostalih prihoda i rashoda i prosečnog neto novčanog toka iz poslovnih aktivnosti u periodu 2009-2017	111
Slika 7.	Kretanje prosečne stope prinosa na ukupna ulaganja i prosečne stope prinosa na vlasnički kapital u periodu 2009-2017	114
Slika 8.	Grafički prikaz modela	118
Slika 9.	Uporedni prikaz srednjih vrednosti pojedinačnih mera kvaliteta za različite definicije računovodstvenih rezultata	136
Slika 10.	Grafički prikaz različitih oblika upravljanja dobitkom	174
Slika 11.	Grafički prikaz informacione asimetrije	176
Slika 12.	Motivi manipulisanja dobitkom	177
Slika 13.	Rezultati istraživanja preferencija menadžera ka određenim tehnikama upravljanja dobitkom	196
Slika 14.	Trougao prevare	198
Slika 15.	Indikatori kreativnog finansijskog izveštavanja	201
Slika 16.	Rani upozoravajući signali o izloženosti preduzeća poslovno-finansijskim rizicima	203

BIOGRAFIJA

Snežana Miletić rođena je 1978. godine u Beogradu. Osnovnu i srednju (Prvu ekonomsku) školu završila je u Beogradu kao učenik generacije. Diplomirala je na Ekonomskom fakultetu u Beogradu 2002. godine, na smeru Poslovne finansije i računovodstvo, sa prosečnom ocenom 9,25. Tokom studija bila je stipendista Republičke fondacije za razvoj naučnog i umetničkog podmlatka i Srpske akademije nauka i umetnosti. Magistarske studije, na studijskom programu Finansijsko-računovodstvena analiza Ekonomskog fakulteta u Beogradu, završila je sa prosečnom ocenom 9,55. Magistarsku tezu pod nazivom „Specifični izazovi računovodstvenog tretmana nekretnina“ odbranila je 2011. godine. Nakon toga upisala je doktorske studije na Ekonomskom fakultetu u Beogradu (modul Poslovno upravljanje) i položila sve predviđene ispite sa prosečnom ocenom 9,67.

Na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu zaposlena je od 2003. godine, u zvanju asistenta za užu naučnu oblast Računovodstvo i poslovne finansije (predmet: Finansijsko računovodstvo). U okviru Naučno-istaživačkog centra Ekonomskog fakulteta u Beogradu bila je angažovana na nekoliko projekata: Republičko takmičenje iz finansijskog računovodstva (2004-2016), Coca-Cola Hellenic case study (2016), Hedging in practise (2017), Unapređenje studijskih programa u oblasti interne revizije i internih kontrola u visokom obrazovanju (2019-2020). Bila je sekretar Katedre za računovodstvo i poslovne finansije u periodu 2018-2020 i član je radne grupe za programsku EPAS međunarodnu akreditaciju. Autor je i koautor većeg broja radova iz oblasti finansijskog izveštavanja i učestvovala je na mnogim domaćim i međunarodnim konferencijama.

Spisak objavljenih radova

- Miletić S. (2019) „Savremeni pristupi merenju kvaliteta finansijskih izveštaja“. *Računovodstvo*, 1-2, 246-266.
- Vučković Milutinović S., Miletić S. (2019) „The Role of an Audit Committee in Providing Quality Audit“. *10th International Odyssey Conference on Economics and Business, Faculty of Economics and Business University of Zagreb, Opatija*, 6-7.
- Jović D., Radić S., Miletić S., Mirović D., (2019) *Zbirka zadataka iz finansijskog računovodstva*, CID, Ekonomski fakultet Beograd.
- Miletić S. (2013) „Investicioni fondovi za ulaganja u nekretnine (REIT): specifičnosti finansijskog izveštavanja“. *Zbornik radova „Računovodstveno regulatorno okruženje: podsticaj ili ograničenje privrednog rasta“*, Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor.
- Miletić S., Vučković Milutinović S. (2013) „Financial Reporting and Tax Implications of Real Estate Lease“, *Ekonomika preduzeća*, 61(3-4), 256-272.
- Miletić S. (2012) „Implikacije vrednovanja nekretnina na finansijsko-izveštajne performanse preduzeća u uslovima ekonomske krize“. *Zbornik radova „Ekonomsko-finansijska kriza i računovodstveni sistem“*, Savez računovođa i revizora Srbije, Zlatibor, 242-265.

- Miletić S., Radić S. (2012) „Fair value, economic crisis and information risks: the challenges of measurement of assets of various liquidity levels“. *From Global Crisis to Economic Growth. Which Way to Take?. Vol. 2, Business and Management*, Faculty of Economics University of Belgrade, 301-330.
- Miletić S., Vučković Milutinović S. (2020) „An Analysis of Accrual-based Earnings Management in Large Serbian Companies“. *Ekonomika preduzeća*, 68(7-8), 469-483.

Izjava o autorstvu

Ime i prezime autora Snežana Miletić

Broj indeksa D2 1/11

Izjavljujem

da je doktorska disertacija pod naslovom

Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji

primenom modela zasnovanih na agregatnim merama

- rezultat sopstvenog istraživačkog rada;
- da disertacija u celini ni u delovima nije bila predložena za sticanje druge diplome prema studijskim programima drugih visokoškolskih ustanova;
- da su rezultati korektno navedeni i
- da nisam kršio/la autorska prava i koristio/la intelektualnu svojinu drugih lica.

Potpis autora

U Beogradu, 01.04.2021.



Izjava o istovetnosti štampane i elektronske verzije doktorskog rada

Ime i prezime autora Snežana Miletić

Broj indeksa D2 1/11

Studijski program Poslovno upravljanje

Naslov rada Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji primenom modela zasnovanih na agregatnim merama

Mentor Prof. dr Dejan Malinić

Izjavljujem da je štampana verzija mog doktorskog rada istovetna elektronskoj verziji koju sam predao/la radi pohranjivanja u **Digitalni repozitorijum Univerziteta u Beogradu**.

Dozvoljavam da se objave moji lični podaci vezani za dobijanje akademskog naziva doktora nauka, kao što su ime i prezime, godina i mesto rođenja i datum odbrane rada.

Ovi lični podaci mogu se objaviti na mrežnim stranicama digitalne biblioteke, u elektronskom katalogu i u publikacijama Univerziteta u Beogradu.

Potpis autora

U Beogradu, 01.04.2021.



Izjava o korišćenju

Ovlašćujem Univerzitetsku biblioteku „Svetozar Marković“ da u Digitalni repozitorijum Univerziteta u Beogradu unese moju doktorsku disertaciju pod naslovom:

**Procena kvaliteta finansijskih izveštaja velikih preduzeća u Republici Srbiji
primenom modela zasnovanih na agregatnim merama**

koja je moje autorsko delo.

Disertaciju sa svim priložima predao/la sam u elektronskom formatu pogodnom za trajno arhiviranje.

Moju doktorsku disertaciju pohranjenu u Digitalnom repozitorijumu Univerziteta u Beogradu i dostupnu u otvorenom pristupu mogu da koriste svi koji poštuju odredbe sadržane u odabranom tipu licence Kreativne zajednice (Creative Commons) za koju sam se odlučio/la.

1. Autorstvo (CC BY)
2. Autorstvo – nekomercijalno (CC BY-NC)
3. Autorstvo – nekomercijalno – bez prerada (CC BY-NC-ND)
4. Autorstvo – nekomercijalno – deliti pod istim uslovima (CC BY-NC-SA)
5. Autorstvo – bez prerada (CC BY-ND)
6. Autorstvo – deliti pod istim uslovima (CC BY-SA)

(Molimo da zaokružite samo jednu od šest ponuđenih licenci. Kratak opis licenci je sastavni deo ove izjave).

Potpis autora

U Beogradu, 01.04.2021.