

FER VREDNOST KAO KONCEPT VREDNOVANJA FINANSIJSKIH INSTRUMENATA

Goranka Knežević
Univerzitet Sinergija
Raje Baničića bb, Bijeljina

Sažetak: U uslovima globalne finansijske krize, koja se manifestuje nedostatkom likvidnosti većine finansijskih tržišta i višestrukim smanjenjem vrednosti finansijskih instrumenata (hipotekarnih obveznica, akcija, klasičnih obveznica, kreditnih svopova), u sferi interesovanja računovodstvene akademske javnosti ponovo se postavlja pitanje adekvatnosti njihovog vrednovanja. S obzirom da se većina finansijskih instrumenata vrednuje u računovodstvu primenom fer vrednosti i da je proces nerazumevanja njezine primene izuzetno velik u zemljama u tranziciji, fokus našeg interesovanja biće teoretska razmatranja koncepta fer vrednosti. Ovo sa ciljem da se obnovi i uveća nivo prihvatanja i razumevanja ovog koncepta od strane stručne javnosti, kao i da se omoguće dodatni uslovi za poboljšanu primenu fer vrednosti u računovodstvu.

Ključne reči: fer vrednost, finansijski instrumenti, vrednovanje

Abstract: Global financial crisis manifested by evaporated liquidity and decreased prices of financial instruments (collateralized debt instruments, shares and credit default swaps), has put the problem of fair value accounting in the focus of academic research interests. Most of financial instruments are measured using fair value accounting concept, but there are many misunderstandings of the concept especially in markets in transition. The research has been conducted in the area of theoretical ideas underlying the fair value concept. This was done for the purpose of increasing the level of existing knowledge among accounting professionals.

Key words: fair value, financial instruments, measurement

1. UVOD

Koncept vrednovanja primenom fer vrednosti u računovodstvu je novijeg datuma i vezuje se za kraj 90-tih godina 20. veka, kada je usled krize kreditno-štednih institucija u SAD-u, uočeno da istorijski trošak, odnosno nabavna vrednost, u uslovima povećanja rizika finansiranja, predstavlja deformisanu sliku vrednosti finansijske aktive sa kojom su raspolagale ove institucije, navodeći investitore da neadekvatno procenjuju njihovu fundamentalnu vrednost i da neadekvatno odmere rizik likvidnosti. Primena istorijskog troška prikazivala je onu vrednost koju su finansijski instrumenti imali u trenutku nabavke, što je bila daleko veća vrednost, nego što su ti instrumenti imali na tržištu, vrednovani po tržišnim cenama. Precenjivanje vrednosti aktive bilo je ozbiljan problem za većinu investitora tog vremena.

Zato, računovodstvene profesionalne organizacije, a primat su imale dve najveće, američki FASB (Financial Accounting Standards Board) i IASB (International Accounting Standards Board), razvijaju niz projekata čiji je stožer bilo pitanje izbora alternativne osnovice vrednovanja za finansijske instrumente koja bi mogla da adekvatno odgovori na sve nedostatke koncepta istorijskog troška. Fer vrednost se u projektima pokazala kao ona merna osnovica za finansijske instrumente koja eliminiše većinu otkrivenih nedostataka istorijskog troška, te se u prvim standardima koji su se bavili pitanjem vrednovanja finansijskih instrumenata fer vrednost postavlja kao jedinstvena merna osnovica za većinu finansijskih instrumenata.

Rad je pored uvoda i zaključka podeljen na dva dela. U prvom delu tretiraju se pitanja razvoja koncepta fer vrednosti u računovodstvenoj teoriji. U drugom delu, obrađuje se problematika primene fer vrednosti u izmenjenom okruženju, odnosno u uslovima globalne finansijske krize.

2. KONCEPT FER VREDNOSTI U RAČUNOVODSTVENOJ TEORIJI

Koncept fer vrednosti u teoriji vrednovanja finansijskih instrumenata izvorno je preuzet iz oblasti finansijskog menadžmenta i teorije investiranja, gde se ovaj koncept primenjivao za fjučerse. Fjučersi su derivatni instrumenti čija se vrednost izvodi iz vrednosti osnovne aktive na koju su kreirani (cene robe, akcija, žita zlata i slično). Svakog radnog dana vrši se tržišno usklađivanje fjučersa. To znači da se fjučersi vrednuju po fer vrednosti (tržišna vrednost), dok se razlike nastale usled dnevnog usklađivanja vrednosti, tretiraju kao dobiti ili gubici na vrednovanju. Termin, „fer“ koristi se kao sinonim za vrednost fjučersa koja je poštena ili objektivna, jer je izvedena iz dnevnih kretanja tržišnih cena fjučersa.

Preuzimanjem teorije fer vrednosti za fjučerse, računovodstveni teoretičari su pokušali da daju svoje viđenje ovog koncepta i da ga usklade sa specifičnostima njegove primene u računovodstvu i ciljevima kojima računovodstvo treba da služi. Dakle, kada govorimo o fer vrednosti, mislimo na vrednosti koje, pod određenim uslovima, mogu obezbediti "fer" (pošteno) vrednovanje imovine ili obaveza u pitanju.

Najveći doprinos među akademskim računovođama u proučavanju fer vrednosti dao je profesor Beaver William. U objašnjavanju koncepta fer vrednosti profesor Beaver (1991) primat daje tržišnim vrednostima ili tržišnim cenama (market values/market prices) za koje smatra da u potpunosti obuhvataju multidimenzionalne karakteristike buduće ekonomske koristi koju finansijski instrumenti odbacuju. Fer vrednosti se, prema prof. Beaveru, praktično podudaraju sa tržišnim cenama koje potiču sa perfektnog tržišta i odražavaju procenu tržišnih učesnika u *transakciji prodaje* imovine i inkorporiraju u obračun vremensku vrednost novca. Naslanjajući se na FASB-ov *Iskaz o konceptima (Concept Statement No.6)* da je tržišna cena "očiti dokaz buduće ekonomske koristi"²³, ovaj autor smatra da je fer vrednost za finansijske instrumente njihova tržišna kotacija.

U određivanju fer vrednosti, prof. Beaver polazi od pretpostavke perfektnih i potpunih tržišta. Perfektno tržište ima sledeće dimenzije²⁴: nulti transakcioni troškovi, individualni i profesionalni učesnici na tržištu ne mogu doći u posed specifičnih informacija i na toj osnovi zaraditi arbitražne profite, uslovi izvesnosti podrazumevaju da se očekivanja tržišnih učesnika u potpunosti ostvaruju i reflektuju u tržišnoj ceni i da postoji tržište za svaku imovinu koja je predmet vrednovanja, dok su tržišne cene javne i lako dostupne tržišnim učesnicima. U okruženju koje obrazuju potpuna i perfektna tržišta roba, usluga, finansijskih instrumenata i ostalih imovinskih oblika, *tržišne cene su lako dostupne i ovde procenama nema mesta, jer, prema prof. Beaver-u, izlazna cena jednaka je ulaznoj, a ova je jednaka vrednosti od korišćenja te imovine*. Tržišna cena bilo koje imovine je obračunata kao sadašnja vrednost novčanih tokova koje će imovina odbaciti diskontovanih tekućom, tržišnom kamatnom stopom na bazi kombinacije rizika i vremena dospeća ulaganja. Tržišna cena u ovakvim uslovima ima karakteristiku *relevantosti* za donošenje poslovnih odluka, jer se investitori priklanjaju onoj investicionoj alternativni koja za isti nivo rizika odbacuje višu stopu prinosa,

²³ FASB. *Concept Statement No. 6: Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises*, Decembar, Stamford, Connecticut, 1984.g., par.173.

²⁴ Beaver, William H. *Financial Reporting: An Accounting Revolution*, Prentice Hall International, New Jersey, 1987., reprinted, 1998.g., str. 39-40.

svodeći značaj drugih faktora u odlučivanju (individualnih zahteva i preferencija investitora u pogledu novčanog toka investicije), na jedinstvene za sve investitore.

Razvijajući dalje ovu teoriju, prof. Beaver dolazi do zanimljive situacije ponašanja fer vrednosti u uslovima **imperfektnih i nepotpunih tržišta**, postojanja transakcionih troškova, privatnih informacija, nepotpunih tržišta za robe, usluge i finansijske instrumente i slično. U takvim uslovima fer vrednost nije moguće odrediti. Naime, u uslovima imperfektnih tržišta ulazne cene, izlazne cene i vrednosti u korišćenju (value in use) nekog sredstva su u potpunosti različite veličine. Fer vrednost na imperfektnim i nepotpunim tržištima *više ne odražava sve relevantne attribute imovine koja je predmet vrednovanja, tako da se u tržišnoj ceni na takvim tržištima ne reflektuju prosečna i uniformna očekivanja svih tržišnih učesnika, već očekivanja samo one grupe učesnika sa koje strane se ta cena formira*. Suština ovog shvatanja je da se implicitno priznaje validnost vrednosti u korišćenju (value in use) kao fer vrednosti u uslovima imperfektnih tržišta. Naime, samo ova vrednost koju determiniše menadžment preduzeća, reflektuje specifične informacije, odnosno ona iskazuje različite *menadžerske sposobnosti i veštine*, uključujući i iskorišćavanje sinergije između različite imovine da bi se proizveo određen proizvod. Implementacija vrednosti u korišćenju u uslovima koji nisu idealni, je poseban problem, zato što procena ove vrednosti inkorporira prisustvo *specifičnih i privatnih informacija* koje poseduje menadžment, u odnosu na investitore i druge korisnike. Mogućnost greške u merenju je potencijalno najveća kod ove vrednosti, u odnosu na ulaznu i izlaznu cenu koju determinišu kupci ili prodavci, dakle one grupe koje nemaju direktnu vezu sa poslovanjem preduzeća.

U zemljama razvijene korporativne kulture, menadžment koristi diskreciono pravo da oblikuje finansijske izveštaje (položaj i uspeh) preduzeća kroz izbor računovodstvenih politika ili primenom profesionalnih procena, što utiče na materijalnu sadržinu bilansa. U uslovima vrednovanja koje ne karakteriše potpuna izvesnost, menadžment pribegava korišćenju vrednosti u korišćenju (value in use). Ova vrednost nema attribute *pouzdanosti* i ne odražava sve aspekte objekta vrednovanja, već služi za realizaciju specifičnih ciljeva menadžmenta vezanih za maksimizaciju funkcije korisnosti menadžera. Dakle, *vrednost u korišćenju* razlikuje se od preduzeća do preduzeća za istu vrstu transakcije. Na ovaj način se narušava uporedivost finansijskih izveštaja. Najveći kritičar ove vrednosti i idejni tvorac kontemplativnosti (promišljanja) koju one unose u računovodstveno vrednovanje bio je prof. Ijiri (1971). Autor smatra da se celokupan koncept zasniva na *kontemplativnim transakcijama*. Kontemplativnost se odnosi na situaciju kada imovina koja je predmet procene, ne izlazi na tržište, već menadžment u odsustvu racionalnih podloga i na osnovu intuicije, iskustva definiše cenu koju bi ta imovina postigla. Na osnovu kontemplativnosti, razvija se pretpostavka o subjektivnosti ovog koncepta, kao značajnom nedostatku.²⁵

U sledećim izlaganjima, pokušaćemo da prikažemo praktičnu primenu toeretskih dostignuća koncepta fer vrednosti, kao i probleme na koje su profesori Beaver i Ijiri ukazivali i koji su počeli da se pojavljuju u izmenjenim uslovima poslovanja koje determiniše globalna finansijska kriza.

3. PRIMENA KONCEPTA FER VREDNOSTI U USLOVIMA GLOBALNE KRIZE

Uvažavajući dostignuća računovodstvene teorije, računovodstveni standardi probleme vrednovanja postavljaju u ambijent perfektnog tržišta i imperfektnog tržišta. Prema MRS 39

²⁵ Ijiri, Y. A *Defanse for Historical Cost Accounting*, u delu Stirling R. *Asset Valuation and Income Determination: a consideration of alternatives*, Kansas Scholar Book, 1971.g., str. 1-14.

Finansijski instrumenti: priznavanje i vrednovanje, navodi se da se za određivanje fer vrednosti moraju koristiti: a) kotirane cene, za one instrumente za koje postoji aktivno tržište i b) tehnike procene, za instrumente za koje ne postoji aktivno tržište. Britanski računovodstveni standard FRS 13: Derivati i ostali finansijski instrumenti – objavljivanje (*FRS 13: Derivatives and other financial instruments – disclosures*) definiše fer vrednost kao relevantnu tržišnu cenu, dok korišćenje tehnika procene finansijskih instrumenata rezerviše za slučajeve kada ne postoje tržišne cene objavljene u berzanskim kotacijama, zbog niskog učešća tog instrumenta na tržištu ili zbog slabe tržišne aktivnosti, kao i u nekim vrstama OTC tržišta i tržišta principala.²⁶ Američki SFAS Br. 157 Vrednovanja po fer vrednosti (*SFAS No.157 Fair value Measurements*) određuje tri nivoa hijerarhije inputa koji se koriste u određivanju fer vrednosti.²⁷ Na prvom nivou se nalaze kotirane tržišne cene sa aktivnog tržišta kao što je NYSE (New York Stock Exchange) i NASDAQ (National Electronic Dealer Quotation Market). Na drugom nivou su inputi poput kotirane cene sličnog finansijskog instrumenta na aktivnom tržištu, kotirane cene sličnog instrumenta na tržištima koja nisu aktivna, ostali inputi (kamatne stope, stope prinosa, promenljivost i sl.). Na trećem nivou se nalaze oni inputi koji su deo diskrecione odluke menadžmenta i procene samog menadžmenta o tome koje bi parametre tržišni participanti koristili da dođu do cene nekog finansijskog instrumenta.

U uslovima globalne finansijske krize koju karakteriše odsustvo likvidnosti i tražnje na finansijskim tržištima, tržišne cene, kao do tada najznačajniji input za određivanje fer vrednosti postaju potpuno nepoželjne. Naime, odsustvo tražnje i likvidnosti na većini tržišta svelo je tržišne cene dubioznih finansijskih instrumenata na nulu. Međutim, menadžment je smatrao da je to vrednovanje nepravedno jer su ga diktirali uslovi krize, panike i straha i zato većina finansijskih institucija u SAD-u prelazi sa tržišnih cena na korišćenje inputa trećeg nivoa, odnosno vrednosti u korišćenju, kako ih naziva prof. Beaver. Aktiva vrednovana korišćenjem parametara trećeg nivoa u oktobru 2008.g. dostigla je vrednost od 540 milijardi američkih \$. Samo u kompaniji Citigroup finansijski instrumenti vrednovani na ovaj način iznosili 160 milijardi US \$ ili 7% ukupne aktive ove institucije.²⁸

Ovde se nužno postavlja pitanje efekata na računovodstvo i korisnike finansijskih izveštaja, ako se većina finansijskih instrumenata meri parametrima trećeg nivoa. Kada su tržišta većine finansijskih instrumenata kolabirala usled rizika neisplaćivanja obaveza od strane zajmotražilaca, primena fer vrednosti i inputa trećeg nivoa se pokazala kao problematična. Kompanija Citigroup, usled primene zahteva standarda SFAS No. 157, morala da otpiše oko 40 milijardi US \$ finansijskih instrumenata u aktivni, a samo u poslednjem kvartalu 2008.g otpis je bio oko 6 milijardi US \$. Cena akcija Citigroup već u septembru 2008.g. godine pala je za oko 60% vrednosti. Toksičnu finansijsku aktivu i ogromne otpise, velike obaveze i gubitke, osim CitiGroup imale su i Lehman Brothers, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Bank of America i druge. Pojava enormnih otpisa govori o tome da su vrednosti u bilansima ovih kompanija bile subjektivno određene ili da su ciljevi korišćenja bili u domenu formiranja zamagljene slike finansijskog položaja da bi se investitori doveli u zabludu, a ne u domenu fer izveštavanja o ekonomskoj realnosti u kojoj se kompanije nalaze.

²⁶ ASB, FRS 13 *Derivatives and other financial instruments – disclosures*, London, 1998.g., preuzeto iz: Anson, Mark J.P. *Accounting and Tax rules for Derivatives*, Frank Fabozzi Associates, New Hope, Pennsylvania, 1999.g., str. 111.

²⁷ Fujioka, T., Seko, Seitaro, Hoontrakul, Pongsak. "The State of Fair Value Accounting, global financial crisis and Implications to Thailand", presentation at H.E.DPM Dr. Olarn at Sasin, 17. novembar, 2008.g., str. 7.

²⁸ Economist print edition. Liz Moyer. "How Fair is Fair value accounting?", jun 2008.g., str.1, preuzeto sa sajta www.economist.com

Zbog svega navedenog, počelo je preispitivanje koncepta fer vrednosti, što je uslovalo donošenje amandmana na postojeće standarde za finansijske instrumente²⁹. Amandmanima se omogućava da se finansijski instrumenti kao što su Mortgage backed securities (MBO), credit default swaps (CDS) i credit default obligation (CDO) umesto po fer vrednosti sa promenama kroz bilans uspeha, reklasifikuju kao finansijski instrumenti koji čine kategoriju odobrenih zajmova na koje se fer vrednost ne primenjuje na bilansni dan. Na ovaj način, umesto bilansa uspeha, promene u fer vrednosti se više neće beležiti. Dakle, sve dok im vrednost opada, i dok je se taj pad u vrednosti smatra privremenim, ove institucije neće beležiti u poslovnim knjigama gubitke po osnovu umanjenja vrednosti, kao što je to do sada bio slučaj.³⁰ Amandmani nisu ukinuli fer vrednost, već su kroz kozmetičke promene i reklasifikaciju finansijskih instrumenata omogućili da, finansijske institucije, najviše pogođene krizom, poprave svoju profitabilnost u poslednjem kvartalu 2008.g. Iako su ove izmene kozmetičke prirode, donele su ogromno olakšanje finansijskom sektoru privrede, kako u SAD-u, tako i u Evropskoj Uniji.

4. ZAKLJUČAK

Ovaj opsežan pregled primene fer vrednosti u računovodstvenoj regulativi finansijskih instrumenata svoju primarnu svrhu nalazi u tome da potvrdi hipotezu da sa evolucijom finansijskog sistema i razvojem finansijskih instrumenata, merne osnovice za finansijske instrumente pomeraju od istorijskih troškova prema fer vrednostima. Računovodstvena regulativa nikada nije insistirala na jednoj mernoj osnovici kao konačnom izboru, već je, vodeći računa o složenosti privrednog ambijenta, omogućavala da se primeni čitav *repertoar mernih atributa, odnosno tehnika* koje bi odgovarale specifičnim situacijama. Ovo je, kao što smo videli dovelo do precenjenih vrednosti aktive, podcenjenosti pasive, ispoljavanju računovodstvenih rizika i krize nepoverenja. Donosioci standarda na krizu su reagovali na jedan potpuno pragmatičan način, koristeći se činjenicom da nije problem krize u kvalitetu računovodstvenih informacija, već u neadekvatnom upravljanju rizikom od strane menadžmenta finansijskih institucija.

LITERATURA

- [1.] Anson, Mark J.P. (1999) Accounting and Tax rules for Derivatives, New Hope, Pennsylvania, Frank Fabozzi Associates.
- [2.] ASB. (1998) FRS 13 Derivatives and other financial instruments – disclosures, London.
- [3.] ASB. 2008. Reclassification of financial assets, amendments to IAS 39 Financial instrument: recognition and measurement, and IFRS 7 Financial instrument: disclosures., London.
- [4.] Beaver, William H. (1987) Financial Reporting: An Accounting Revolution, Prentice Hall International, New Jersey, 1987., reprinted, 1998.g.
- [5.] Economist print edition. Liz Moyer. „How Fair is Fair value accounting?“, jun 2008.g., dostupno na www.economist.com
- [6.] FASB (1984) Concept Statement No. 6: Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises, Decembar, Stamford, Connecticut.

²⁹ IASB. *Reclassification of financial assets, amendments to IAS 39 Financial instrument: recognition and measurement, and IFRS 7 Financial instrument: disclosures*, oktobar, 2008.g.

³⁰ Reklasifikacija važi samo za finansijske instrumente nabavljene od jula meseca 2008.g.

- [7.] Fujioka, T., Seko, Seitaro, Hoontrakul, Pongsak (2008) “ The State of Fair Value Accounting, global financial crisis and Implications to Thailand“, presentation at H.E.DPM Dr. Olarn at Sasin.
- [8.] IASB. ***Reclassification of financial assets, amendments to IAS 39 Financial instrument: recognition and measurement, and IFRS 7 Financial instrument: disclosures***, oktobar, 2008.g.
- [9.] Ijiri, Y. A (1971) Defanse for Historical Cost Accounting, u delu Stirling R. Asset Valuation and Income Determination: a consideration of alternatives, Kansas Scholar Book.