

**UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA**

SPECIALISTIČNO DELO

**MERJENJE IN IZKAZOVANJE POŠTENE VREDNOSTI
FINANČNIH NALOŽB NA SLOVENSKEM KAPITALSKEM TRGU**

Ljubljana, avgust 2008

GAŠPER DOVČ

IZJAVA

Študent Gašper Dovč izjavljam, da sem avtor tega specialističnega dela, ki sem ga napisal pod mentorstvom doc. dr. Sergeje Slapničar, in da v skladu s 1. odstavkom 21. člena Zakona o avtorskih in sorodnih pravicah dovolim njegovo objavo na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, avgust 2008

Podpis: _____

UVOD	1
PROBLEMATIKA IN NAMEN SPECIALISTIČNEGA DELA	1
CILJ SPECIALISTIČNEGA DELA.....	3
METODE DELA	4
OČRT VSEBINE POGLAVIJ	4
1 POMEN IN FUNKCIJE RAČUNOVODSKEGA POROČANJA	5
1.1 UPORABNIKI RAČUNOVODSKIH INFORMACIJ	7
1.2 ASIMETRIJA INFORMACIJ.....	9
2 RAČUNOVODSTVO PO POŠTENI VREDNOSTI	11
2.1 RAZVOJ KONCEPTA POŠTENE VREDNOSTI.....	11
2.2 PREDNOSTI MERJENJA PO POŠTENI VREDNOSTI.....	13
2.3 SLABOSTI MERJENJA PO POŠTENI VREDNOSTI.....	16
2.4 POŠTENA VREDNOST V LUČI MEDNARODNE FINANČNE KRIZE.....	19
3 RAČUNOVODSKA OBRAVNAVA FINANČNIH NALOŽB.....	21
3.1 MERJENJE PO POŠTENI VREDNOSTI	23
3.2 MERJENJE PO ODPLAČNI VREDNOSTI	24
3.3 MERJENJE PO NABAVNI VREDNOSTI	25
3.4 POMEN DRUGIH RAZKRITIJ PRI POROČANJU PO POŠTENI VREDNOSTI.....	26
3.4.1 <i>MRS 1: Predstavljanje računovodskih izkazov</i>	26
3.4.2 <i>MSRP 7: Finančni instrumenti: razkritja.....</i>	27
4 HIERARHIJA MERJENJA POŠTENE VREDNOSTI.....	28
4.1.1 <i>Delujoči trg: 1. nivo</i>	29
4.1.2 <i>Nedelujoči trg: 2. nivo.....</i>	30
4.1.3 <i>Nedelujoči trg: 3. nivo.....</i>	31
4.1.4 <i>Nezanesljivost merjenja: uporaba nabavne vrednosti</i>	32
5 POŠTENA VREDNOST IN SLOVENSKI TRG KAPITALA.....	33
5.1 ZNAČILNOSTI SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA	33
5.1.1 <i>Likvidnost tržnih vrednostnih papirjev.....</i>	35
5.1.2 <i>Poslovanje s svežnji in trgovanje izven organiziranega trga.....</i>	37
5.2 UČINKOVITOST SLOVENSKEGA TRGA KAPITALA	38
5.3 POVEZANOST OSEB NA SLOVENSKEM TRGU KAPITALA.....	40

5.4	UPORABA KONCEPTA POŠTENE VREDNOSTI PRI IZKAZOVANJU FINANČNIH NALOŽB NA SLOVENSKEM TRGU KAPITALA.....	42
5.4.1	<i>Finančni inštrument kotira na organiziranem trgu.....</i>	43
5.4.2	<i>Finančni inštrument ne kotira na organiziranem trgu.....</i>	45
5.4.3	<i>S finančnim inštrumentom se ne trguje</i>	47
5.4.4	<i>Uporaba nabavne vrednosti</i>	49
5.5	MOTIVI SLOVENSKIH MANAGERJEV ZA NEUPORABO POŠTENE VREDNOSTI.....	49
	SKLEP.....	53
	LITERATURA IN VIRI.....	54

UVOD

Problematika in namen specialističnega dela

Slovenija je s sprejetjem novih računovodskih standardov SRS 2006 sprejela koncept resničnega in poštenega prikazovanja finančnega položaja in uspešnosti poslovanja podjetij. Prenova računovodskih standardov izhaja iz osnovnega izhodišča, da morajo biti SRS skladni z zahtevami 4. in 7. direktive EU ter, da morajo biti v osnovi enaki kot Mednarodni računovodski standardi. Bistvo načela resničnega in poštenega prikazovanja finančnih kategorij je v tem, da v večji meri temelji na vrednotenju po poštenu vrednosti (Haller, Kepler, 2002).

Tako morajo vsa podjetja, v skladu s slovenskimi in mednarodnimi računovodskimi standardi, finančne naložbe, za katere je mogoče ugotoviti, ali zanesljivo izmeriti pošteno vrednost, v svojih poslovnih knjigah pripoznati po poštenu vrednosti. Poštena vrednost finančnega sredstva pomeni ocenjeni znesek denarnih sredstev ali njihovih ustreznikov, za katerega je sredstvo mogoče zamenjati med dobro obveščanim in voljnim kupcem, ter dobro obveščanim in voljnim prodajalcem v premišljenem poslu (MRS 39, 2004, str. 10). Kljub temu standardi še vedno dopuščajo možnost vrednotenja glede na izvirne (nabavne) vrednosti, vendar le v primerih, ko se poštene vrednosti ne da zanesljivo ugotoviti. Kljub temu, da iz MRS izhaja, da je zanesljiva ocena možna v večini primerov, lahko v poslovnih poročilih slovenskih podjetij še vedno pogosto zasledimo vrednotenje po nabavnih vrednostih.

Vrednotenje po poštenu vrednosti je predmet številnih teoretičnih raziskav in zdi se, da večina raziskovalcev zagovarja koncept poštene vrednosti. Večina raziskav je usmerjenih v raziskovanje koliko, če sploh, je koncept poštene vrednosti koristen za uporabnike računovodskih poročil. Odbor za mednarodne računovodske standarde (IASB – International Accounting Standards Board) je kot najpomembnejši kriterij odločanja pri odločitvi, ali naj podjetja izkazujejo sredstva po poštenu vrednosti, poleg kriterija zanesljivosti, uporabil prav kriterij koristnosti.

Pri presoji, ali je poročanje po poštenu vrednosti koristno in zanesljivo, moramo najprej določiti uporabnike računovodskih poročil, saj kar je dobro za enega, ni nujno enako dobro tudi za drugega. Uporabnikov računovodskih informacij je več, v teoriji in praksi pa

obstaja dovolj velik konsenz, da so najpomembnejši uporabniki lastniki podjetij in potencialni investitorji¹.

Penman (2006, str. 6) pravi, da lastniki zahtevajo računovodsko poročanje zaradi dveh razlogov, in sicer, zaradi ocenjevanja vrednosti vloženga kapitala, ter zaradi nadzora nad poslovodstvom. To sta hkrati tudi dve temeljni funkciji računovodstva. Zato je potrebno pri ocenjevanju koncepta poročanja po pošteni vrednosti presoditi, ali ta koncept daje ustrezne rešitve, s pomočjo katerih bi lastniki imeli dovolj informacij za presojo uspešnosti poslovanja podjetja, ter ali jim takšno poročanje omogoča ocenjevanje uspešnosti dela poslovodstva, ki v njihovem imenu upravlja podjetje.

Računovodske informacije imajo za njihove uporabnike ustrezno informacijsko vrednost le, če so te zanesljive, zato pa morajo biti pravilno izmerjene. Ob tem ni težavno samo izmeriti sredstev, katerih tržna vrednost nam ni poznana, temveč tudi sredstev, katerih tržna vrednost nam je sicer znana, vendar se ta oblikuje na malo likvidnem trgu kapitala. Še težavneje je ocenjevati vrednost neopredmetnih sredstev, saj podjetja poslujejo v razmerah negotovosti, za njihovo oceno vrednosti pa so nujne tudi predpostavke poslovodstva. S tem ima poslovodstvo možnost za škodljivo izbiro informacij, s katero uporabniku posreduje samo tiste informacije, ki zadovoljujejo le njihove lastne interese. Pri izkazovanju sredstev po izvornih vrednostih, je problemov z merjenjem veliko manj. To pa je poleg tega, da vrednotenje po pošteni vrednosti prinaša večjo nestanovitnost izkazanih dobičkov, tudi eden glavnih argumentov tistih, ki zagovarjajo koncept vrednotenja na podlagi izvornih vrednosti.

Problematika vrednotenja je še posebej pomembna pri finančnih institucijah, saj je zahteva po zanesljivosti izkazanih računovodskih informacij pri njih še izrazitejša. Hkrati večino njihovih sredstev in obveznosti predstavljajo finančni instrumenti, katere pa je potrebno izkazovati po pošteni vrednosti. V svojem delu bom obravnaval tudi problematiko vrednotenja naložb pri zaprtih investicijskih skladih. Postavlja se namreč vprašanje, zakaj prihaja do tako velike razlike med čisto vrednostjo sredstev zaprtih skladov in njihovo tržno vrednostjo. Na prvi pogled bi lahko sklepali, da vlagatelji ne verjamejo povsem v izkazane vrednosti. Res pa je, da lahko del te razlike pojasnimo s predvidenim preoblikovanjem teh skladov v odprte vzajemne sklade. Ob preoblikovanju lahko vlagatelji v primeru predčasnega izstopa pričakujejo, da bodo deležni kazenskih izstopnih provizij. Praksa dosedanjih preoblikovanj namreč kaže, da so vse družbe za upravljanje pri preoblikovanju zaprtega sklada v odprti vzajemni sklad izkoristile zakonsko možnost, in uvedle kazensko provizijo za morebitni predčasni izstop v prehodnem obdobju.

¹ Kot potencialni investitorji so mišljeni investitorji v lastniški in ne v dolžniški kapital podjetja, čeprav so tudi oni pogosti uporabniki računovodskih informacij.

Namen specialističnega dela je ugotoviti kaj prinaša koncept poštene vrednosti uporabnikom računovodskih informacij. Prikazal bom prednosti, slabosti in nevarnosti poročanja po poštenu vrednosti. S pomočjo objavljenih empiričnih raziskav bom skušal odgovoriti, ali koncept poročanja po poštenu vrednosti uspešneje zadovoljuje temeljni funkciji poročanja, to sta koristnost informacij za odločanje investitorjev in nadzor nad poslovanjem, kot pa poročanje po izvirnih vrednostih.

Na podlagi teoretičnih spoznanj bom skušal ugotoviti tudi, ali je zaradi specifičnih lastnosti slovenskega kapitalskega trga koncept izkazovanja finančnih naložb po poštenu vrednosti ustrezen tudi za uporabo v slovenskih podjetjih. Osredotočil se bom na omejitve in pasti, ki so posledica nizko likvidnega slovenskega kapitalskega trga. Problematika specialističnega dela se dotakne pravzaprav vseh slovenskih podjetij, saj je uporaba koncepta poštene vrednosti po sedanjih računovodskih standardih obvezna za vsa podjetja, ne glede na njihovo velikost, pravno obliko in lastniško sestavo.

Cilj specialističnega dela

Temeljni cilj specialističnega dela je pregledati domačo in tujo literaturo in prikazati pomen računovodskega poročanja po poštenu vrednosti. Pri tem se osredotočam na računovodsko obravnavo finančnih naložb. Značilnost večine slovenskih podjetij je namreč, da med sredstvi podjetja izkazujejo precejšen delež finančnih naložb, saj v preteklosti niso v celoti izplačevala prostega denarnega toka svojim lastnikom. S tem imajo finančne naložbe pomemben vpliv na vrednost podjetja, zaradi česar je še posebej pomembno, ali izkazane vrednosti finančnih naložb koristno in relevantno informirajo lastnike. V primeru asimetrije informacij utegne priti do oportunističnega vedenja managerjev in s tem do zlorabe informacijske prednosti.

Slovenski kapitalski trg je majhen in nizko likviden, ustrezno delujoč trg pa je eden izmed pogojev za dovolj zanesljivo merjenje. Zato se v svojem delu osredotočam tudi na problematiko pri merjenju in izkazovanju poštenih vrednosti na kapitalskih trgih s takimi značilnostmi.

Prikazal bom, kako slovenski in mednarodni standardi trenutno obravnavajo računovodsko merjenje in izkazovanje finančnih naložb, ter skušal odgovoriti na vprašanje, ali je takšna ureditev ustrezna. V svojem delu predstavljam tudi standard MSRP 7 - Finančni instrumenti: razkritja, katerega uporaba je obvezna od 1.1.2007 dalje. Standard je namreč prinesel številne nove in obsežne zahteve po razkritjih, katere naj bi uporabnikom omogočile lažjo oceno pomena finančnih instrumentov za finančni položaj podjetja in njegovo uspešnost.

Metode dela

Pri izdelavi specialističnega dela se opiram na teoretična in praktična spoznanja, delo pa temelji na strokovni in znanstveni literaturi domačih in tujih avtorjev. Pri izbiri literature se naslanjam predvsem na strokovne in znanstvene publikacije, ki se v največji meri ukvarjajo predvsem s proučevanjem finančnega računovodstva in finančne teorije. Ker je problematika računovodstva po pošteni vrednosti zaradi spremenjene zakonodaje s tega področja še posebej aktualna v zadnjih letih, delo temelji predvsem na člankih, ki so bili v tem času objavljeni v najrazličnejših strokovnih revijah s področja računovodstva.

V delu obravnavam tudi področja, ki jih urejajo slovenska in mednarodna zakonodaja in standardi. Zato sem pri svojem delu uporabil Zakon o gospodarskih družbah, kot krovni dokument bilančnega prava, ter slovenske in mednarodne standarde s področja računovodstva. Drugi predpisi kateri bodo obravnavani v tem delu pa bodo pravila, ki jih morajo spoštovati udeleženci na organiziranem trgu kapitala (pravila nadzornika, borze, zakonodajalca).

Očrt vsebine poglavij

Specialistično delo je sestavljeno iz petih vsebinskih poglavij. Po uvodnem poglavju, v katerem je predstavljena problematika, cilji in zasnova specialističnega dela, prvo poglavje obravnava pomen in funkcije računovodskega poročanja. Pri obravnavanju posameznih metod merjenja, je namreč pomembno, kdo so uporabniki poročanja in kakšne informacije potrebujejo.

Drugo poglavje obravnava koncept računovodstva po pošteni vrednosti, iz teoretičnega in praktičnega vidika. V njem so opisane in predstavljene vse poglavitne prednosti in slabosti poročanja po pošteni vrednosti. Prednosti v največji meri izhajajo iz potreb najpomembnejše skupine uporabnikov računovodskih poročil, to so lastniki podjetij, saj tržne vrednosti bolj realno in ažurno izkazujejo finančni položaj podjetja. Na koncu tega poglavja obravnavam tudi polemično razpravo, ki je zaradi mednarodne finančne krize, ki se je v svetovni ekonomiji pričela v drugi polovici leta 2007, v zadnjem obdobju še posebej aktualna in intenzivna. Številni kritiki namreč enega izmed vzrokov nastale krize vidijo prav v vrednotenju po poštenih vrednostih.

Tretje poglavje se opira predvsem na standarde in pravila, ki izhajajo iz računovodske obravnave merjenja in izkazovanja finančnih naložb, kot jih zahtevajo veljavni standardi.

V četrtem poglavju je opisana predvsem problematika merjenja naložb, ki izhaja iz zmožnosti določljivosti tržne vrednosti posameznih naložb. Le ta je namreč odvisna od

tega, ali naložba (podjetje) kotira na organiziranem trgu kapitala in je tako njena tržna vrednost poznana in s tem objektivno določljiva.

Peto poglavje je namenjeno obravnavi poštene vrednosti na slovenskem trgu kapitala. Po uvodnem delu, ko ugotavljam, kakšne so značilnosti našega kapitalskega trga, v nadaljevanju obravnavam kakšne možnosti imajo slovenska podjetja za zanesljivo oceno vrednosti svojih finančnih naložb. Pomen in pomembnost pravilnega izkazovanja naložb, pa prikazujem na praktičnem primeru vrednotenja, v primeru večjega slovenskega investicijskega sklada.

V sklepnem poglavju povzemam najpomembnejše ugotovitve, do katerih sem prišel tekom pisanja specialističnega dela in s tem obravnavanja omenjene problematike.

1 POMEN IN FUNKCIJE RAČUNOVODSKEGA POROČANJA

Naloge računovodskega poročanja so priprava in zagotavljanje informacij o finančnem položaju, preteklem poslovanju in spremembah v finančnem položaju podjetja, ki so koristne za vse skupine uporabnikov, ki te informacije uporabljajo pri svojih poslovnih odločitvah. Informacije morajo biti pripravljene tako, da zadovoljijo splošne potrebe večine uporabnikov (IASB, 2006c, str. 12). Poročanje mora zagotoviti informacije, na podlagi katerih lahko uporabniki ocenijo sposobnost podjetja ustvarjati denarne tokove, njihovo časovno dinamiko ter stopnjo tveganja, ki je povezana z uresničitvijo teh denarnih tokov. S pomočjo računovodskih izkazov uporabniki tudi ocenjujejo delo posloводства. Ker pa obstajajo omejitve glede informacijske vrednosti, predstavlja računovodsko poročanje le enega od virov informacij, ki jih je potrebno uporabljati v procesu poslovnega odločanja.

Iz sodobne finančne literature, enako pa tudi iz številnih definicij in ciljev računovodskega poročanja, ki jih lahko zasledimo v gradivih pripravljavcev računovodskih standardov, izhaja, da morajo biti informacije koristne za uporabnikovo poslovno odločanje. FASB opredeljuje štiri značilnosti, ki jih morajo imeti informacije, da so koristne za uporabnika (FASB, 2008, str. 17-21). Podobno so kakovostne značilnosti opredeljene tudi v 5. poglavju uvoda v SRS (SRS-Uvod, 2006, str. 6):

1. razumljivost,
2. uporabnost,
3. zanesljivost, in
4. primerljivost.

Razumljivost omogoča, da vsak uporabnik, tudi uporabnik z zgolj povprečnim znanjem financ in računovodstva, posredovane informacije dovolj dobro razume. Razporejene morajo biti v smiselne razrede, označene in posredovane jasno ter jedrnato. Ne glede na kompleksnost in razumljivost, pa je potrebno v računovodsko poročilo vključiti vse informacije, ki so pomembne za odločanje.

Informacije morajo biti **uporabne**, da lahko na podlagi njih, bodisi ocenimo vpliv preteklih, sedanjih in prihodnjih dogodkov na prihodnje denarne tokove podjetja (napovedna informacijska vrednost), bodisi potrdimo ali prilagodimo svoje pretekle napovedi (potrditvena informacijska vrednost). Uporabnost pa je dosežena le, če je informacija posredovana pravočasno. SRS takšno značilnost opredeljujejo kot **ustreznost**, kar pomeni, da morajo biti postavke zaželeno, potrebne in koristne. Ustrezne so, če pomagajo uporabnikom sprejemati, popravljati ali potrjevati poslovne odločitve. Zahtevajo tudi, da so informacije bistvene, ko lahko njihova opustitev ali napačna navedba vpliva na poslovne odločitve (SRS-Uvod, 2006, str. 4).

Zanesljivost, ki se odraža v preverljivih, neodvisnih in popolnih informacijah, ki opisujejo določen ekonomski pojav. Postavke v računovodskih izkazih ne smejo vsebovati pomembnih napak in pristranskih stališč, informacije pa morajo biti popolne glede bistvenosti. Zanesljivost zahteva še upoštevanje prednosti vsebine pred obliko. Pogosto lahko zasledimo očitke, da so prav poštene vrednosti, ki so odraz tržnih razmer in se tako pogosto hitro spreminjajo, nezanesljive. Vrednost sredstev se na trgu ves čas spreminja, saj se neprestano spreminjajo ekonomski pogoji, s tem pa se spreminjajo tudi pričakovanja investitorjev. Vendar to ne pomeni, da je takšen način merjenja nezanesljiv, odraža le trenutna pričakovanja udeležencev na trgu kapitala in spremembe, ki so se v nekem obdobju na tem trgu zgodile.

Primerljivost omogoča uporabniku ugotoviti enakosti in raznolikosti dveh ekonomskih pojavov ali subjektov. Dosežemo jo s konsistentnim in čim bolj univerzalnim poročanjem vseh subjektov, ter s stanovitnostjo uporabljenih računovodskih usmeritev. Primerljivost je seveda predpogoj za dobro finančno analizo, na podlagi katere se uporabnik odloča o alokaciji svojega kapitala.

Hkrati pa pravica do obveščenosti ni absolutna pravica, saj je omejena glede na **pomembnost** in **stroške**. Kot pomembne FASB (2008, str. 22) opredeljuje informacije, katerih opustitev ali napačno podajanje lahko vpliva na posameznikovo poslovno odločitev. Ker je pomembnost individualna značilnost, je ni mogoče univerzalno opredeliti, temveč od primera do primera posebej. Vsako poročanje je pogojeno tudi s stroški, ki nastajajo zaradi zbiranja, analiziranja in posredovanja informacij. Zahteva se, da koristi finančnega poročanja presegajo stroške, kar pa je v praksi težko oceniti. Kot še

navaja FASB (2008, str. 22) je pri tem potrebno pretehtati, ali poročanje omogoča investitorjem boljše odločanje, kar se odrazi na:

- učinkovitejšem delovanju kapitalskih trgov, in
- v nižjih stroških kapitala v celotnem gospodarstvu.

Pri poročanju je treba upoštevati tudi naslednje temeljne predpostavke (SRS-Uvod, 2006, str. 6):

- **Upoštevanje nastanka poslovnega dogodka**, katerega bistvo je, da se učinki poslov pripoznajo takrat, ko nastanejo in ne takrat, ko podjetje prejme ali plača denarna sredstva. To pomeni, da informirajo uporabnike o preteklih poslih, hkrati pa tudi o obvezah glede denarnih plačil v prihodnosti in sredstvih, iz katerih bo podjetje prejelo denarna sredstva v prihodnosti.
- **Časovna neomejenost delovanja**, ki predpostavlja, da je podjetje delujoče podjetje, in da bo nadaljevalo s svojim poslovanjem v dogledni prihodnosti. Podjetje tako nima niti namena niti potrebe po kraitvi obsega poslovanja.

1.1 Uporabniki računovodskih informacij

Da bi lahko opredelili, ali je neka informacija koristna ali ne, se moramo najprej vprašati, kdo so uporabniki računovodskih informacij, ter kakšne so njihove potrebe. Uporabnike računovodskih informacij lahko, na podlagi kriterija dostopnosti do informacij, razdelimo v dve veliki skupini in sicer, na **notranje** in **zunanje uporabnike**. Med notranje uporabnike uvrščamo predvsem poslovodstvo in zaposlene, med zunanje pa vlagatelje (sedanje in potencialne), finančne analitike, posojilodajalce, dobavitelje, kupce in državne inštitucije. V to skupino štejemo tudi sindikate, konkurenco in druge skupine (npr. okoljske organizacije ipd.).

Glede na informacije se zunanji in notranji uporabniki ločijo predvsem po:

- dostopnosti,
- pogostosti prejema,
- času prejema,
- strokovnosti in znanju, ter
- namenu uporabe.

Notranji uporabniki imajo neomejen in neposreden dostop do informacij, ki jih potrebujejo. Poslovodstvu so vse informacije dosegljive na zahtevo, kadarkoli in kjerkoli.

V nasprotju z njimi so zunanjim uporabnikom informacije na voljo v omejenem obsegu. Običajno so dosegljive preko periodičnih računovodskih poročil, ali preko objav v različnih medijih. Medtem ko so zunanjim uporabnikom informacije dosegljive enkrat na leto preko letnih poročil, v najboljšem primeru tudi v omejenem obsegu preko vmesnih četrletnih poročil, ima poslovodstvo možnost vpogleda in priprave informacij tudi na mesečni, tedenski ali celo dnevni osnovi. Notranji uporabniki lahko pridobijo podrobnejše informacije, zunanji pa le v obsegu, ki jih opredeljujejo računovodski standardi in zakonodaja. Dostop do informacij v realnem času imajo le notranji uporabniki, medtem ko se morajo zunanji uporabniki zadovoljiti z informacijami s časovnim odlogom. Takšne informacije imajo zato omejeno ali zmanjšano informacijsko vrednost, nasprotno pa imajo informacije, s katerimi posedujejo notranji uporabniki, višjo uporabno vrednost. Računovodske informacije notranji uporabniki uporabljajo za vodenje organizacije in s tem za sprejemanje strateških, operativnih in administrativnih odločitev. Zunanji uporabniki informacije uporabljajo za različne namene, ki se razlikujejo med posameznimi skupinami zunanjih uporabnikov.

Zaradi različnih potreb posameznih skupin uporabnikov sta se razvili dve disciplini računovodstva (Atrill et al., 2001, str.13-14):

- poslovodno računovodstvo (angl. *management accounting*), ki je usmerjeno v pripravo informacij, ki jih potrebujejo uporabniki znotraj organizacije, predvsem poslovodstvo, in na
- finančno računovodstvo² (angl. *financial accounting*), ki pripravlja in posreduje informacije zunanjim uporabnikom.

V okviru finančnega računovodstva podrobneje spremljamo in presojava poslovanje podjetja predvsem navzven, in se ne spuščamo toliko v podrobnosti o notranjem poslovanju. Le te se, v skrčeni obliki, predvsem povzema. Poročanje finančnega računovodstva je v primerjavi s poslovnim bolj togo, oblika in vsebina sta bistveno bolj regulirani, časovni razpon pa daljši. Informacije so podane v agregirani obliki, praviloma le za organizacijo kot celoto.

Ne glede na številne uporabnike pa je glede na vlogo, ki jo predstavljajo vlagatelji (zagotavljajo primarni vir financiranja za poslovanje, prevzemajo najvišje tveganje), računovodsko poročanje v prvi vrsti namenjeno njim. Vlagatelje, lastnike in posojilodajalce, je kot najpomembnejšo skupino uporabnikov poslovnih poročil opredelil tudi FASB (FASB, 2008, str. 2), saj je mnenja, da morajo izkazi prikazovati stanje podjetja, predvsem v luči sposobnosti podjetja ustvarjati denarni tok, kateri je osnova za zagotavljanje donosov vlagateljem. Poleg tega meni, da poročanje, ki zadovolji potrebe

² Nekateri avtorji prevajajo *financial accounting* tudi kot računovodstvo za zunanje poročanje

vlagateljev, enako dobro zadovoljuje tudi druge skupine uporabnikov. Zato menim, da je pri proučevanju načinov računovodskega poročanja, potrebno izhajati predvsem iz potreb vlagateljev. Vlagatelji potrebujejo informacije zaradi:

- vrednotenja vloženega kapitala, kar jim omogoča sprejemanje kakovostnih odločitev glede alokacije kapitala, in
- nadzora nad poslovodstvom.

Temeljni funkciji računovodskega poročanja sta tako: **posredovanje informacij za odločanje investitorjev na trgu kapitala** in **posredovanje informacij za merjenje uspešnosti poslovodstva**.

1.2 Asimetrija informacij

Vlagatelji se pri vsaki dilemi glede alokacije svojih prihrankov odločajo med vrsto različnih možnosti. Tako se odločajo najprej glede izbora vrste naložb, ter nato med posameznimi naložbami znotraj posamezne vrste. Pri tem uporabljajo številne tehnike in metode, Mramor kot eno izmed njih navaja temeljno analizo. Pri njej vlagatelj svojo analizo usmeri predvsem v podjetje. Le ta temelji na informacijah o finančni moči podjetja, podatkih o preteklih izplačilih dividend, stopnji rasti prihodkov v preteklosti, tržnih priložnostih v prihodnosti, značilnosti panoge, v kateri podjetje posluje, značilnosti konkurentov in splošnega ekonomskega okolja. Vse te informacije se uporabijo za oceno notranje vrednosti delnice (Mramor, 1993, str. 140).

Večino informacij, še posebej pa informacij, ki temeljijo na poslovanju podjetja, lahko vlagatelj pridobi le iz finančnih poročil, torej poročil, ki jih posreduje poslovodstvo podjetja. Poleg tega je temeljna analiza namenjena tudi za ocenjevanje dela poslovodstva, saj le ta pokaže, ali se je v določenem poslovnem obdobju vrednost lastniškega kapitala v podjetju povečala ali ne. Maksimiranje vrednosti za delničarje pa je seveda temeljni cilj upravljanja podjetja. Zaradi navedenega je še posebej pomembno, na kakšen način so informacije pripravljene in posredovane javnosti. In ali te informacije ponujajo vlagateljem dovolj dobro osnovo za odločanje na trgu kapitala, kot tudi za uspešen nadzor nad vodenjem podjetja.

Skupini vlagateljev, torej skupini zunanjih uporabnikov, informacije pripravljajo in posredujejo notranji uporabniki pod nadzorom in na podlagi navodil poslovodstva. Ker sta pripravljavec informacij in uporabnik ločena, prihaja do problema, da ima ena skupina udeležencev lahko informacijsko prednost pred drugo. V kolikor se to zgodi, govorimo o asimetriji informacij, ki se lahko odrazi v dveh pojavnih oblikah: **škodljivi izbiri**

informacij in moralnem hazardu (Scott, 2003, str. 7). Njun nastanek in obseg je pogojen z delitvijo funkcije lastništva od poslovođenja.

Škodljiva izbira informacij (angl. *adverse selection*) lahko nastane takrat, kadar posamezni uporabniki, ponavadi je to poslovodstvo, razpolagajo z več informacijami, ter teh informacij ne posredujejo enakomerno med vse zainteresirane skupine, ali pa jih posredujejo v drugačni, spremenjeni obliki. Še posebej je škodljiva izbira informacij pomembna pri posredovanju informacij na trg kapitala, saj lahko privede do napačnih odločitve obstoječih in potencialnih investitorjev. Pogosteje se pojavlja v podjetjih z bolj razpršenim lastništvom, saj številni in med seboj nepovezani lastniki nimajo zadostne spodbude, da bi preverjali verodostojnost prejetih informacij. Takšni vlagatelji imajo hkrati tudi močno spodbudo, da bi trud in stroške, ki jih zahteva aktivni nadzor, prepuščali drugim delničarjem, saj se trud enega poplača vsem. Ker se vsi zanašajo, da bo nadzor izvajal nekdo drug, tega na koncu ne počne nihče. Mali vlagatelji pogosto tudi nimajo formalnih možnosti preverjati dela poslovodstva, ali pa so te možnosti zelo omejene.

O **moralnem hazardu** (angl. *moral hazard*) govorimo takrat, kadar poslovodstvo ne vlaga polnega napora v vodenje podjetja ali pa vsaj ne na način, ki bi v celoti zadovoljeval interese lastnikov. Moralni hazard je pravzaprav posledica različnosti interesov. Medtem ko lastnike v prvi vrsti zanima predvsem donos, poslovodstvo zanima njihov osebni status, bodisi finančni bodisi družbeni.

Poglavitno vprašanje problema upravljanja je, kako v položaju, kjer je prisotna asimetrija informacij, zagotoviti učinkovit nadzor nad managementom in kako zagotoviti ustrezno podlago za informiranje lastnikov. Prav gotovo je učinkovito, relevantno in zanesljivo računovodsko poročanje, eden od temeljnih pogojev za rešitev tega problema. Računovodstvo poštenih vrednosti prinaša relevantnejše informacije, saj izkazane vrednosti ažurno odražajo ekonomske razmere, od katerih je odvisna tržna vrednost sredstev in/ali obveznosti. Relevantnejše so za vlagatelje tiste informacije, katere jim omogočajo oceno notranje vrednosti naložb. S tem pa se znižuje tudi asimetrija informacij med njimi in managerji, saj v izkazih podjetij ni skritih dobičkov o katerih so seznanjeni zgolj notranji uporabniki. Hkrati prinaša številne probleme in pomisleke, ki so izražene predvsem v nezanesljivosti merjenja, povečani volatilitosti izkazanih rezultatov in potrebi po uporabi metod in tehnik vrednotenja. Zaradi subjektivnosti pri njihovi uporabi se povečujejo zahteve po nenehnih interpretacijah in pojasnilih, njihova razkritja pa lahko širijo obseg poročanja do prevelikih razsežnosti.

2 RAČUNOVODSTVO PO POŠTENI VREDNOSTI

2.1 Razvoj koncepta poštene vrednosti

Računovodstvo po pošteni vrednosti je način merjenja in izkazovanja sredstev podjetja po njihovi pošteni vrednosti. Gre za pristop, po katerem poslovni izid izhaja iz bilance stanja, saj so postavke v njej vrednotene na podlagi sedanje vrednosti, ki jih ta sredstva prinašajo. Tovrstni pristop imenujemo tudi **merski vidik računovodstva** (angl. *measurement perspective*). Z njim poizkuša računovodstvo zagotoviti informacije, s katerimi bi lahko njegovi uporabniki lažje ocenili notranjo vrednost podjetja. S tem se povečuje vloga bilance stanja, saj sredstva bolj odražajo svojo ekonomsko vrednost. V idealnem primeru, ko bi vsa sredstva in vse obveznosti izkazovale svojo pošteno vrednost, bi knjigovodska vrednost kapitala izkazovala tudi njegovo notranjo vrednost in bi tako bila enaka tržni vrednosti. V takem primeru investitorji izkaza poslovnega izida sploh ne bi potrebovali, saj jim ta ne bi ponujal nobene informacije, ki je ne bi vključevala bilanca stanja.

V nasprotju z merskim vidikom, je računovodstvo na podlagi izvirnih vrednosti, tako imenovan **informacijski vidik računovodstva** (angl. *information perspective*), in izhaja iz izkaza poslovnega izida (Scott, 2003, str. 36). Sredstva in obveznosti so v poslovnih knjigah vrednotena na podlagi svojih izvirnih (nabavnih) vrednosti, morebitne spremembe vrednosti pa se v njih ne izkazujejo. Tovrstno merjenje je do neke mere precej zanesljivo, saj predstavlja plačani znesek ob pridobitvi ustrezno osnovo za merjenje. Vendar se v primeru spremembe poslovnih okoliščin lahko, in praviloma tudi se, njegova uporabnost zmanjša. Mogoče je tudi, da se transakcija ni zgodila na tržni osnovi in tako knjigovodska vrednost, ki je enaka znesku pridobitve, ne odraža pravih tržnih vrednosti. V primeru vrednotenja po nabavni vrednosti, bo neustrezna vrednost tega sredstva, v poslovnih knjigah podjetja ves čas napačno izkazana.

Uvedba koncepta poštene vrednosti je sicer že dalj časa ena najpomembnejših tem v računovodstvu, zaradi obilice zagovornikov in nasprotnikov, pa tudi ena bolj polemičnih. Pionir na tem področju je bil ameriški Odbor za računovodske standarde (FASB – Financial Accounting Standard Board), ki je v letu 1999 uvedel standard SFAS 107, v katerem je zahteval, da podjetja v prilogi letnih poročil, objavijo poštene vrednosti svojih finančnih naložb. Čeprav je standard doživel mnogo kritik, predvsem s strani finančne industrije, so takšnemu konceptu počasi sledile tudi druge države.

IASB je takšen koncept začel postopno uveljavljati leta 1999, in sicer z izdajo standarda MRS 39 – Finančni instrumenti: pripoznavanje in merjenje. V skladu z njim je bilo po

pošteni vrednosti potrebno izmeriti vse finančne naložbe, ki jih je podjetje pridobilo z namenom trgovanja oz. prodaje. Naslednji poizkus širitve področja uporabe v letu 2000, je zaradi ostrih kritik sicer propadel, kljub temu pa ni ustavil vsesplošnega trenda njegove uveljavitve.

IASB je definicijo poštene vrednosti prvič uporabil že leta 1982 v standardu MRS 16: Računovodstvo nepremičnin, strojev in opreme, v katerem je pošteno vrednost opredelil kot znesek, za katerega se lahko zamenja sredstvo med dobro obveščenim in voljnim kupcem, ter dobro obveščenim in voljnim prodajalcem v premišljenem poslu. Voljni kupec je motiviran, vendar ne prisiljen kupiti sredstvo. Tak kupec tako ni pripravljen plačati katerekoli cene, temveč le ceno, ki so jo pripravljene plačati drugi kupci, ki enako kot on, nastopajo na trgu. Enako velja za prodajalca. Tudi on ni prisiljen v prodajo, prav tako ni pripravljen plačati cene, ki bi bila različna od cen za enake oziroma podobne stvari na trgu. S premišljenim poslom je mišljen posel med strankami, ki so med seboj nepovezane, na trgu nastopajo neodvisno, ter je tako dosežena cena značilna za normalne tržne razmere.

S širjenjem področja uporabe poštene vrednosti, je IASB postopoma spreminjal definicijo poštene vrednosti. V različnih standardih lahko najdemo definicije, ki se med seboj tudi nekoliko razlikujejo. V splošnem pa lahko rečemo, da MRS pošteno vrednost opredeljujejo kot znesek, za katerega se lahko zamenja sredstvo ali poravna obveznost med dobro obveščenima in voljnima strankama v premišljenem poslu. Od prvotne definicije se torej razlikuje v tem, da so vanjo vključene tudi obveznosti, ter da sta izraza kupec in prodajalec zamenjana s strankama. To omogoča uporabo definicije tako rekoč pri vseh postavkah bilance stanja, ne glede na to, ali sredstva in obveznosti kotirajo na delujočem trgu ali ne. Poštena vrednost je namreč tudi vrednost, ki jo, kadar trg ne obstaja, lahko ocenimo. V tem primeru, je poštena vrednost ocena, kakšna bi bila tržna cena, če bi trg za to sredstvo obstajal. Gre torej za vrednost, izračunano na osnovi hipotetičnega trga, s hipotetičnimi kupci in prodajalci (Bromwich, 2007, str. 49).

Na pospešen razvoj koncepta poštene vrednosti je močno vplival razvoj finančnih trgov. Investitorji so, zaradi velike razlike med knjigovodsko vrednostjo podjetij in njihovo tržno vrednostjo, ter zaradi želje, da se zmanjša asimetrija informacij med njimi in managerji, vse bolj izražali potrebo po računovodskih izkazih, ki bi bolje odražala ekonomsko vrednost sredstev. Zaradi številnih finančnih zlomov in računovodskih prevar, ki so dodobra pretresla kapitalske trge v začetku 90-ih let prejšnjega stoletja, se je v strokovni literaturi ponovno odprlo vprašanje vloge računovodskega poročanja in njegovega vpliva na trge kapitala. Kot ključni dejavnik pri ponovni vzpostavitvi zaupanja v kapitalske trge, so mnogi videli prav ažurno računovodsko poročanje, ki bi temeljilo na poštenih vrednostih. Glede na to, da so MSRP v največji meri narejeni za velike družbe, ki kotirajo na trgu kapitala, pravzaprav niti ni čudno, da je IASB velik zagovornik tovrstnega koncepta in si prizadeva za njegovo čim širšo uporabo. Zagovornike koncepta pa lahko

najdemo tudi med inštitucijami, ki nadzorujejo trg kapitala. Ameriška agencija za trg vrednostnih papirjev (U.S. Securities and Exchange Commission - SEC) v njem vidi največ prednosti v tem, da lahko izkazovanje po tržnih cenah pripomore k zmanjšanju kreativnega računovodstva in s tem izkazovanja nerealnih poslovnih rezultatov, uporaba poštene vrednosti pri vseh finančnih inštrumentih pa pripomore k odpravi zapletenosti, ki ga prinaša uporaba različnih metod merjenja (SEC, 2005, str. 4).

Najglasnejši nasprotniki uveljavitve koncepta poštene vrednosti so bile finančne inštitucije (banke in zavarovalnice). Razlog njihovega nasprotovanja je predvsem v tem, da jim vrednotenje v skladu s tržnimi razmerami onemogoča uravnavanje dobičkov in s tem prikazovanje stabilnega in zdravega poslovanja. Na uvedbo poštene vrednosti se je odzvala tudi Evropska centralna banka, ki sicer priznava prednosti uporabe poštene vrednosti, hkrati pa vidi precej omejitev in pasti. ECB največje prednosti vidi predvsem v izkazovanju vrednosti izvedenih inštrumentov v bilanci stanja, primerljivosti in transparentnosti izkazov, aktivnejši vlogi posloводства in lastnikov ter v boljšem pregledu nad kreditno izpostavljenostjo (ECB, 2004, str. 74).

Kot največjo nevarnost ECB izpostavlja vpliv na stabilnost bančnega sektorja in celotnega finančnega sistema, saj meni, da se bodo nihanja v kakovosti kreditnega portfelja, višini obrestnih mer, nepremičninskega trga in trga vrednostnih papirjev neposredno odrazila v volatilnosti bančnih dobičkov. Skrbi jo tudi, da bodo banke, z namenom zmanjšanja volatilnosti v računovodskih izkazih, pripravljene prevzemati manj tveganj oz. jih bodo prenašale na druge. S tem bodo tveganja, ki jih ponavadi prevzemajo banke, začeli prevzemati drugi gospodarski subjekti. Omejena ponudba bank pa lahko ogrozi dolgoročno usmerjanje prihrankov v investicije (ECB, 2004, str. 76).

2.2 Prednosti merjenja po pošteni vrednosti

Računovodski izkazi bolj realno prikazujejo notranjo vrednost podjetja

Ker so sredstva in obveznosti bolj relevantno ovrednotena, izkazi bolje odražajo trenutni finančni položaj podjetja. S tem se zmanjšuje razlika med tržno in knjigovodsko vrednostjo. Še posebej to velja za podjetja, ki imajo med svojimi sredstvi velik delež finančnih naložb, in za podjetja, ki so ta sredstva pridobila v času, ki je precej oddaljen od dneva sestave bilance stanja. Na podlagi realnejših knjigovodskih postavk, so posledično realnejši tudi vsi finančni kazalniki, s katerimi presojava uspešnost poslovanja (npr. donos na kapital, donos na sredstva ipd.). S tem se uporaba načela previdnosti umika iz uporabe. Po načelu poštene vrednosti, se sredstva lahko ovrednotijo tudi nad knjigovodsko vrednostjo. Z zavestnim oddaljevanjem od načela previdnosti, pa gre tudi za miselni preskok iz statičnega v dinamično računovodstvo, ki išče svoje izhodišče ne le v

sedanjosti, ampak tudi v prihodnjih pričakovanih gospodarskih koristih (Strašek, 2003, str. 70).

Poštena vrednost zagotavlja uporabniku informacije, ki so koristne za odločanje na trgu kapitala

Ali izkazovanje po pošteni vrednosti res pomeni koristnejše informacije vlagateljem, so z empiričnimi raziskavami skušali dokazati številni avtorji. Barth (1994) je proučevala vpliv izkazovanja finančnih naložb na podlagi tržnih vrednosti, ki so jih v obdobju 1971 do 1990 izkazovale ameriške banke. Ugotovila je, da so dodatna razkritja poštenih vrednosti vplivala na ceno delnice. Na isti osnovi so Barth, Landesman in Whalen (1995) še enkrat potrdili vpliv na ceno delnice. Ugotovili so tudi, da poštena vrednost sicer prinaša večjo volatilnost izkazanega dobička, vendar se povečana volatilnost ni odrazila na ceni delnice. Enako, to je večjo pojasnjevalno moč izkazov po pošteni vrednosti v bankah, so dokazali tudi Eccher, Ramesch in Thiagerajan (1996) ter Nelson (1996). Obstaja namreč pozitivna korelacija med knjigovodsko vrednostjo kapitala, ki je v primeru vrednotenja po pošteni vrednosti praviloma večja, in tržno vrednostjo. Koristnost je potrdil tudi Landsman, ki pravi, da so razkritja in uporaba poštenih vrednosti koristna za vlagatelje, raven informativnosti pa odvisna od velikosti napake in od vira, ki razkritja pripravlja (Landsman, 2006, str. 27). Številni avtorji so proučevali tudi vpliv vira ocenjevanja poštenih vrednosti. Tako sta Cotter in Richardson (2002) na vzorcu avstralskih podjetij v obdobju 1981-1994 potrdila domnevo, da so za vlagatelje bolj zanesljivi zunanji, neodvisni ocenjevalci. Do enakih zaključkov sta na vzorcu angleških podjetij prišla Muller in Riedl (2002).

Informacije so pravočasne

Spremembe ekonomskih pogojev, še zlasti pa spremembe tržnih pričakovanj, se v bilancah podjetij odražajo, takoj, ko se le te zgodijo (Barth, 2006, str. 9).

Boljši nadzor nad tveganji

Ker sredstva in obveznosti podjetja odražajo njihove tržne vrednosti, imajo uporabniki boljši vpogled v profil tveganja. Managerji s tem lažje nadzirajo nivo izpostavljenosti tveganjem, vlagatelji pa se lažje odločajo glede alokacije svojega kapitala. Barth, Beaver in Landesman (1996) so ugotovili, da če imajo vlagatelji boljši vpogled v delež slabih posojil pri manj uspešnih bankah (pri bankah z podpovprečno kapitalsko ustreznostjo), za naložbe v take banke zahtevajo višji donos, kar se je posledično odrazilo na ceni delnice.

Znižuje se asimetrija informacij

Ker izkazi bolj realno prikazujejo notranjo vrednost podjetja, se znižuje informacijska prednost, ki jo ima skupina notranjih uporabnikov v primerjavi z zunanjimi. S tem se zmanjšuje možnost zlorabe asimetrije informacij (managerski odkupi pod tržno vrednostjo, trgovanje na podlagi notranjih informacij, oportunistično delovanje managerjev). V skladu s teorijo agentov se zniža tudi strošek kapitala, ki se odraža v manjši razliki med ponudbeno in povpraševano ceno. Razlika se poveča v primeru, da so tržni udeleženci izpostavljeni večji asimetriji informacij (Muller & Riedl, 2001, str. 15).

Preglednost in primerljivost izkazov

Ker vsa podjetja vrednotijo in izkazujejo istovrstno sredstvo na enaki osnovi, so izkazi med njimi bistveno bolj primerljivi. Izkazane vrednosti tudi niso odvisne od časa pridobitve sredstva ali individualnih značilnosti podjetja, temveč zgolj od pričakovanj tržnih udeležencev na dan vrednotenja.

Vpliva na delovanje managerjev

V primeru vrednotenja sredstev na podlagi izvirnih vrednosti, je bilo v izkazih podjetij veliko nerealiziranih dobičkov. V želji po izboljšanju doseženih rezultatov, se je poslovodstvo pogosto odločalo za odprodajo takšnih sredstev, kljub temu, da bi se morebiti koristilo od teh sredstev v prihodnje še povečale (t.i. "cherry picking").

Pravočasno izkazovanje izgub v računovodskih izkazih vodi do tega, da se managerji manj pogosto lotijo naložb z negativno neto sedanjo vrednostjo (Bushman, Piotroski in Smith, 2006). Ker sredstva, merjena po pošteni vrednosti, vplivajo na rezultat podjetja, jim managerji namenjajo več pozornosti.

Omogoča boljše merjenje dela poslovodstva

Spremembe vrednosti sredstev se v bilancah odražajo sproti, ter se tako z njimi ne morejo pohvaliti tisti, ki za njihov nakup niso zaslužni. Poleg tega imajo vlagatelji boljši pregled nad donosnostjo tistih naložb, za katere odgovarja trenutno vodstvo. Problem pa lahko nastane v tem, da priznanje višje poštene vrednosti in posledično nerealiziranega dobička poslovodstva ne sili v dejansko realizacijo tega dobička.

Merjenje po principu finančnega vrednotenja

Gospodarske kategorije se v računovodskih izkazih merijo enako kot pri finančnem vrednotenju, torej po enakem principu, ki ga uporabljajo managerji pri sprejemanju poslovnih odločitev. Poštena vrednost, ki je odraz tržne vrednosti, je enaka sedanji

vrednosti prihodnjih denarnih tokov, prilagojenih za tveganje. Koncept sedanje vrednosti pa je že dolgo sprejet koncept pri odločanju, tako pri managementu, kot pri vlagateljih.

Sili podjetja k *pripravi bolj transparentnih izkazov*, z dodatnimi razkritji.

Vrednotenje po pošteni vrednosti **zmanjšuje pristranskost računovodstva**, več notranje vrednosti podjetja pa je izražene v bilanci stanja.

2.3 Slabosti merjenja po pošteni vrednosti

Nezanesljivo merjenje

Zaradi nihanja vrednosti, se postavlja vprašanje zanesljivosti informacij, še posebej na slabo likvidnih trgih. Večji prilivi ali odlivi kapitala iz takega trga, lahko privedejo do kratkotrajne, deloma tudi umetne volatilnosti in pomembnejših sprememb vrednosti sredstev, ki slabo odražajo notranjo vrednost. Vprašanje zanesljivosti je upravičeno izpostavljeno v primerih, ko je potrebno pošteno vrednost oceniti, za kar potrebujemo subjektivne napovedi. Poleg tega je jasno, da matematični modeli dajo zelo različne rezultate že ob najmanjših spremembah katerekoli izmed spremenljivk. Problematiko merjenja na nizko likvidnih trgih so v svoji študiji proučevali tudi Plantin, Sapra in Shin (2007), in sicer so primerjali merjenje na podlagi izvirnih vrednosti, z merjenjem na podlagi tržnih vrednosti, ter vpliv načina merjenja na trgu kapitala. Ugotovili so, da način merjenja vpliva na delovanje managerjev, njihovo delovanje pa posledično vpliva na cene delnic na trgu kapitala. V primeru nizke likvidnosti trga, vrednotenje po pošteni vrednosti postane manj učinkovito in zanesljivo, ter na trg kapitala prinaša dodatno, nekakšno umetno tveganje. Po njihovem poštena vrednost ni ustrezna za vrednotenje finančnih inštrumentov, ki imajo dolgo dospetje in ki so nelikvidni.

Problem nezanesljivosti merjenja se pojavlja tudi v primerih, ko na trgu kapitala prihaja do anomalij, čeprav po razlagah IASB začasna odstopanja še niso razlog za opustitev tržnih podatkov. Mramor (2000, str. 314) navaja številne vrste anomalij, ki niso v skladu z učinkovitim trgom kapitala: učinek majhnega podjetja v januarju, učinek zapostavljenih podjetij in likvidnosti, razmerje med tržno in knjigovodsko vrednostjo, učinek preobratov, učinek nizkega P/E kazalnika, koledarske anomalije, skrivnost podjetja Value Line, borzni zlom,.... Znan je tudi pojav, ki so ga avtorji Dimson, Marsh in Staunton (2004, str. 15) poimenovali iracionalni optimizem. Analizirali so dolgoročna gibanja borznih tečajev na največjih borznih trgih skozi 20. stoletje, neprekinjeno od leta 1900 do 2003 in ugotovili, da investitorji močno precenjujejo prihodnje donose na delniških trgih in hkrati podcenjujejo tveganja, ki spremljajo vlaganja v delnice. Tako so morali vlagatelji v

Franciji, Nemčiji, Španiji in na Japonskem čakati tudi od 50 do 60 let, da so znova dosegli realno pozitivne donose.

Omejena uporaba

Uporaba je najbolj primerna le za finančno razvita okolja, kjer obstaja aktiven trg za vse finančne instrumente. V državah s slabo likvidnimi in/ali netransparentnimi trgi, je uporaba omejena oz. se postavlja vprašanje njene smiselnosti.

Povečuje se volatilnost izkazanih dobičkov

Le ta še posebej skrbi finančne institucije, ki morajo že po tradiciji izkazovati stabilno poslovanje. ECB (2004, str. 75) opozarja, da bodo v primeru bank, ki imajo med svojimi sredstvi veliko obrestovanih sredstev (obveznice, posojila), spremembe tržnih obrestnih mer povzročile velike razlike v izkazu poslovnega izida, čeprav gre pri teh sredstvih pravzaprav za najbolj varno obliko naložb ter jih zato v tako velikem obsegu banke tudi posedujejo. Opozarja tudi na davčno problematiko, saj je v nekaterih državah v uporabi neposredna povezava med poslovnim in davčnim izkazom in bodo tako podjetja davčno obremenjena tudi v primeru nerealiziranih dobičkov. Prevelika volatilnost skrbi tudi managerje, saj je del njihovega zaslužka vezan na izkazano uspešnost, hkrati pa na to nihanje nimajo posebnega vpliva, saj je odvisno od stanja na kapitalskih trgih. Barth (2004) je potrdila večjo volatilnost, in ugotavlja, da le ta izhaja iz treh virov. Prva in najpomembnejša je dejanska sprememba ekonomskih razmer, katere se odražajo v spremembah tržnih vrednosti sredstev in obveznosti. Druga je posledica napake pri merjenju teh sredstev, kot posledica napačnih predpostavk, tretja pa izhaja iz mešanega modela merjenja in meni, da bi se napako dalo zmanjšati z uporabo merjenja po pošteni vrednosti kot edinega načina.

Povečuje se možnost zlorabe asimetrije informacij

Na informacijsko učinkovitem trgu kapitala, način računovodenja ne vpliva na delovanje managerjev, čeprav izkušnje kažejo nasprotno (ECB, 2004, str. 78). V primeru, ko tržna cena ni poznana, ali le ta ni ustrezna, so za oceno poštene vrednosti potrebne subjektivne ocene poslovodstva. Podatki, ki ne prihajajo iz trga so nepreverljivi, kar lahko, v skladu s teorijo agentov, poveča možnost zlorabe asimetrije informacij. Managerji bodo namreč skušali nepreverljive podatke interpretirati v svojo korist. Barth, Landsman in Rendelman (1998) pravijo, da managerji sicer lahko zagotovijo boljše napovedi, vendar le v primeru, če so te ocene pripravljene nepristransko. Empirične raziskave so pokazale, da podjetja, vključena v borzni indeks S&P 500, z visokim deležem opcij za zaposlene, pogosto podvrednotijo stroške teh opcij (Aboody, Barth & Kasznik, 2006, str. 27). Cena delnice in stroški opcij imajo namreč izrazito negativno korelacijo. Hipotezo o povečanem

uravnavanju dobička na osnovi prevrednotenja sredstev, ki nimajo znane tržne cene, sta v svoji raziskavi potrdila tudi Ramanna in Watts (2007, str. 43).

Vpliv na stabilnost finančnega sistema

Po mnenju ECB (2004, str. 79) se bo povečana volatilitnost izrazila v nestabilnosti finančnega sistema, kar bo pomenilo, da bodo banke pripravljene prevzemati manj tveganj, s čimer bo bančna ponudba okrnjena, kar bi vplivalo na celotni finančni sistem. V primeru višjih tveganj, bi lahko banke pri financiranju delovale selektivno, še posebej v primeru manjših podjetij z bolj nestanovitno boniteto.

Povečujejo se stroški priprave izkazov

Merjenje zahteva večji obseg dela in večje število ljudi, ki so v ta proces vključeni. Poleg tega bo marsikatero podjetje primorano vključiti tudi zunanje strokovnjake (na primer ocenjevalce vrednosti). Računovodje celo do neke mere prevzemajo naloge finančnih analitikov, katerih vloga se, pri analiziranju notranje vrednosti in s tem pri odločanju o alokaciji kapitala, dramatično zmanjšuje. Zato nekateri avtorji predlagajo, da se ohrani računovodstvo izvirnih vrednosti, poštene vrednosti sredstev pa se razkrije zgolj v prilogi. Analitiki bi tako, poleg zanesljivih podatkov, pridobili tudi ocene o prihodnjih denarnih tokovih (napovedi skozi oči poslovodstva), trgi kapitala pa naj bi ovrednotili pomen teh dodatnih razkritij.

Slabost dodatnih stroškov je še posebej izrazita, če so imetniki finančnih naložb manjša podjetja. Ponavadi nimajo zaposlenih dovolj ustrezno usposobljenih finančnih strokovnjakov, hkrati pa tudi nimajo dovolj izkušenj, zato morajo za izdelavo ocenjene vrednosti najeti veččake. Obenem je pri manjših podjetjih tudi korist poročanja po poštenih vrednosti manjša, še posebej v podjetjih s skoncentriranim lastništvom, kjer je ločnica med poslovodstvom in lastniki pogosto bolj zabrisana.

Potreba po izkazovanju poštene vrednosti je povezana tudi z ažurnim spremljanjem sprememb cen na kapitalskih trgih. Zaradi učinkovitega izvajanja funkcije notranje kontrole in obvladovanja tveganj, še posebej v finančnih inštitucijah, ki imajo med sredstvi velik del finančnih naložb in pri katerih je obvladovanje tveganj še posebej pomembno, so bila oziroma so podjetja primorana investirati v informacijsko podporo. To sicer povečuje stroške, imajo pa s tem poslovodstvo in zunanji uporabniki jasnejšo sliko glede finančnega položaja podjetja.

2.4 Poštena vrednost v luči mednarodne finančne krize

Dileme merjenja poštene vrednosti so se na sicer učinkovitih mednarodnih finančnih trgih posebej zaostriale zaradi finančne krize, povzročene s krizo hipotekarnih obveznic. V drugi polovici leta 2007 se je v ZDA začela t.i. hipotekarna finančna kriza, ki se je iz ozkega področja slabih hipotekarnih posojil razširila tudi na druge finančne trge in izven meja Združenih držav. Po nekaterih ocenah gre za največjo globalno gospodarsko krizo po drugi svetovni vojni. Tako denimo Mednarodni denarni sklad (International Monetary Fund - IMF) pravi, da bi lahko izgube bančnega sektorja dosegle celo 1.000 milijard ameriških dolarjev. Začetki finančne krize segajo v obdobje poceni denarja zaradi nizke obrestne mere ameriške centralne banke (The Federal Reserve - FED), ter s tem naraščajočih cen nepremičnin zaradi povečanega povpraševanja. Istočasno so začele hipotekarne banke sproščati pogoje za pridobitev posojila, s čimer so posojilo lahko pridobili tudi slabši komitent, ki so bili v obdobju nizkih obrestnih mer sicer posojila še sposobni odplačevati. Ker je bil obseg povpraševanja po posojilih tako velik, da ga banke same niso bile sposobne zagotoviti, so vire financiranja poiskale na finančnih trgih. Tako so pričele z listinjenjem drugo razrednih hipotekarnih posojil, to je s preoblikovanjem posojil v vrednostne papirje in njihovo prodajo na sekundarnem trgu. Z listinjenjem se je kreditno tveganje preneslo iz bank na celotno finančno industrijo. Ko je FED zaradi inflatornih pritiskov začel z zviševanjem obrestne mere, kar se je seveda odrazilo tudi v višjih tržnih obrestnih merah, se je povečala stopnja neplačil. Zaradi skrbi, povezanih z nevrabili hipotekarnih posojil je kratkoročna obrestna mera močno porasla, prišlo je do likvidnostnih težav na medbančnem trgu, tržne cene finančnih instrumentov vezanih na hipotekarne obveznice pa so močno padle. S tem so se pričeli prvi odpisi v zvezi s drugorazrednimi posojili. Kot pojasnjuje The Global Public Policy Committee (2007, str. 2), se posledice finančne krize kažejo v spremembah tržnih vrednosti, tako instrumentov, ki so neposredno vezani na hipotekarne obveznice, kot tudi instrumentov, ki z njimi niso v neposredni povezavi. Pomanjkanje likvidnosti namreč vpliva na spremembo vhodnih podatkov v modelih ocenjevanja, ter odpira vprašanja o nivoju kakovosti opazovanih tržnih podatkov v skladu s hierarhijo po MRS 39.

Pri iskanju vzrokov za težave, se je vnela živahna debata ali je kriza povezana tudi z novimi računovodskimi pravili. Začetek prvih odpisov je sovpadel prav z uveljavitvijo standarda FASB 157, ki od ameriških podjetij zahteva vrednotenje po poštenu vrednosti. Tako sta denimo, Martin Sullivan, glavni direktor ameriške zavarovalniške multinacionalke AIG in njegov kolega iz francoske zavarovalnice AXA, med poglavitnimi dejavniki krize izpostavila vrednotenje po poštenu vrednosti. Po njunem mnenju je takšen koncept škodljiv in regulatorje pozvala k njegovi odpravi (Hughes, Tett, 2008, str. 1). Oglasil se je tudi komisar Evropske unije za notranji trg Charlie McCreevy, ki je v govoru pred evropskim parlamentom izrazil pomisleke, še posebej v razmerah, s katerimi se

finančni trgi soočajo v letu 2008, to je z volatilitnostjo in nizko likvidnostjo (McCreevy, 2008, str. 1). Aprila 2008 so trije predstavniki svetovalne skupine EFRAG, ki je svetovalni organ evropske komisije za področje računovodstva, pozvali k dopolnitvam standardov. Po njihovem mnenju se bodo odpisi bank, ki so posledica vrednotenja na podlagi tržnih cen, prenesli tudi v druge dele gospodarstva, opozarjajo pa tudi na škodljive posledice dokapitalizacij bančnega sektorja, v katere so banke prisiljene zaradi izkazane kapitalske neustreznosti. Po njihovem mnenju, bi bilo bolje preiti na vrednotenje na podlagi tržnih cen, ki odražajo 12-mesečno povprečje (Zielke, Starkie & Seeberg, 2008, str. 1). Kasneje se je EFRAG odzval na njihov poziv, v katerem je zapisal, da takšno stališče ni uradno stališče skupine. Tudi sicer je njihov članek požel velik odziv, med drugim se je oglasil tudi predsednik združenja pooblaščenih računovodij (Chartered Institute of Management Accountants - CIMA), v katerem priznava, da lahko trenutne razmere v bilance podjetij vnesejo nekaj nezanesljivih informacij, vendar bi bilo po njegovem še bolj nevarno, če bi te informacije zamenjali za druge, vendar enako nezanesljive. Meni, da mora bilanca stanja odražati trenutni posnetek stanja in se strinja s stališčem ameriške agencije za trg vrednostnih papirjev (U.S. Securities and Exchange Commission - SEC), da bi bilo za podjetja najbolje, da v poročanje vnesejo več opisnih informacij, v katerih bi vlagateljem pojasnili trenutne razmere (Tilley, 2008, str. 1).

Veron (2008, str. 1-6) ugotavlja, da se kritike osredotočajo predvsem na problem nelikvidnosti in cikličnosti. Likvidnost strukturiranih finančnih produktov, katerih vrednost je vezana na cene hipotekarnih obveznic, je tako majhna, v nekaterih primerih pa je praktično ni, nesorazmerje med povpraševanjem in ponudbo teh inštrumentov pa tako veliko, da so njihove tržne cene padle pod vrednost produktov iz katerih so ti izvedeni. Zaradi vrednotenja po pošteni vrednosti, so podjetja primorana izkazati tržno vrednost izvedenih inštrumentov, kar je po mnenju mnogih napačno, saj je njihova temeljna vrednost višja. Problematika cikličnosti pa se izkazuje v tem, da poštena vrednost dopušča napačno izkazovanje vrednosti sredstev v obdobjih, ko je finančni trg v bikovskem trendu (na koncu cikla rasti) in podcenjuje sredstva v medvedjem trendu (na dnu cikla). Številne ekonomske študije so pokazale, da so trgi kapitala pogosto neučinkoviti tudi v običajnih poslovnih okoliščinah, še posebej pa v obdobjih nadpovprečne rasti (napihovanje balona). Kot nadalje ugotavlja Veron, pa so takšne številne kritike neprepričljive vsaj iz treh razlogov:

- ne ponujajo verodostojne zamenjave za trenutno veljavne rešitve,
- ne upoštevajo negativne vplive, ki bi jih povzročilo pomanjkanje informacij, ki jih ponuja računovodsko poročanje glede na trenutne tržne razmere, in
- računovodsko poročanje in trenutna kriza sta dva povsem ločena problema.

Kritike problema cikličnosti zavrača tudi predsednik IASB David Tweedie. Po njegovem mnenju (IASB, 2008, str. 2) je procikličnost pač ekonomsko dejstvo, ki je in bo na

kapitalskih trgih vedno prisotno, naloga računovodstva pa je, da takšne razmere tudi ažurno prikaže. Hkrati meni, da bi bilo nedopustno, da bi v razmerah, ko praktično vsi udeleženci vedo, da se je tržna vrednost nekega sredstva močno znižala, pri računovodskem vrednotenju še vedno uporabljali nabavne vrednosti, ter s tem tako prikazovali razmere, ki niso odraz delovanja trga. Član odbora pri IASB John Smith je prepričan, da bi bile posledice finančne krize še večje, v kolikor računovodstvo ne bi takoj razkrilo tržnih razmer, ter bi resničen obseg krize spoznali šele čez leto ali dve. Meni, da so trenutne razmere odlična priložnost za managerje, da spoznajo pomembnost upravljanja s tveganji. Za uspešno upravljanje s tveganji pa je potrebno tveganja meriti, kar pa je splošna zahteva koncepta poštene vrednosti (IASB, 2008, str. 2).

Na pobudo Odbora za finančno stabilnost (Financial Stability Forum – FSF), ki ga sestavljajo predstavniki centralnih bank, finančnih inštitucij, regulatorjev kapitalskih trgov in pripravljavcev standardov, je IASB maja 2008 ustanovila posebno ekspertno skupino, ki bo ponovno pregledala primere dobrih praks na področju tehnik vrednotenja in pripravila morebitna dodatna navodila glede tehnik vrednotenja finančnih inštrumentov in razkritij v zvezi z njimi na neaktivnih trgih.

3 RAČUNOVODSKA OBRAVNAVA FINANČNIH NALOŽB

V Sloveniji se pri računovodenju lahko srečamo bodisi z uporabo Slovenskih računovodskih standardov bodisi z uporabo Mednarodnih standardov računovodskega poročanja³. Krovni predpis s področja bilančnega prava je Zakon o gospodarskih družbah (ZGD -1, Uradni list RS, št. 42-1799/2006), ki določa temeljna statusna korporacijska pravila ustanavljanja in poslovanja gospodarskih družb. Med temeljna pravila poslovanja zakon uvršča tudi splošna pravila o računovodenju, v njihovem okviru pa obravnava zgolj osnovna vprašanja s področja bilančnega prava, za pripravo podrobnejših pa pooblašča Slovenski inštitut za revizijo. S sprejetjem ZGD-1 je Slovenija tudi prevzela pravni red Evropske unije.

V skladu z uredbama 1606/2002 ES in 1725/2003/ES ZGD-1 določa, da je uporaba MSRP obvezna za vse gospodarske družbe, katerih vrednostni papirji kotirajo na organiziranem trgu katere od držav članic Evropske unije in so zavezane h konsolidaciji računovodskih izkazov. Poleg navedenih družb morajo računovodska poročila v skladu z MSRP sestavljati tudi banke, zavarovalnice in druge družbe, če tako odloči skupščina družbe, za dobo najmanj 5 let (ZGD-1, 2006, str. 4.411).

³ Zaradi enotnosti poimenovanja uporabljam izraz MSRP za vse standarde, ki jih je IASB sprejel od leta 2001 dalje, prav tako pa tudi za vse standarde, ki jih je do aprila 2001 sprejemal IASC (International Accounting Standards Committee).

V skladu s spremembami evropskega bilančnega prava, je ZGD-1, poleg načela previdnosti, uveljavil tudi načelo poštene vrednosti. V 4. odstavku 67. člena je namreč določeno, da je pri vrednotenju postavk v računovodskih izkazih treba upoštevati načelo poštene vrednosti, kot je določeno s SRS ali MSRP (ZGD-1, 2006, str. 4.418). Za podrobnejšo ureditev glede določanja poštene vrednosti, pa nas zakon napotuje neposredno na posamezne standarde, bodisi na SRS bodisi na MSRP, in sicer glede na zavezanost posamezne družbe le-tem. Hkrati določa, da je od splošnih pravil vrednotenja dovoljen odstop samo v izjemnih primerih, določenih v SRS ali MSRP. V nasprotnem primeru je potrebno v prilogi k izkazom pojasniti razloge za tak odstop in opisati, kakšne učinke ima to za prikaz premoženja in obveznosti družbe, njenega finančnega položaja ter poslovnega izida (ZGD-1, 2006, str. 4.418).

Ker ZGD-1 tudi določa, da SRS v zasnovi ne smejo biti v nasprotju z MSRP, je Slovenski inštitut za revizijo z izdajo novih standardov v letu 2006 le te tudi v dobršni meri prilagodil mednarodnim. Ker so MSRP vsebinsko bolj poglobljeni, SRS na nekaterih mestih uporabnika napotijo neposredno na uporabo določb MSRP. Mednarodni standardi vsebujejo tudi neposredne obrazložitve in primere njihove praktične uporabe, s tem pa so ti tako pogosto obvezno branje pri razumevanju zapletenejših vsebin iz slovenskih standardov. Uvod k SRS sicer določa, da je uporaba določb iz MSRP obvezna tudi za podjetja, ki so sicer zavezana k neposredni uporabi SRS, če se SRS nanje sklicujejo. Druge določbe v mednarodnih standardih računovodskega poročanja se ne štejejo kot določbe v SRS neposredno. Do sprejetja v SRS oziroma do sprejetja stališča ali pojasnila Slovenskega inštituta za revizijo se štejejo le kot informacija o strokovnih dosežkih (SRS-Uvod, 2006, str. 4).

Računovodstvo finančnih naložb slovenski standardi obravnavajo v standardu SRS 3 (2006): Finančne naložbe, mednarodni pa v standardu MRS 39 – Finančni inštrumenti : Pripoznavanje in merjenje. MRS 39 obravnava vse finančne inštrumente razen: naložbe v odvisna, pridružena in skupaj obvladovana podjetja v izkazih matičnega podjetja, ki jih obravnava standard MRS 27, pravice in obveznosti iz najema (MRS 17), sredstva in obveznosti, vezanih na načrte za ugodnosti zaposlenih (MRS 19), pravice in obveznosti iz zavarovalniških pogodb (MRS 32) in finančne garancije (MRS 37). Delitve glede na ročnost ni več, saj en standard obravnava tako dolgoročne kot tudi kratkoročne naložbe.

Oba standarda določata, da morajo podjetja vse svoje finančne naložbe razporediti v eno izmed štirih kategorij. Razporeditev v kategorije temelji na namenu, za katerega je bil finančni inštrument pridobljen, podlage za razporejanje pa so tudi jasno opredeljene.

Kategorije finančnih naložb so:

- a) finančne naložbe, merjene po pošteni vrednosti prek izkaza poslovnega izida,
- b) finančne naložbe v posesti do zapadlosti,

- c) finančne naložbe v posojila in terjatve, in
- d) finančne naložbe, razpoložljive za prodajo.

Razvrstitev v posamezno kategorijo je pomembna, saj je od nje odvisen način merjenja oziroma prevrednotenja. Merjenje ob začetni pripoznavi je enako za vse kategorije – podjetje mora sredstvo izmeriti po pošteni vrednosti. Običajno je to nakupna cena sredstva, saj je to najboljši dokaz poštene vrednosti, razen če drugačno vrednost dokazuje primerjava z drugimi pomembnimi tržnimi posli z istim inštrumentom ali pa to dokazuje metoda vrednotenja, pri kateri pa predpostavke vključujejo le podatke iz delujočega trga (MRS 39, 2004, str. 48). Izjema merjenja ob prvi pripoznavi je le pri sredstvih, katerih vrednost se ne izkazuje skozi poslovni izid, saj je pri teh sredstvih k pošteni vrednosti potrebno prišteti tudi stroške posla (MRS, 2004, str. 17).

Način merjenja ob kasnejšem merjenju pa je odvisen od razvrstitve sredstva v posamezno kategorijo. MRS določajo naslednje načine merjenja:

- merjenje po pošteni vrednosti;
- merjenje po odplačni vrednosti, in
- merjenje po nabavni vrednosti.

3.1 Merjenje po pošteni vrednosti

Po MRS je poštena vrednost znesek, s katerim je mogoče zamenjati sredstvo ali poravnati dolg med dobro obveščena in voljnima strankama v preišljenem poslu (MRS 39, 2004, str. 10). Člen AG 69 določa, da je podlaga za opredelitev poštene vrednosti tudi predpostavka, da je podjetje delujoče podjetje, ki nima niti namena niti potrebe, da bi prenehalo s poslovanjem ali bistveno skrčilo svoje delovanje. Poštena vrednost torej ni znesek, ki bi ga podjetje prejelo ali plačalo v prisiljenem poslu, pri neprostovoljnem prenehanju obstoja ali prisilni prodaji (MRS 39, 2004, str. 47). Po pošteni vrednosti se merijo finančne naložbe, ki so razvrščene v skupino:

- a) finančnih naložb po pošteni vrednosti preko izkaza poslovnega izida in,
- b) finančnih naložb razpoložljivih za prodajo.

Med finančne naložbe, razvrščene v skupino, merjene **po pošteni vrednosti prek poslovnega izida**, morajo podjetja uvrstiti vsa sredstva, ki so namenjena trgovanju. Standard dopušča možnost, da podjetja uvrstijo tudi druge naložbe, ki jih želijo meriti po pošteni vrednosti. Namen tega je, da se razširi možnost uporabe poštene vrednosti v računovodskih izkazih družb, zato se za to skupino pogosto uporablja tudi izraz *možnost uporabe poštene vrednosti* (angl. *fair value option*). V to skupino sredstev se najpogosteje

uvrščajo vrednostni papirji, namenjeni trgovanju, ki jih je podjetje pridobilo z namenom ustvarjanja dobička zaradi kratkoročnih sprememb cen na trgu kapitala. Prav tako se sem uvrščajo tudi izvedeni finančni instrumenti, če niso pridobljeni z namenom varovanja pred tveganji.

Ob začetni pripoznavi se izmerijo po nabavni vrednosti, ki je poštena vrednost danega ali prejetega nadomestila. V nabavno vrednost se ne všttevajo transakcijski stroški. Ob kasnejših merjenjih to skupino sredstev merimo po pošteni vrednosti, učinki spremembe poštene vrednosti pa se neposredno pripoznajo v izkazu poslovnega izida preko finančnih prihodkov ali odhodkov.

Standard tudi določa, da sredstev, ki so bila prvotno razporejena v to skupino, kasneje ni mogoče razporediti v drugo skupino. Možnost prerazporeditve bi namreč lahko vodila do skrivanja izgub ali dobičkov tistih sredstev, ki bi bile za podjetje neugodne.

Sredstva razpoložljiva za prodajo so tista sredstva, ki so opredeljena kot razpoložljiva za prodajo, ali pa niso razvrščena v nobeno od drugih skupin. Najpogosteje se v to skupino uvrščajo naložbe v kapital drugih podjetjih, vendar ne v odvisna, pridružena ali skupaj obvladovana podjetja. Ob začetni pripoznavi se ta skupina sredstev izmeri po nabavni vrednosti (poštena vrednost), z vsemi pripadajočimi transakcijskimi stroški. Ob kasnejših merjenjih jih je potrebno meriti po pošteni vrednosti, morebitne učinke pa izkazati neposredno v kapitalu, preko prevrednotovalnega popravka kapitala.

3.2 Merjenje po odplačni vrednosti

Predpisano je, da je po odplačni vrednosti potrebno meriti finančne naložbe, ki so razvrščene v skupino:

- a) finančnih naložb v posesti do zapadlosti in,
- b) finančnih naložb v posojila in terjatve.

Finančna **sredstva v posesti do zapadlosti** so tista finančna sredstva, ki imajo fiksna ali določljiva plačila in fiksno zapadlost, ter jih ima podjetje namen in sposobnost držati do zapadlosti, pa to niso posojila ali terjatve. V to skupino ponavadi spadajo dolžniški vrednostni papirji, ki jih namerava podjetje posedovati do njihove zapadlosti.

Ob začetni pripoznavi se izmerijo po nabavni vrednosti, ki je poštena vrednost danega ali prejetega nadomestila, z vsemi pripadajočimi transakcijskimi stroški. V vseh nadaljnjih merjenjih, pa se merijo po odplačni vrednosti. Le ta je nabavna vrednost finančnega instrumenta, zmanjšana za odplačila glavnice, povečana ali zmanjšana za amortizacijo

razlike med nabavno vrednostjo in vrednostjo ob zapadlosti (premija ali diskont) in zmanjšana za oslabitev ali za neizterljivost. Amortizacijo premije ali diskonta je potrebno izračunati z uporabo efektivne obrestne mere. Efektivna obrestna mera je tista obrestna mera, ki diskontira bodoče denarne tokove obravnavanega finančnega inštrumenta, na njegovo trenutno knjigovodsko vrednost.

Na vsak dan sestave bilance stanja je potrebno prevrednotiti finančno sredstvo, v primeru, da njegova knjigovodska vrednost presega nadomestljivo vrednost. Za to je treba oceniti nadomestljivo vrednost, oslabitev pa pripoznati v okviru odhodkov iz oslabitve, torej neposredno v izkazu poslovnega izida. Enako se tudi morebitna odprava oslabitve pripozna neposredno v izkazu poslovnega izida.

Posojila in terjatve so neizpeljana finančna sredstva z določenimi ali določljivimi plačili, ki ne kotirajo na delujočem trgu. V to skupino ni dovoljeno razvrstiti posojil ali terjatev, ki jih podjetje namerava prodati takoj ali kratkoročno (merijo se po pošteni vrednost prek poslovnega izida), prav tako pa tudi ne tistih, ki jih podjetje razvrsti med sredstva, razpoložljiva za prodajo.

Merjenje ob začetni pripoznavi, prav tako pa tudi vsa kasnejša merjenja, se merijo na enak način, kot finančna sredstva v posesti do zapadlosti.

3.3 Merjenje po nabavni vrednosti

Ne glede na to, da je potrebno po računovodskih standardih finančne naložbe razvrstiti v eno izmed štirih skupin, za vsako skupino pa so predpisani tudi načini merjenja (bodisi po pošteni vrednosti, bodisi po odplačni vrednosti) pa standardi, kljub vpeljavi načela poštene vrednosti, še vedno dopuščajo možnost vrednotenja sredstev po nabavni vrednosti. To velja za:

- a) kapitalske inštrumente, ki nimajo tržne cene na delujočem trgu in katerih poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti,
- b) izvedene finančne inštrumente, povezane s sredstvi, ki nimajo tržne cene.

Po metodi nabavne vrednosti se merijo vse finančne naložbe v kapitalske inštrumente, za katere ni objavljena cena na delujočem trgu in katerih poštene vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti. Prav tako se po nabavni vrednosti merijo naložbe v izpeljane finančne inštrumente, povezane s takimi finančnimi inštrumenti, ki jih je treba poravnati z njimi. To pomeni, da take finančne naložbe ves čas njihovega pripoznanja v računovodskih izkazih

izkazujemo po nabavni vrednosti, povečani za stroške posla⁴. Kljub vsemu, je na vsak dan sestave bilance stanje potrebno oceniti, ali obstaja kak nepristranski dokaz o morebitni oslabiljenosti posamezne finančne naložbe (ali skupine finančnih naložb). Če tak dokaz obstaja, je potrebno tako finančno naložbo prevrednoti, vendar le v primeru, da gre za oslabitev te naložbe. Znesek izgube zaradi oslabitve se izmeri kot razlika med knjigovodsko vrednostjo finančnega sredstva in sedanjo vrednostjo pričakovanih prihodnjih denarnih tokov, razobrestenih (diskontiranih) po trenutni tržni donosnosti za podobna finančna sredstva, in pripozna kot prevrednotovalni finančni odhodek. Takšnih izgub zaradi oslabitve kasneje ni dovoljeno razveljaviti.

Tabela 1: Pregled finančnih instrumentov in način njihovega merjenja

Merjenje	Razvrstitev	vrsta finančnega instrumenta		
		dolžniški vrednostni papirji	lastniški vrednostni papirji	izvedeni finančni instrumenti
	po pošteni vrednosti skozi IPI			
po pošteni vrednosti	- namenjeni trgovanju	•	•	
	- označeni za merjenje po pošteni vrednosti skozi PI	•	•	•
po pošteni vrednosti	razpoložljivi za prodajo	•	•	
po odplačni vrednosti	posojila in terjatve	•		
po odplačni vrednosti	v posesti do zapadlosti	•		

Vir: MRS 39

3.4 Pomen drugih razkritij pri poročanju po pošteni vrednosti

Zanesljivost merjenja in boljšo obveščeno vlagateljev je moč izboljšati z večjim obsegom razkritij. Pri predstavljanju poštenega in resničnega finančnega položaja morajo podjetja upoštevati predvsem standarda MRS 1 in MSRP 7.

3.4.1 MRS 1: Predstavljanje računovodskih izkazov

MRS 1 opredeljuje podlago za predstavljanje računovodskih izkazov za splošne namene. Tako določa nekatere bolj splošne zahteve glede oblike poročanja in podaja smernice za

⁴ Po SRS 3 so stroški posla stroški, pripisljivi neposredno pridobitvi, izdaji ali odtujitvi posamzenega finančnega sredstva.

sestavo računovodskih izkazov. S prenovo standarda v letu 2003 je IASB razširil obseg nekaterih dodatnih razkritij. Za informiranje lastnikov glede prihodnjega poslovanja so pomembna predvsem naslednja razkritja (MRS 1, 2003):

- člen 113 zahteva razkritje procesa presoje glede oblikovanja računovodskih politik podjetja, in njihov vpliv na bilančne postavke,
- člen 116 od podjetij zahteva poročanje o ključnih predpostavkah glede prihodnjih tveganj, od kod najpomembnejša tveganja izhajajo in kako lahko vplivajo na morebitne spremembe posameznih postavk v bilanci stanja.

3.4.2 MSRP 7: Finančni inštrumenti: razkritja

Gre za relativno nov standard, ki ga je IASB izdala v letu 2005, njegova uporaba je obvezna od 1.1.2007 dalje. Zaradi obilice novosti so ga nekateri celo označevali kot revolucijo v razkritjih. Standard nadomešča MRS 30 Razkritja v računovodskih izkazih bank in podobnih finančnih institucijah, ter nekatere zahteve iz MRS 32 Finančni instrumenti: razkritje in predstavitev. Njegova uporaba je obvezna za vsa podjetja, ki poročajo po MSRP, zaradi strukture bilance stanja pa bo najbolj vplival na banke in zavarovalnice.

Z njim se ne spreminjajo principi merjenja in izkazovanja finančnih inštrumentov, zaradi tega tudi ne vpliva na uspešnost podjetij, povečuje pa vrste in obseg razkrivanj. Poglavitni namen je bila ureditev poročanja o obvladovanju tveganj v zvezi s finančnimi inštrumenti, s čimer bi uporabniki lažje ocenili:

- pomen finančnih instrumentov za finančno stanje in dosežke podjetja,
- naravo in obseg tveganj, ki izhajajo iz finančnih instrumentov in so jim podjetja izpostavljena (kvantitativna razkritja), in
- kako podjetje obvladuje tovrstna tveganja (kvalitativna razkritja).

Podjetje mora razkritja podati po skupinah⁵, ki jih oblikuje na podlagi podobnosti finančnih inštrumentov. Število oblikovanih skupin (in morebitnih podskupin) ni predpisano, in jih lahko podjetja oblikujejo po svojih merilih. Zahtevani sta dve glavni razkritji:

1. ocena pomembnosti finančnega inštrumenta, in
2. ocena tveganja finančnega inštrumenta, ki izhaja iz njegove narave.

⁵ Te skupine niso enake skupinam, ki so, na podlagi načina merjenja in izkazovanja, oblikovane v skladu s MRS 39

Obvezna so kvalitativna in kvantitativna razkritja o izpostavljenosti kreditnemu, likvidnostnemu in tržnemu tveganju. Tveganja v povezavi s finančnimi inštrumenti izhajajo iz negotovosti prihodnjih denarnih tokov, ki lahko povzročijo spremembo vrednosti. MSRP 7 opredeljuje naslednje vrste tveganj:

- tržno tveganje, ki je sestavljeno iz valutnega tveganja, tveganja spremembe obrestne mere, in cenovnega tveganja,
- kreditno tveganje,
- likvidnostno tveganje.

Tržno tveganje (angl. *market risk*) je tveganje, da bo poštena vrednost prihodnjih denarnih tokov finančnega inštrumenta nihala zaradi sprememb tržnih cen. Lahko je odraz sprememb tržnih obrestnih mer, spremembe tečaja na valutnem trgu ali ostalih sprememb na trgu, specifičnih za posamezno vrsto finančnega inštrumenta. Kreditno tveganje (angl. *credit risk*) je tveganje, da bo ena pogodbeni stranka, povzročila drugi stranki finančno izgubo zaradi neizpolnitve pogodbene obveznosti. Likvidnostno tveganje (angl. *liquidity risk*) je tveganje, ki izhaja iz izpolnjevanja obvez, povezanih s finančnimi obveznostmi. Za vsako vrsto tveganja mora podjetje razkriti a) izpostavljenost do tveganja ter od kod tveganje prihaja, in b) cilje, politiko in procese upravljanja s temi tveganji.

Novost v zahtevanih razkritjih so razkritja tveganj "skozi oči posloводства". Le ta morajo temeljiti na podlagi notranjih poročil poslovodu, z njimi pa naj bi uporabniki lažje ocenili zmožnost obvladovanja tveganj.

MSRP 7 tudi zahteva razkritja poštene vrednosti vsakega razreda finančnih sredstev in obveznosti ter primerjavo teh vrednosti z vrednostmi v bilanci stanja.

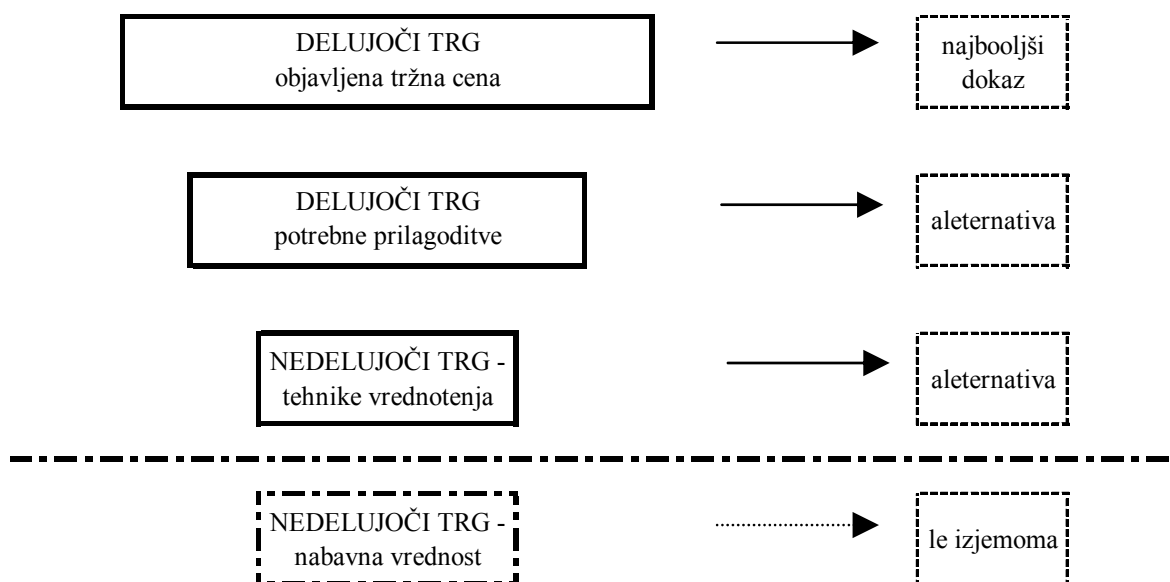
4 HIERARHIJA MERJENJA POŠTENE VREDNOSTI

Problematika merjenja je bila eden izmed glavnih pomislekov ob uvajanju koncepta poštene vrednosti v računovodske standarde. Z merjenjem na podlagi izvirnih vrednosti je problemov bistveno manj, saj je vrednost ob nastanku poslovnega dogodka znana, transparentna in preverljiva, ter kot taka tudi zanesljiva. Kasneje se ne spreminja, kar povečuje zanesljivost merjenja. Pogoj za to je, da se je posel izvršil pod tržnimi pogoji, med dvema, med seboj neodvisnima strankama. Rečemo lahko, da je vrednost ob prvem pripoznanju poštena vrednost, ne glede na uporabljen pristop k merjenju. Težko pa bi to trdili, čim bolj se oddaljujemo od časa transakcije. Z namenom ustreznega merjenja je FASB v ameriškem računovodskem standardu SFAS 157 o določitvi poštene vrednosti, izdal hierarhijo merjenja, ki jo je potrebno upoštevati pri merjenju vseh sredstev ali

obveznosti, ki se jih meri po pošteni vrednosti. Hierarhija temelji na **nivoju kakovosti vhodnih podatkov**, ki so podlaga za merjenje (IASB, 2006b, str. 34). Čeprav se hierarhija osredotoča predvsem na vhodne podatke, pa daje navodila tudi glede izbora in uporabe tehnik vrednotenja. V ospredje postavlja tržno, neprilagojeno ceno, ki je odraz trgovanja na aktivnem trgu, najmanjšo pomembnost pa daje vhodnim podatkom, ki ne prihajajo iz aktivnega trga.

Enotne hierarhije merjenja, ki bi se nanašala na merjenje pošteno vrednosti vseh sredstev in obveznosti, MRS ne poznajo. Namesto tega le posamezni standardi dajejo navodila, katerim vhodnim podatkom je potrebno dati večjo težo. Pomanjkanje doslednih ter enotnih navodil povečuje nejasnost in zmanjšuje primerljivost med posameznimi MRS. Zaradi tega IASB zagovarja stališče enotnosti hierarhije, kot jo pozna SFAS 157 in zato priporoča uporabo prakse iz ameriških standardov tudi v evropskih podjetjih (IASB, 2006a, str. 23).

Slika 1: Hierarhija merjenja finančnih naložb po MRS 39



Vir: IASB 2006a, MRS 39

4.1.1 Delujoči trg: 1. nivo

Poštena vrednost je objavljena cena istovrstnega sredstva ali obveznosti na dan merjenja. Pogoj za to je, ustrezno likviden in delujoč trg, ter da ima podjetje do tega trga neomejen dostop. Da lahko trg označimo kot delujoč trg, mora v skladu s členom AG 71 (MRS 39, 2004, str. 47) zadoščati naslednjim pogojem:

- trguje se z istovrstnimi predmeti,
- v vsakem času na trgu nastopajo voljni kupci in prodajalci,
- informacije o cenah so javno dostopne na borzi, borznemu posredniku, gospodarski panogi, službi za cene ali državni agenciji in te cene predstavljajo dejanske posle, ki se redno pojavljajo na trgu na čisti poslovni podlagi.

Člen AG 72 (MRS 39, 2004, str. 47) določa, da je ustrezna tista objavljena tržna cena sredstva, ki je v posesti, navadno nakupna cena (angl. *bid price*), kar pomeni vrednost, po kateri bi podjetje lahko prodalo kapitalski inštrument (izhodno ceno).

V primeru, da se s proučevanim sredstvom trguje na različnih trgih, se praviloma upošteva osnovni trg. Poštena vrednost portfelja finančnih inštrumentov je zmnožek števila enot inštrumenta in njegove objavljene tržne cene. Cena mora biti neprilagojena, tudi če podjetje poseduje večji obseg sredstev (na primer večji paket delnic nekega podjetja, za katerega bi lahko iztržilo več, kot pa znaša njihova trenutna cena na trgu). Uporaba prilagoditvenega faktorja je prepovedana tudi v primeru, da povprečni obseg trgovanja, ne presega količino sredstev, ki jih podjetje ima (IASB, 2006b, str. 19).

V kolikor se zgodi nek pomemben dogodek po koncu trgovanja, vendar pa pred datumom merjenja (na primer objava rezultatov podjetja, namera o prevzemu, večja transakcija,...), ki utegne pomembneje spremeniti tržno ceno, le ta ni dovolj dobra podlaga za določitev poštene vrednosti. V takih primerih je tržno ceno nujno potrebno prilagoditi (IASB, 2006b, str.19), takšen način merjenja pa se že opredeljuje kot merjenje v skladu z nižjo ravno hierarhije.

4.1.2 Nedelujoči trg: 2. nivo

V primeru, da trg istovrstnih sredstev ali obveznosti ne obstaja, se lahko vrednost določi na podlagi objavljenih cen podobnih sredstev. Vhodni podatki 2. nivoja so (IASB, 2006b, str. 19):

- tržne cene podobnih sredstev, ki se izoblikujejo na aktivnem trgu,
- tržne cene enakih ali podobnih sredstev, ki se oblikujejo na slabše delujočem trgu (na primer na trgu z malo transakcijami, z malo udeleženci, kjer objavljene cene niso vedno na voljo, kjer cene pomembneje varirajo med posameznimi posli),
- drugi tržni podatki (tržne referenčne obrestne mere, krivulje donosnosti, stopnje neplačil).

Zaradi specifičnih lastnosti posameznega sredstva, je potrebno vhodne podatke tega nivoja prilagoditi. Prilagoditve so odvisne od stanja opazovanega sredstva, mesta lokacije, ter obsega trgovanja.

4.1.3 Nedelujoči trg: 3. nivo

Tretji nivo hierarhije določanja poštenih vrednosti se uporablja v primeru, da za obravnavano sredstvo trg ne obstaja, ter nam tako njegova tržna cena ni poznana, ali pa trg obstaja, vendar objavljena tržna cena ni primerna podlaga za določitev poštene vrednosti. Objavljena tržna cena ni nujno primerna, če:

- se ne trguje pogosto,
- trg ni dovolj dobro razvit,
- se trguje s premajhnim obsegom.

Vendar neredno trgovanje in premajhen obseg še ne pomeni, da tržni podatki niso primerni in da trg ni dovolj aktiven ali da ne deluje. To velja tudi v primeru precejšnih odstopanj glede trgovalnega obsega, ter tudi v primeru, da se z nekim sredstvom nekaj časa sploh ne trguje. Občasne spremembe delovanja tržnih udeležencev so normalni ekonomski pojav, kar se je pokazalo tudi v trenutnih razmerah hipotekarne finančne krize, s pomočjo poštene vrednosti jih v bilancah podjetij zgolj pravilno izkažemo (The Global Public Policy Committee, 2007, str. 3).

V nasprotnem primeru, ko aktivni trg ne obstaja, pa se tržno vrednost izračuna s pomočjo ene izmed **metod vrednotenja**. Pri tem se zahteva, da se v njih uporabi čim več tržnih predpostavk. Model vrednotenja mora vključevati vse informacije, ki jih udeleženci na trgu pretehtajo, ko se odločajo o prodaji ali nakupu finančnega inštrumenta, ter predpostavke, ki so skladne z uveljavljenimi tehnikami ocenjevanja vrednosti. Tako se pravzaprav oceni, kakšna bi bila tržna cena, če bi trg obstajal in/ali deloval. Najpogosteje uporabljeni modeli vrednotenja finančnih inštrumentov so:

- primerjava s tržno ceno drugega finančnega inštrumenta, ki je enak ali zelo podoben po vseh bistvenih značilnostih,
- diskontiranje bodočih denarnih tokov,
- modeli vrednotenja opcij.

Pri uporabi vseh treh metod, je potrebno uporabiti številne predpostavke, ki temeljijo na subjektivnih ocenah in pogledih ocenjevalca. Razumljivo je, da se s tem samo po sebi postavlja vprašanje zanesljivosti, ki pa je ena izmed glavnih kakovostnih značilnosti računovodske informacije, namenjene odločanju. Pri ocenjevanju vrednosti z uporabo

modela vrednotenja, je vključeno tudi poslovodstvo, s čimer pa se v skladu s teorijo agentov povečuje možnost zlorabe notranjih informacij. Landsman (2006, str. 25) vidi možne rešitve v dodatnih razkritjih. Tako bi podjetja, v primeru vrednotenja v skladu z 2. nivojem, morala razkriti informacije, katera so tista sredstva z znano tržno vrednostjo, ki so služila za določitev poštene vrednosti ocenjevanega sredstva, in ali so njihove značilnosti res takšne, da so primerljive z ocenjevanim sredstvom. V primeru uporabe 3. nivoja pa zagovarja razkritje vseh relevantnih vhodnih podatkov in uporabljenih tehnik.

Kljub temu, da je IASB z izdajo navodil za merjenje izdelal dokaj natančna navodila kako pristopiti k določitvi ustrezne vrednosti, pa je meja med posameznimi nivoji izredno ohlapna. Tako je odločitev glede uporabe posameznega nivoja več ali manj arbitrarna in kot taka dopušča veliko prostora za različne interpretacije. Menim, da bodo zato računovodje v prihodnje prišli pogosteje v nasprotje s svojimi revizorji, hkrati pa jim prav nejasno določena meja dopušča dovolj svobode za argumentirano obrazložitev in zagovor uporabljenega pristopa. Za odločitev, ali uporabiti objavljeno tržno ceno, uporabiti prilagoditve ali preiti na model vrednotenja, je najpomembnejša opredelitev kakovosti delovanja trga. Pri tem pa se na marsikaterih trgih, prav gotovo pa tudi v Sloveniji, računovodje srečajo z enakimi problemi: kakšna likvidnost s posameznim inštrumentom je ustrezna, ali tržni udeleženci na njem nastopajo na čisti poslovni osnovi, ali so bile pretekle transakcije, na podlagi katerih so določene tržne cene, sklenjene v normalnih poslovnih okoliščinah. Možnost arbitrarnega odločanja pa predstavlja tudi nevarnost, da bi poslovodstvo skušalo vplivati na odločitve računovodij s ciljem ugodnejšega izkazovanja objavljenih rezultatov.

4.1.4 Nezanesljivost merjenja: uporaba nabavne vrednosti

Po MRS 39 je poštena vrednost določljiva v večini primerov, zato naj bi bila uporaba nabavne vrednosti le izjema. Uporaba izvirne vrednosti je v skladu s 46. členom (MRS 39, 2004, str. 18) dovoljena le za tiste finančne inštrumente, kateri:

- nimajo objavljene tržne cene na delujočem trgu, in
- katerih poštena vrednosti ni mogoče zanesljivo izmeriti niti z modelom vrednotenja.

Po členu AG 80 (MRS 39, 2004, str. 49) je ocena z modelom vrednotenja nezanesljiva le v primeru, če:

- je spremenljivost razpona cen po različnih modelih vrednotenja pomembna za ta inštrument, in
- če verjetnosti različnih ocen znotraj razpona ni mogoče utemeljeno oceniti in uporabiti pri oceni poštene vrednosti.

5 POŠTENA VREDNOST IN SLOVENSKI TRG KAPITALA

Zaradi problematike zanesljivosti merjenja, katera se najbolj izrazito odraža na manjših, mlajših in manj učinkovitih trgih, je za oceno poštene vrednosti, ki bi dovolj zanesljivo odražala notranjo vrednost inštrumenta, torej nujno potreben dobro delujoč kapitalski trg. Kakšne so značilnosti slovenskega trga kapitala? Kakšne so možnosti slovenskih računovodij za zanesljive ocene poštenih vrednosti naložb, ki so jih podjetja po računovodskih standardih dolžna izkazovati? V nadaljevanju si najprej pogledjmo značilnosti našega kapitalskega trga, ki vplivajo na njegovo učinkovitost. Kajti le učinkovit trg zagotavlja, da so odločitve investitorjev na njem optimalne, kar vpliva na kakovost in zanesljivost tržnih podatkov, ki jih na podlagi vrednotenja po poštenu vrednosti vnašamo v bilance podjetij.

5.1 *Značilnosti slovenskega trga kapitala*

Slovenski trg kapitala je majhen, nizko likviden in še vedno spada v skupino razvijajočih se trgov, za katere je značilna slabša učinkovitost. Od njegovega nastanka dalje smo sicer vseskozi pričali institucionalnim spremembam (zakonodajne spremembe, večja informiranost prebivalstva, razvoj institucionalnih vlagateljev), ki so pozitivno vplivale na izboljšano učinkovitost. Zakonski okvir, organiziranost in mehanizmi delovanja Ljubljanske borze so v dobršni meri primerljivi z ostalimi kapitalskimi trgi, primerljive so tudi zahteve glede obveznosti poročanja izdajateljev. Kljub vsemu pa lahko rečemo, da ima slovenski kapitalski trg še vedno vrsto pomanjkljivosti v primerjavi z najrazvitejšimi trgi.

Edini organizator trga vrednostnih papirjev v Sloveniji je Ljubljanska borza d.d., njeno delovanje pa ureja Zakon o trgu finančnih inštrumentov, nadzor delovanja in trgovanja pa nadzira Agencija za trg vrednostnih papirjev. Trenutno sta v njenem okviru organizirana dva trga, in sicer **borzni in prosti trg**. Med seboj se razlikujeta v pogojih, ki jih morajo izdajatelji izpolnjevati za vključitev nanj, ter v obsegu poročanja v času kotacije.

Pogoji za uvrstitev v borzno kotacijo so določeni s pravili Ljubljanske borze (Pravila borze, Uradni list RS, št. 67/07). Le ti se nanašajo na kvantitativne (število let poslovanja, obseg kapitala, velikost razreda delnic, delež razreda delnic v javnosti,...) in kvalitativne kriterije. Poseben segment borzne kotacije je **prva kotacija**, ki je bila ustanovljena šele leta 2005 in v katero je trenutno uvrščenih le 7 vrednostnih papirjev. Vanjo se lahko uvrstijo le vrednostni papirji, ki izpolnjujejo posebne kvalitativne in likvidnostne kriterije, poleg tega pa mora izdajatelj upoštevati še dodatne obveznosti razkritij. To je poročanje v skladu z MSRP in zagotavljanje dostopnosti javnih objav tudi v angleškem jeziku. V prosti

trg so uvrščeni vsi ostali vrednostni papirji, ki so bili v skladu z Zakonom o trgu finančnih instrumentov uvrščeni v organizirano trgovanje, vendar niso bili sprejeti v borzno kotacijo.

Po podatkih Ljubljanske borze je na dan 31.12.2007 na organiziranem trgu kotiralo 96 delnic, od tega 7 investicijskih skladov, 96 obveznic in 3 vzajemni skladi. Skupna tržna kapitalizacija vseh vrednostnih papirjev je konec leta 2007 znašala 26,858 mrd EUR. Po pomenu borze za nacionalno ekonomijo, izmerjeno z deležem tržne kapitalizacije podjetij v BDP, se je Ljubljanska borza leta 2006 uvrstila na predzadnje mesto med evropskimi borzami, članicami Svetovne federacije borz. Delež tržne kapitalizacije v BDP je znašal vsega 38,7%, kar je od evropskih borz več le od Budimpeštanske, medtem ko je na primer delež kapitalizacije Dunajske borze znašal skoraj 60%, Italijanske 53%, in Nemške 54% (World federation of Exchanges, 2008, str. 1).

Število kotirajočih delnic predstavlja le 8,7% vseh registriranih delniških družb v Sloveniji na dan 31.12.2007 (Ajpes, 2008, str. 4). Le 25 delnic, s skupno tržno kapitalizacijo 16,882 mrd EUR, kotira v borzni kotaciji, 64 delnic pa na prostem trgu. Tržna kapitalizacija vseh delnic iz prostega trga je konec leta 2007 znašala vsega 2,858 mrd EUR. Največji delež v celotni tržni kapitalizaciji vseh vrednostnih papirjev imajo delnice družb (brez investicijskih skladov) in sicer 73,5%, sledijo jim obveznice (22,1%) in investicijski skladi (4,4%). V letu 2007 se je tržna kapitalizacija delnic povečala za 71,5%, kar je posledica rasti cen delnic in uvrstitve delnic Nove kreditne banke Maribor (LJSE, 2008a, str. 16).

Število, na borzo uvrščenih vrednostnih papirjev, se trendno znižuje. V letu 2007 se je skupno število izdaj vrednostnih papirjev, glede na leto prej, zmanjšalo za 17, kar predstavlja kar 8% zmanjšanje glede na predhodno leto. Neto zmanjšanje beležimo na vseh segmentih, enako tudi v letu 2006. V letu 2007 se je, kljub nekaterim novim kotacijam, skupno število delnic zmanjšalo za 13, od tega 3 na borznem in 10 na prostem trgu. Kljub temu se obseg prometa od leta 2003 dalje povečuje, v letu 2007 kar za 123% (LJSE, 2008a, str. 1), kar po podatkih Svetovne federacije borz, Ljubljansko borzo po rasti prometa v letu 2007, uvršča na 8 mesto med 51 borzami na svetu (World federation of Exchanges, 2008, str. 4). Rast prometa je posledica nadpovprečno visoke rasti tečajev na Ljubljanski borzi in s tem povečanega zanimanja vlagateljev ter procesa lastniške koncentracije, kateremu smo bili priča v letu 2007 v mnogih slovenskih javnih družbah. Menim, da so na visoko likvidnost vplivale tudi špekulacije in pričakovanja vlagateljev o prevzemih nekaterih slovenskih podjetij, povezana tudi z napovedanim umikom države iz lastništva (Telekoma Slovenije, logistična podjetja,...), poleg tega pa tudi izdaje izvedenih finančnih instrumentov na nekatere slovenske delnice.

5.1.1 *Likvidnost tržnih vrednostnih papirjev*

Ne glede na trendno povečevanje obsega, pa ključni problem Ljubljanske borze ostaja nizka likvidnost posameznih delnic, še posebej delnic iz prostega trga. Likvidnost je namreč ena izmed najpomembnejših pokazateljev razvitosti borznega trga. Visoka likvidnost je tista, ki omogoča, da vlagatelji trgujejo z večjimi količinami, z nižjimi stroški in ob vsakem času. Likvidnost je povezana s transakcijskimi stroški, ter močno vpliva na ceno delnic. Povsem razumljivo je, da so vlagatelji zainteresirani za čim večjo likvidnost, v nasprotnem primeru lahko pričakujemo, da bodo za določeno količino pripravljeni plačati manj (likvidnostni diskont). Za likvidne trge je značilno, da na njem nastopa veliko število kupcev in prodajalcev, s tem pa posamezne transakcije nimajo pomembnejšega vpliva na ceno. Lee (2002, str 12) razlikuje štiri dimenzije likvidnosti:

- **Širino cenovnega razmika**, katera se nanaša na stroške trgovanja z določeno količino in predstavlja strošek na enoto likvidnosti. Največkrat je določena s cenovnim razmikom pri danem številu vrednostnih papirjev, vključuje pa tudi provizije borznih posrednikov,
- **Globino trga**, ki se odraža v številu vrednostnih papirjev, s katerimi se lahko trguje, ne da bi s tem povzročili večji premik cene,
- **Čas izvršljivosti naročila**, ki se nanaša na hitrost izvršenega posla pri dani količini in stroških. Od izvršljivosti naročila je odvisen predvsem tip naročila (tržno naročilo, limitirano naročilo,...),
- **Odzivnost cen**, ki se meri v hitrosti vrnitve cen na raven pred spremembo, ki jo je povzročila velika količina naročil s strani neinformiranih udeležencev trga.

Likvidnost merimo z različnimi kriteriji, v grobem jih delimo na (Deželan, 2001, str. 34):

- merila za ugotavljanje likvidnosti posameznega vrednostnega papirja, in
- merila za ugotavljanje likvidnosti celotnega trga.

Ljubljanska borza meri globino oziroma likvidnost trga s tako imenovano metodo CGT. Ta metoda meri spremembo tržne cene posameznega vrednostnega papirja ob vnosu tržnega naročila v vrednosti 7.500 EUR. Vrednost CGT se meri in prikazuje v baznih točkah (100 b.t. = 1%) in predstavlja seštevek spremembe na ponudbeni in povpraševalni strani. Gre pravzaprav za skriti strošek vlagateljev pri nakupu in prodaji delnic zaradi spremembe tržne cene in je posledica nizke likvidnosti trga. Zaradi majhne ponudbe ali povpraševanja lahko namreč pri nekaterih delnicah že z majhnimi zneski (in tržnimi naročili) precej spremenimo ceno delnice. Borza globino trga meri dvakrat na dan, za obdobje 4 mesecev. Obdobno povprečje CGT se izračuna kot navadno povprečje vseh izmerjenih vrednosti CGT. Vendar ga borza ne izračunava za vse delnice, temveč le za tiste, za katere obstajajo

podatki za vsaj 67 odstotkov vseh možnih izračunov. CGT ni možno izračunati, če v trenutku izračuna v sistemu ni ponudbe ali povpraševanja po določenem vrednostnem papirju, torej ko globina trga ne obstaja (LJSE, 2008b).

Po podatkih Ljubljanske borze je bilo v obdobju od 1.4. do 31.8. 2007 globino trga mogoče izračunati le za 36 delnic. Le pri 3 delnicah je bila vrednost CGT nižja od 100 bazičnih točk, kar pomeni, da se je le pri teh vrednostnih papirjih tržna cena ob naročilu 7.500 EUR spremenila za manj kot 1%. Pri vseh ostalih delnicah pa so imeli vlagatelji skriti strošek nakupa ali prodaje, v povprečju več kot 1% tržne cene. Pri 23 delnicah ta strošek znaša do 10%, pri 10 delnicah, za katere je bilo v tem obdobju še mogoče izračunati globino trga s to metodo, pa je strošek znašal več kot 10% tržne cene.

Razumljivo je, da je globina trga največja v prvi kotaciji, kjer je v obravnavanem obdobju strošek likvidnosti v povprečju znašal 1,25% tržne cene, in najvišji v prostem trgu, kjer pa je povprečni strošek znašal že 21,3%.

Tabela 2: Likvidnost delnic na Ljubljanski borzi v obdobju od 1.3.2007 do 31.8.2007

SEGMENT TRGA	št. delnic	GLOBINA TRGA		dnevno število poslov*	dnevni promet v EUR*
		CGT* (povprečne vrednosti)	št. delnic brez CGT		
PRVA KOTACIJA	8	125	0	63	770.000
BORZNA KOTACIJA	16	222	9	12	83.000
PROSTI TRG	62	2.129	45	3	8.000

Vir: LJSE, interni podatki

Z namenom koncentracije ponudbe in povpraševanja manj likvidnih delnic in s tem znižanja skritih stroškov zaradi nizke likvidnosti teh delnic, je v letu 2005 Ljubljanska borza uvedla avkcijski način trgovanja za manj likvidne delnice. Pri takšnem načinu trgovanja se v določenem času naročila le zbirajo, posli pa se izvršijo le enkrat na dan, in sicer po eni sami (avkcijski) ceni. V avkcijskem načinu trgovanja se trguje z delnicami, katerih globina trga, izmerjena z metodo CGT, znaša več kot 1.000 bazičnih točk. Poleg znižanja skritih stroškov trgovanja zaradi majhne globine trga, takšen način trgovanja prinaša tudi nekoliko manjšo nihajnost cen.

Na nizko likvidnost borze kaže tudi količnik tržnosti, ki predstavlja razmerje med letnim prometom z vrednostnim papirjem in povprečno tržno kapitalizacijo. Med vsemi kotirajočimi delnicami v letu 2007 je imelo le 36 delnic količnik tržnosti višji od 0,10.

Značilna je tudi visoka koncentracija prometa, saj je v letu 2007 predstavljalo trgovanje z 10 najprometnejšimi delnicami 83% celotnega obsega trgovanja (LJSE, 2008a, str. 3).

5.1.2 Poslovanje s svežnji in trgovanje izven organiziranega trga

Pomembna značilnost Ljubljanske borze je tudi visok obseg prometa s svežnji. V letu 2007 je bilo po podatkih Ljubljanske borze (LJSE, 2008a, str. 3) opravljenih 1.051 poslov s svežnji, v skupni vrednosti 1,201 mrd EUR. Takšen obseg prometa predstavlja kar 56% celotnega prometa Ljubljanske borze. Trgovanje preko svežnjev je prvenstveno namenjeno večjim vlagateljem, ki imajo tako velike likvidnostne potrebe, katerih ne morejo udejaniti preko rednega trgovanja, brez večjega vpliva na tečaj. Od navadnega trgovanja se razlikuje v tem, da za tečaj ne veljajo predpisana pravila glede odstopanja od zadnjega uradnega enotnega tečaja, kar pomeni, da se lahko transakcijska cena od njega bistveno razlikuje. Poleg tega se tečaji poslov s svežnji ne upoštevajo pri izračunu uradnih enotnih tečajev. Čeprav morajo borzni člani o teh poslih poročati, pa lahko pogosto slišimo očitke, da jih uporabljajo predvsem vlagatelji z notranjimi informacijami.

Z vidika preglednosti predstavlja še večji problem izvenborzno trgovanje s tržnimi vrednostnimi papirji. Poročanje o teh poslih ni urejeno, zato natančnega obsega trgovanja ni mogoče izračunati. Glede na podlago preknjižb pri KDD in njihovih povprečnih tečajev v tekočem mesecu, je Ljubljanska borza izvenborzni promet v letu 2007 ocenila na 1,194 mrd EUR (LJSE, 2008a, str. 4). Takšen obseg predstavlja 62% celotnega prometa na organiziranem trgu, skupaj s posli v svežnjih pa kar 118%.

Neugodna je tudi sektorska struktura izdajateljev, saj je na organizirani trg, poleg prednostnih delnic Probanke, uvrščena le ena sama banka. Enako velja za zavarovalniški in elektro-energetski sektor, v katerih deluje kar nekaj velikih delniških družb. Glede na to, da imajo ta podjetja veliko število malih delničarjev, prav gotovo sodijo na organiziran trg. Značilnost ljubljanske borze je tudi nizek delež tujih vlagateljev. Na zadnji dan leta 2007 je bilo le 5,87% vrednostnih papirjev v rokah tujcev (merjeno z deležem v tržni kapitalizaciji).

Na neučinkovitost slovenskega trga kapitala vpliva tudi velik obseg trgovanja izven organiziranega trga. Transakcije na sivem trgu namreč zmanjšujejo obseg likvidnosti na borzi, obseg poslov in transakcijske cene pa so netransparentne. Borznoposredniške družbe in banke morajo sicer ATVP sporočati podatke o vseh poslih z vrednostnimi papirji, ki jih sklenejo zunaj organiziranega trga, vendar se posli lahko sklepajo tudi neposredno. V letu

2006 so denimo posli z delnicami izven organiziranega trga predstavljali 27,3%⁶ prometa na organiziranem trgu.

Tržne vrednosti naložb so superiorne ocene vrednosti le na učinkovitem, dobro delujočem trgu kapitala, torej na trgu, kjer je prisotnih veliko število kupcev in prodajalcev, kjer razpoložljivost informacij ni omejena in na katerem so transakcije z vrednostnimi papirji številne. Mnogo teh karakteristik ni značilnih za slovenski trg, saj je dobro likvidnih le nekaj delnic, skritih transakcijskih stroškov veliko, veliko pa je tudi poslov izven organiziranega trga, katerih poročanje je slabo urejeno. Navedeno se odraža v slabši zanesljivosti tržnih cen, ki služijo za določitev poštene vrednosti, ter v pogostejši potrebi po uporabi modelov vrednotenja.

5.2 *Učinkovitost slovenskega trga kapitala*

Učinkovitost trga kapitala ima številne posledice tudi za finančno računovodstvo. Če je trg informacijsko učinkovit, postane izbor računovodske politike namreč nepomemben. Izbrana metoda sicer lahko vpliva na izkazan dobiček podjetja, vendar je za investitorje takšna informacija nerelevantna in brez vpliva na ceno delnice, v kolikor le ta nima za posledico tudi spremembe denarnega toka. Tržna učinkovitost tudi izboljšuje kakovost računovodskega poročanja, saj od njega terja pripravo zanesljivih, uporabnih, pravočasnih in stroškovno učinkovitih informacij. Investitorji namreč pridobivajo informacije tudi iz drugih virov, ki predstavljajo konkurenco računovodstvu. Od njega tudi zahteva velik obseg razkritij, pri čemer pa investitorjev ne zanima oblika izkazov, saj znajo dobro poučeni investitorji uporabiti in interpretirati vsakršno posredovano informacijo (Scott, 2003, str. 99).

V skladu s hipotezo o učinkovitem trgu kapitala velja, da na učinkovitem trgu cene delnic v vsakem trenutku popolnoma odražajo vse razpoložljive relevantne informacije. V tem primeru tudi ni mogoče dosegati nadpovprečne donosnosti na dolgi rok (Mramor, 2000, str. 306). Pri proučevanju učinkovitosti trga kapitala se preverja informacijska učinkovitost trga. Poznamo tri pojavne oblike informacijske učinkovitosti - šibko, srednje močno in močno obliko (Bodie, Kane & Marcus, 2002, str. 342):

- **Šibka oblika** (angl. *weak form*), pri kateri cene vrednostnih papirjev odražajo vse informacije, ki jih lahko pridobimo z analizo tržnih podatkov. Če je trg šibko učinkovit, investitorji v povprečju ne morejo doseči nadpovprečnega donosa na podlagi trgovanja z informacijami o preteklih cenah in trgovalnih obsegih.

⁶ To velja le za posle, o katerih se poroča ATVP.

- **Srednje močna oblika** (angl. *semi-strong form*), pri kateri cene vrednostnih papirjev odražajo vse javno dostopne informacije v zvezi s poslovanjem podjetja, zato pričakujemo, da se bodo informacije odražale v cenah vrednostnih papirjev. Odvisna je od hitrosti prilagoditve cene ob objavi nove informacije.
- **Močna oblika** (angl. *strong form*) pri kateri vse cene vrednostnih papirjev odražajo vse relevantne informacije o podjetju, vključno z notranjimi informacijami. Velja torej le v primeru, da na trgu ne obstojijo investitorji, ki trgujejo na podlagi notranjih informacij. Močna oblika se sklada s splošno opredelitvijo učinkovitega trga kapitala, ki pa v realnosti ne obstaja.

Značilnosti posameznega trga kapitala lahko uporabimo za osnovo pri ugotavljanju njegove učinkovitosti. Rees (1995, str. 174) navaja naslednje značilnosti razvitih trgov, ki zagotavljajo njihovo učinkovito delovanje:

- **Število udeležencev.** Trg kapitala je sestavljen iz številnih udeležencev, ki so pripravljene kupovati in prodajati vrednostne papirje, kar onemogoča posamezniku, da načrtno in konsistentno vpliva na tržne cene.
- **Razpoložljivost informacij.** Na nobenem drugem trgu ni na voljo toliko različnih izčrpnih in zanesljivih informacij, ki se morajo razširjati z nizkimi transakcijskimi stroški.
- **Nizki transakcijski stroški.** Stroški, ki nastanejo zaradi borznih poslov so nizki in predstavljajo le nekaj odstotkov cene. Praviloma so nižji kot pri večini drugih transakcij, pri katerih se opravi zamenjava lastništva.
- **Lokacijska neodvisnost.** Čeprav so vrednostni papirji registrirani na borzi v drugi državi ali mestu, premoženje, na katerega se nanašajo pa drugje, to ni ovira za trgovanje.
- **Homogenost investitorjev.** Motivi investitorjev so praviloma isti, to je pravica do udeležbe v prihodnjih denarnih tokovih, ob pričakovani stopnji tveganja. Drugi motivi (politični, etični, ekološki,...) niso v ospredju.
- **Konkurenca med analitiki.** Na trgu deluje množica analitikov, ki iščejo podcenjene vrednostne papirje. Čeprav pri tem prihaja do napak, pa napake niso sistematične. Množica analitikov tudi zagotavlja, da pri določanju cen ni spregledana nobena informacija.

V nasprotju z učinkovitim trgom kapitala, se na manj učinkovitem trgu postavlja vprašanje, ali cene delnic res pravilno odražajo njihovo notranjo vrednost, ter ali so tržne vrednosti ustrezna podlaga za merjenje pošteni vrednosti. Na drugi strani pa na takem trgu tudi narašča pomen poročanja po pošteni vrednosti, saj pomaga investitorjem pri določanju temeljne vrednosti podjetja, hkrati pa pripomore k izboljššanju učinkovitosti in zmanjševanju asimetrije informacij.

V preteklih letih je bilo v Sloveniji opravljenih nekaj empiričnih raziskav, ki so preverjale **šibko obliko** učinkovitost slovenskega kapitalskega trga. Prvo študijo šibke učinkovitosti je izvedla Deželanova (1996), ki je ugotovila, da v obdobju do junija 1996 slovenski trg še ni bil šibko učinkovit. Raziskavo je ponovila v letu 1998 (s podatki do marca 1998), ter ponovno ovrгла tezo o šibki učinkovitosti. Do enakega zaključka so prišli avtorji naslednje študije, čeprav so, poleg trga kot celoto, proučevali tudi 31 najbolj likvidnih delnic. Vsi opravljeni testi so ovrgli hipotezo o vsaj šibki učinkovitosti (Aver, Petrič & Zupančič, 2000, str. 340). Prva analiza, na podlagi katere je avtor potrdil šibko učinkovitost slovenskega trga, je bila opravljana leta 2002 (Velkavrh, 2002, str. 41). Nekaj avtorjev je opravilo tudi analize hipoteze **srednje močne oblike** učinkovitosti. Hipotezo o srednje močni obliki učinkovitosti sta delno potrdila Bole (Bole, 2001, str. 42) in Kralj (2001, str. 41), zavrnila pa Jenko, ki je potrdila šibko obliko (Jenko, 2006, str. 92).

Na podlagi opravljenih raziskav glede učinkovitosti kapitalskega trga lahko zaključim, da slovenski trg kapitala ni srednje močno učinkovit, se pa njegova učinkovitost izboljšuje. Res pa je tudi, da so bile opravljene raziskave do sedaj usmerjene zgolj na borzne transakcije, saj podatkov o transakcijah na sivem trgu primanjkuje. Sivi trg predstavlja okoli polovico vsega prometa na slovenskem kapitalskem trgu, zato bi bili lahko rezultati tudi drugačni, v kolikor bi raziskava vključila tudi te podatke.

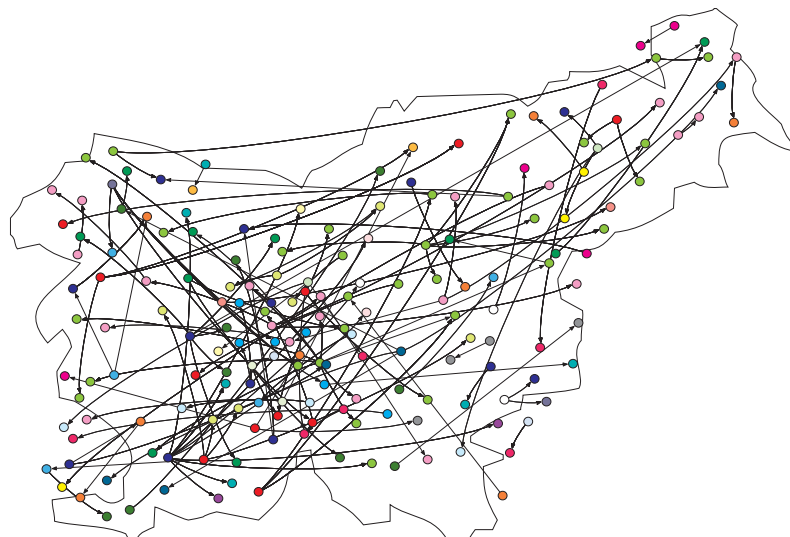
5.3 Povezanost oseb na slovenskem trgu kapitala

O pošteni vrednosti lahko govorimo le, če se je neka transakcija zgodila med nepovezanima in neodvisnima osebama. Nepovezani osebi sta osebi, ki nista v nekem posebnem razmerju, kateri bi lahko privedel do tega, da dosežena transakcijska cena ni odraz stanja na trgu. Za povezani osebi štejemo, če sta ti kapitalsko ali upravljavsko povezani, na primer obvladujoče podjetje in odvisna družba. Udeleženi stranki morata imeti enako pogajalsko izhodišče, nobena oseba pa ne sme biti podvržena obvladovanju ali vplivu druge. V nasprotju s tem pa sta osebi povezani, kadar ima ena oseba moč obvladovati drugo ali izvrševati odločilen vpliv pri finančnih in poslovnih odločitvah (MRS 24, 2004, str. 111). Najpogosteje je vzrok povezanosti lastništvo. Zakon o gospodarskih družbah za povezane osebe šteje pravno samostojne družbe, ki so v medsebojnem razmerju povezani tako, da (ZGD-1, 2006, str. 4.472):

- ima ena družba v drugi večinski delež (družba v večinski lasti in družba z večinskim deležem),
- je ena družba odvisna od druge (odvisna in obvladujoča družba),
- so koncernske družbe,
- sta dve družbi vzajemno kapitalsko udeleženi, ali
- so povezane s podjetniškimi pogodbami.

S proučevanjem lastniških povezav med slovenskimi javnimi delniškimi družbami se je ukvarjal Pahor (2003), ki je v vzorcu imel nad 600 podjetij, za katera je od KDD-ja lahko pridobil časovno serijo podatkov o lastništvu. Pokazal je na močno lastniško omrežje slovenskih podjetij. Povezana podjetja tvorijo gručo in krepijo svoje socialne vezi. Taka podjetja si delijo člane nadzornih svetov, oblikujejo partnerstva in imajo deleže drugo v drugem. Nakup lastniškega deleža enega podjetja ima tendenco po vrnitvi povezave s povratnim nakupom lastniškega deleža. Poleg organskih razlogov pridobivanja lastniških deležev zaradi sinergij, rasti podjetij in ekonomije obsega, so najverjetnejši razlogi za nastanek lastniških povezav finančni razlogi in problem agentov, ko management, namesto da bi lastnikom izplačal prosti denarni tok, ta denar raje zadržuje, ga vloži v prijateljska podjetja in s tem krepí svojo moč. Bistvena razlika med slovenskim omrežjem podjetij in omrežjem v drugih državah pa je v naravi finančnih podjetij v jedru omrežja podjetij. To pa ugotovljeno nakazuje, da z vrednostnimi papirji v veliko primerih trgujejo med seboj povezane osebe, kar zmanjšuje uporabnost tržne cene za pošteno vrednost.

Slika 2: Mreža povezanih podjetij z nad 20% lastniškim deležem



Vir: Pahor, 2003, str. 113

Menim, da se bo izboljševanje učinkovitosti nadaljevalo tudi v prihodnje. Na to bo, preko že napovedanih prvih javnih prodaj delnic, vplivalo povečano število kotirajočih podjetij, s čimer se bo povečala likvidnost borze kot celote. S kotacijo se bo močno povečala tudi transparentnost trgovanja z delnicami teh podjetij. Na povečano likvidnost lahko pozitivno vplivajo tudi predstavitve izdajateljev tujim portfeljskim investitorjem, s katerimi je Ljubljanska borza že pričela, ter vključitev najprometnejših delnic v regijske indekse. Poleg tega lahko upravičeno pričakujemo, da se bo še naprej povečevalo tudi znanje investitorjev. Na drugi strani pa v številnih borznih podjetjih trenutno poteka intenziven proces lastniške konsolidacije, s čimer lahko utemeljeno pričakujemo, da bo večina teh podjetij v končnem koraku odšla iz borznega trga.

Obseg delovanja na neorganiziranem trgu je razmeroma intenziven, in kljub temu, da je sivi trg bistveno manj reguliran, je lahko za določen vrednostni papir bolj delujoč, kot pa organizirani trg za nek drug vrednostni papir. Glavni kriterij pri tem je rednost in obseg trgovanja. V takem primeru je objavljena cena aktualna in njena dnevna dostopnost omogočena. Zato menim, da lahko transakcijske cene, ki se izoblikujejo na sivem trgu, v posameznih primerih označimo za dovolj kakovostno podlago za določitev poštene vrednosti, v marsikaterih primerih celo za bistveno boljšo od velikega števila cen, izoblikovanih na organiziranem trgu.

V primerjavi s tujimi trgi je slovenski kapitalski trg bistveno manj likviden, hkrati pa na njemu obstajajo velike razlike v likvidnosti med posameznimi vrednostnimi papirji. Dejansko bi lahko rekli, da na njem kotira le majhno število vrednostnih papirjev, katerih preglednost poslovanja, obseg in značilnost trgovanja zagotavljajo, da njihova tržna vrednost dovolj dobro odraža njihovo pošteno vrednost. Za ostale, manj likvidne, pa bi bilo potrebno najprej ugotoviti, ali je trg dovolj delujoč, da izoblikovana tržna cena odraža pošteno vrednost.

5.4 Uporaba koncepta poštene vrednosti pri izkazovanju finančnih naložb na slovenskem trgu kapitala

Jasno je, da je glede na značilnosti slovenskega kapitalskega trga, zanesljivo merjenje poštenih vrednosti finančnih instrumentov, težavno. Uporaba koncepta poštene vrednosti je otežena, saj na organiziranem trgu kotira le manjši del slovenskih podjetij, posli in transakcijske cene pa so na neorganiziranem trgu v večini primerov nepregledni. Hkrati lahko le za manjši del kotirajočih podjetij rečemo, da zaradi majhne likvidnosti delnice, tržna cena odraža njihovo pravo notranjo vrednost. Na težavnost merjenja dodatno vpliva tudi pomanjkanje praktičnih izkušenj pri uporabi modelov vrednotenja. Ne glede na to pa menim, da je dokaj zanesljivo merjenje mogoče tudi na našem kapitalskem trgu in bi se ga moralo posluževati večje število slovenskih podjetij.

Takšen način merjenja je pravzaprav celo obvezen, saj računovodski standardi, ki veljajo v Sloveniji, jasno določajo, da je finančne naložbe potrebno vrednotiti in izkazovati po pošteni vrednosti, le izjemoma po nabavni vrednosti. Menim, da je v primeru slovenskega trga, kjer se srečujemo z maloštevilnimi in manj kakovostnimi tržnimi podatki, potrebno v skladu s hierarhijo merjenja najprej presoditi, ali so tržni podatki dovolj dobra osnova za določitev poštene vrednosti. Glede na to, da le manjši del slovenskih podjetij kotira na organiziranem trgu, bo verjetno pogostejša uporaba drugega in tretjega nivoja hierarhije. Hkrati menim, da je zaradi nizke likvidnosti, tudi pri tržnih vrednostnih papirjih najprej potrebna opredelitev kakovosti tržnega delovanja.

Slovenski kapitalni trg je sestavljen iz več segmentov. Groznik (2007, str. 5) pravi, da lahko v primeru lastniških vrednostnih papirjev govorimo o vsaj petih podtrgih, ki se med seboj, poleg ostalih značilnosti, močno razlikujejo tudi glede preglednosti trgovanja:

- delnice, s katerimi se na Ljubljanski borzi trguje neprekinjeno,
- delnice, s katerimi se na Ljubljanski borzi trguje avkcijsko,
- posli s svežnji na Ljubljanski borzi,
- zunajborzni posli z delnicami, ki so uvrščene v eno izmed kotacij Ljubljanske borze,
- t.i. sivi trg za delnice, ki niso uvrščene v nobeno izmed kotacij Ljubljanske borze.

Groznik (2007, str. 6) ocenjuje, da je preglednost trgovanja na organiziranem trgu (podtrga 1 in 2) dobro urejena oziroma, da je primerljiva glede na druge svetovne borze. Drugače je s preglednostjo ostalih podtrgov. Po njegovem je poslovanje s svežnji na Ljubljanski borzi urejeno neprimerno, izjemno visok je delež zunajborzних poslov s papirji, ki so sicer uvrščeni v borzno kotacijo, še vedno pa je preveč razvit tudi t.i. sivi kapitalni trg.

V nadaljevanju prikazujem nekatere izmed teh segmentov in njihove značilnosti, ki utegnejo vplivati na zmožnost uporabe poštene vrednosti.

- finančni instrument kotira na organiziranem trgu,
- finančni instrument ne kotira na organiziranem trgu,
- s finančnim instrumentom se ne trguje.

5.4.1 Finančni instrument kotira na organiziranem trgu

V primeru, da se s finančnim instrumentom trguje na organiziranem trgu, je njegova tržna cena znana. Le ta odraža konsenz pričakovanj udeležencev glede bodočih denarnih tokov, ter o tveganju, ki te denarne tokove spremljajo. Objavljena cena je transparentna, do nje imajo dostop vsi udeleženci. Vendar pa to še ne pomeni, da je to tudi že dovolj dobra osnova za določitev poštene vrednosti. IASB določa, da mora instrument kotirati na **aktivnem trgu**. Po členu AG 71 (MRS 39, 2004, str. 47) je trg aktiven le v primeru, da je cena redno dostopna, njeno dostopnost pa lahko zagotavljajo različni subjekti. To so lahko organizator trga (borza), borzni trgovci, borzni posredniki, nadzorne agencije in druge institucije. Poleg tega morajo cene odražati dejanske in redne tržne transakcije na čisti poslovni osnovi.

Za določitev aktivnega trga je pomembna likvidnost trgovanja. V primeru slovenskega trga je le ta nizka, z nekaterimi delnicami se tudi po več dni ne trguje. Ali je to dovolj, da neko tržno ceno opredelimo kot neprimerno osnovo za določitev poštene vrednosti? IASB v

členu AG 72 razlaga (IASB, 2006b, str. 60), da je v primeru, če neka cena nekaj časa ni na voljo, ustrežna osnova tudi zadnja objavljena cena, vendar le v primeru, da se od zadnjega posla ni zgodilo nič takega, kar bi utegnilo vplivati na vrednost inštrumenta. V nasprotnem primeru je potrebno objavljeno ceno prilagoditi. IASB zahteva prilagoditve tudi v primeru, da se dokaže, da zadnja objavljena cena ni poštna vrednost (prisiljena transakcija, prisiljena prodaja, prisilna likvidacija).

V primeru tržnih naložb, katerih likvidnost je dobra, pravzaprav večjih praktičnih in vsebinskih problemov z merjenjem ni. Vendar pa to velja le za malo število vrednostnih papirjev, ki kotirajo na Ljubljanski borzi.

Po podatkih Ljubljanske borze je bilo v obdobju od 1.1.2007 do 31.12.2007 kar s 60 delnicami na borzi opravljenih manj kot 5 poslov v povprečju na dan, od tega z 39 delnicami celo manj kot 1 posel v povprečju na dan. V vseh teh primerih je globina trga tako nizka, da je z metodo CGT ni mogoče izračunati, ali pa je njegova vrednost nadpovprečno visoka. Menim, da bi bilo v vseh teh primerih potrebno preveriti, ali nam objavljene tržne cene nudijo dovolj dobro osnovo za določitev poštene vrednosti, saj je v primeru izjemno nizke likvidnosti na ceno delnice mogoče vplivati že z minimalnim obsegom sredstev.

Zaradi nizke likvidnosti Ljubljanske borze se v Sloveniji pogosto srečamo tudi s primeri, ko ima neko podjetje ali investicijska družba v svojem portfelju bistveno večje število lotov nekega vrednostnega papirja, kot pa znaša povprečna količina trgovanja z njim. Ob tem se postavlja smiselnost vrednotenja po objavljeni tržni ceni, saj bi se v primeru, če bi to podjetje želelo prodati svojo celotno pozicijo, transakcijska cena močno razlikovala od objavljene tržne na dan merjenja. Tak posel bi se verjetno sklenil v obliki svežnja, ter tako tudi ne bi vplival na objavljen enotni tečaj. V primeru, da gre za kontrolni delež, lahko z veliko verjetnostjo trdimo, da bi podjetje iztržilo tudi premijo za kontrolo, kar se seveda izkaže v višji transakcijski ceni. V primeru, da bi podjetje takšno količino prodalo preko rednega trgovanja, pa bi zaradi nizke likvidnosti in plitkosti trga močno zmanjšala enotni tečaj. Kot pojasnjuje IASB (2007a, str. 23) uporaba diskonta zaradi svežnja delnic ali premije (v primeru prodaje kontrolnega deleža) ni dovoljena, niti v primeru, da dnevni trgovalni obseg ni zadosten, da bi absorbiral količino, ki jo ima vlagatelj in bi prodaja takega deleža lahko vplivala na tržno ceno. To pomeni, da je vrednost tako velikega deleža potrebno prikazati po tržni ceni na dan merjenja, pomnoženo s številom lotov. Takšen način merjenja IASB zagovarja s tem, da je odločitev ali prodati delež naenkrat ali v več delih, specifična za vsako posamezno podjetje in, da bi s tem v računovodske rešitve vnesli tudi neuniverzalne rešitve.

Kljub jasnemu napotku s strani IASB, pa lahko v primeru vrednotenja večjih lastniških deležih najdemo tudi zagovornike drugačnega načina merjenja. Revizijska družba Ernst &

Young (2007, str. 7) meni, da bi bilo, ne glede na to, kdaj in v kakšnih delih se bo realizirala prodaja takšnega svežnja delnic, primerneje upoštevati diskont pri vrednotenju. Po njihovem mnenju bi ob predpostavki, da na trgu obstaja običajna likvidnost, oba načina močno vplivala na tržno ceno, tako prodaja v enem kosu, kot tudi prodaja po delih.

V letu 2007 se z 12 vrednostnimi papirji, ki kotirajo na prostem trgu, sploh ni trgovalo (LJSE, 2008a). Njihova objavljena tržna cena je tako stara več kot 1 leto, saj je enotni tečaj enak tečaju z dne zadnje sklenitve posla. Tržno delovanje s temi inštrumenti zagotovo ne ustreza kriterijem po rednem trgovanju. Težko bi tudi rekli, da se od zadnjega trgovalnega dne ni zgodilo nič takega, kar vpliva na temeljno vrednost podjetja. Poleg tega je v tem obdobju močno zrasel tudi slovenski borzni indeks, kar vpliva vsaj na primerjalno vrednotenje. Zato menim, da je potrebno pri ugotavljanju njihove poštene vrednosti uporabiti model vrednotenja.

The Global Public Policy Committee (2007, str. 3), ki predstavlja združenje šestih največjih svetovnih računovodskih hiš, pojasnjuje, da zahteva po rednem trgovanju tudi ne pomeni, da se mora s posameznim vrednostnim papirjem enakomerno trgovati v nekem obdobju. Enako tudi pomembno zmanjšanje obsega trgovanja ne pomeni, da trg za ta inštrument ni aktiven in da se transakcije v tem času niso vršile na čisti poslovni osnovi.

Natančnega odgovora, kolikšna je ustrezna likvidnost posameznega tržnega inštrumenta, nam MRS ne dajejo. To je sicer po eni strani razumljivo, saj so le ti pisani za različne države, med posameznimi državami pa se likvidnost z vrednostnimi papirji na kapitalskem trgu in druge značilnosti močno razlikujejo. S tem standardi podjetjem dajejo diskrecijsko pravico, da sama presodijo ali je objavljena cena dovolj dobra podlaga za določitev poštene vrednosti. Tudi po mnenju združenja računovodskih hiš (The Global Public Policy Committee, 2007, str. 3) je potrebno od primera do primera posebej presoјati, ali je likvidnost posameznega inštrumenta zadostna, da lahko govorimo o tržnih podatkih, ki prihajajo iz aktivnega trga. Pri tem imajo, poleg notranjega računovodstva, pomembno vlogo tudi revizorji, ki potrjujejo poslovne izkaze.

5.4.2 Finančni inštrument ne kotira na organiziranem trgu

Pomembna značilnost slovenskega kapitalskega trga je tudi dokaj velik obseg trgovanja na neorganiziranem trgu. Veliko število slovenskih podjetij namreč ne kotira na borzi, čeprav za to izpolnjujejo vse pogoje, vendar se izdajatelj ni odločil za kotacijo. V tujini se na sivem trgu praviloma trguje le z manjšimi družbami, ki ne izpolnjujejo kriterijev za uvrstitev na borzni trg. S tem si tudi te družbe pridobijo možnost nastopa na trgu kapitala, in s tem lažji dostop do pridobivanja dodatnega kapitala.

Na kakšen način merjenja pristopiti k merjenju inštrumentov, s katerimi se ne trguje samo na neorganiziranem sivem trgu? Menim, da sama vrsta organiziranosti trga še ne pomeni, da se poštena vrednost na da zanesljivo izmeriti in da poštene vrednosti za netržne vrednostne papirje ni potrebno izkazovati v računovodskih izkazih. IASB namreč ne zahteva, da je potrebno s finančnim inštrumentom trgovati na borznem trgu, temveč določa le, da mora trgovanje potekati na aktivnem trgu. Aktiven trg pa je lahko tudi neorganiziran trg.

Nadalje MRS določajo, da lahko podatke o tržnih cenah posredujejo tudi borzne hiše, borzni trgovci in druge inštitucije (MRS 39, 2004, str. 47). Glede na to, da pri nas pri poslih z netržnimi vrednostnimi papirji pogosto sodelujejo borzne hiše, le te tako imajo podatke o transakcijskih cenah. Poleg tega so cene, na podlagi izkazanega povpraševanja pri borzni hiši, pravzaprav dostopne vsem zainteresiranim udeležencem. Prav dostopnost objavljenih cen je eden izmed pogojev, da lahko tržno ceno uporabimo za določitev poštene vrednosti. Res pa je, da preglednost trgovanja na sivem trgu zaostaja za preglednostjo trgovanja na organiziranem trgu. Pogosto je tudi razlika med nakupnim in prodajnim tečajem mnogo večja.

Natančen obseg trgovanja na neorganiziranem trgu ni znan, po nekaterih ocenah pa predstavlja okoli polovico celotnega trgovanja na slovenskem kapitalskem trgu. Dejstvo pa je, da se na njem precej aktivno trguje z delnicami vsaj nekaterih večjih slovenskih podjetij. Pri tem so v ospredju podjetja iz finančnega (NLB d.d., Abanka Vipa d.d., Zavarovalnica Triglav d.d.) in elektro-energetskega sektorja (Elektro Ljubljana d.d., Elektro Primorska d.d., Elektro Celje d.d.,...). Enako kot na organiziranem trgu, se na njem oblikujejo cene na podlagi tržne ponudbe in povpraševanja. Zaradi dokaj obsežnega obsega trgovanja, bi lahko tak trg ocenili kot aktivni oziroma delujoči trg. Promet s posameznimi delnicami presega promet na Ljubljanski borzi in menim, da pogosto celo bolje odražajo notranjo vrednost podjetij. Navedeno potrjuje Groznik (v Urbas, 2002, str. 2) ki pravi, da analiza gibanja cen delnic podjetja pred borzno kotacijo in po njej kaže, da se cena po uvrstitvi na borzo ne spremeni kaj bistveno. V krajšem obdobju pred kotacijo in po njej so se cene večjih podjetij z Ljubljanske borze sicer nekoliko dvignile, nato pa po nekaj mesecih spet približale ravnem s sivega trga. Je pa na sivem trgu volatlnost cen delnic precej višja, kar je tudi eden izmed glavnih argumentov nasprotnikov merjenja po pošteni vrednosti.

Za odločitev, ali je tržna cena, ki prihaja iz sivega trga hkrati tudi poštena vrednost, je, enako kot na organiziranem trgu, najbolj pomembna opredelitev nivoja kakovosti delovanja trga. Glede na velike razlike med posameznimi delnicami menim, da je delovanje trga potrebno presoјati od primera do primera. Vsekakor pa ne moremo sivega trga že vnaprej opredeliti kot neustreznega tržnega pokazatelja in s tem zanemariti tržne podatke, ki iz njega izvirajo. Glede na to, da je likvidnost na njem majhna, pa bi bilo zaradi

zagotavljanja večje zanesljivosti merjenja, v večini primerov potrebno preiti na model vrednotenja in s tem potrditi ali zavrniti tržno ceno kot pošteno vrednost.

Naložbe bi bilo potrebno presojati tudi z vidika pomembnosti, ki je eno temeljnih načel računovodskega poročanja. V nekaterih podjetjih predstavljajo posamezne naložbe iz sivega trga zanemarljiv delež v vseh sredstvih, v nekaterih, predvsem finančnih družbah, pa predstavljajo celo večino njihovega premoženja. V takih primerih je potrebno še posebej skrbno izmeriti in izkazati vrednost naložbe, ne glede na to, da se z njo trguje le na sivem trgu.

5.4.3 S finančnim inštrumentom se ne trguje

V primeru, da se z nekim finančnim inštrumentom sploh ne trguje, njegova tržna cena ni znana. Pri merjenju poštene vrednosti takšnih naložb nam tako preostane uporaba drugega, najpogosteje pa verjetno le tretjega nivoja hierarhije merjenja. Na podlagi drugega nivoja, lahko finančni inštrument primerjamo s tržno vrednostjo enakega ali podobnega sredstva, s katerim se trguje na aktivnem trgu. Ta mora biti v vseh bistvenih značilnostih primerljiv z ocenjevanim (ročnost, tveganje, donosnost, likvidnost). V primeru slovenskega trga takih inštrumentov ni prav veliko. Še najlažje bi lahko na tak način določili tržno vrednost kakega dolžniškega vrednostnega papirja s primerljivo donosnostjo in dospelostjo.

V večini nam tako preostane le merjenje z modeli vrednotenja, pri katerem je cilj ugotoviti, kakšna bi bila tržna cena na dan merjenja v običajnih poslovnih okoliščinah. Pričakuje se, da bo metoda vrednotenja dala realno oceno poštene vrednosti če (MRS 39, 2004, str. 48):

- zanesljivo pokaže, kakšna bi bila tržna cena za tak inštrument, in
- vhodni podatki za metodo vrednotenja predstavljajo pričakovanja trga in merijo dejavnike tveganja, ki so povezani s tem finančnim inštrumentom.

Člen AG 74 (MRS 39, 2004, str. 48) pravi, da naj v primeru, če obstaja metoda vrednotenja, ki jo udeleženci na trgu običajno uporabljajo za določanje tržne cene inštrumenta, in je ta metoda dokazala zanesljivost pri oceni tržnih cen, podjetje uporabi to metodo. Sicer pa je odločitev, katero metodo uporabiti, arbitrarna odločitev podjetja, eksplicitno je določen zgolj cilj njene uporabe, to je ugotoviti, kakšna bi bila tržna cena v primeru, da bi trg obstajal oziroma deloval.

Zaradi tega je pri uporabi modelov vrednotenja treba upoštevati tudi (MRS 39, 2004, str. 48):

- da metoda vključuje vse dejavnike, ki bi jih sicer upoštevali na trgu pri oblikovanju cene,
- da je skladna s splošno sprejetimi metodami vrednotenja,
- uporabljene metode je potrebno občasno preverjati z namenom preizkušanja njene veljavnosti na cenah kateregakoli pomembnega trenutnega tržnega posla z istim inštrumentom ali na podlagi drugih pomembnih tržnih podatkov,
- podatke je treba pridobivati na istem trgu, kjer je bil inštrument izdan ali kupljen.

Pri uporabi katere koli metode je vanje potrebno vgraditi številne vhodne podatke, ki morajo temeljiti na enem ali več spodaj naštetih dejavnikov (MRS 39, 2004, str. 49):

- a) **Časovna vrednost denarja.** Osnovne obrestne mere se običajno izpeljejo iz cen pomembnih državnih obveznic, katerih cene so objavljene v številnih publikacijah. Ker se te mere spreminjajo vzdolž krivulje donosa, lahko podjetje iz praktičnih razlogov uporabi splošno uveljavljeno in sprejeto ter vselej dostopno splošno mero (npr. LIBOR ali obrestno mero za zamenjavo). Ker takšne mere vključujejo zgolj minimalno tveganje, jo je potrebno prilagoditi za tveganje, ki ga nosi ocenjevan inštrument. Standardi dopuščajo možnost, da se kot ustrezna mera brez tveganja uporabi tudi obrestna mera obveznic najbolj kakovostnih delniških družb, še posebej, če so ti inštrumenti na trgu prepoznani kot manj tvegani od državnih obveznic.
- b) **Kreditno tveganje,** ki predstavlja tveganje, da dolžnik na dan zapadlosti ne bo sposoben poravnati svojih obveznosti. Načeloma velja, da državne obveznice v razvitih državah niso izpostavljene temu tveganju, saj država jamči za poravnavo obveznosti. Za ostale obveznice in druge vrednostne papirje pa stopnje kreditnega tveganja ocenjujejo bonitetne agencije. Le te ocenijo kreditno tveganje za posamezen vrednostni papir in določijo cene zanje na podlagi zahtevane donosnosti. MRS določajo, da je prilagoditev za kreditno tveganje, to je za pribitek nad netvegano obrestno mero, možno izpeljati iz pomembnih tržnih cen za inštrumente z različnim tveganjem, s katerimi se trguje na trgu ali iz obrestnih mer, ki jih zaračunavajo posojilodajalci za posojila z različnimi stopnjami tveganja.
- c) **Menjalni tečaji tujih valut.** Uporaba tržnih menjalnih tečajev, katerih cene so dnevno objavljene v različnih publikacijah.
- d) **Cene blaga.** Z mnogimi vrstami blaga se dnevno trguje na številnih trgih, njihove cene so dnevno dostopne.
- e) **Cene kapitala.** Uporaba cen kapitalskih inštrumentov s katerimi se dnevno trguje, v nasprotnem primeru se uporabi metode, ki temeljijo na sedanji vrednosti. Pri metodi

diskontiranih denarnih tokov se uporabi tista diskontna stopnja, ki najbolj ustreza prevladujoči stopnji donosa finančnih instrumentov z enakimi značilnostmi. Izbrana metoda se mora dosledno uporabljati v vseh računovodskih obdobjih.

5.4.4 Uporaba nabavne vrednosti

Le za finančne inštrumente, za katere ne obstaja delujoč trg, standardi dopuščajo vrednotiti oziroma izkazovati po nabavni vrednosti, zmanjšani za morebitne oslabitve. Vendar le v primeru, da bi ocena njegove poštene vrednosti na dan merjenja veljala za nezanesljivo. Zanimivo je, da takšne okoliščine MRS v 54. členu (MRS 39, 2004, str. 19) navajajo kot redke, kar pomeni, da IASB verjame, da se z izbiro ustreznega modela in predpostavk, pošteno vrednost da dovolj zanesljivo izmeriti.

Menim, da navkljub tveganju nezanesljivosti, v večini primerov ocene dajejo bistveno informativnejše izkaze, kot z uporabo nabavne vrednosti. Še posebej v primerih, ko je od nakupa finančnega inštrumenta preteklo že dalj časa. Res pa je, da se trud v izračun vrednosti z modelom vrednotenja izplača v primeru nekaterih podjetij bolj, kot v primeru drugih: denimo, če podjetju naložba predstavlja majhen delež bilančne vsote in je nepovezana z njegovo dejavnostjo, ni enako pomembno, kot če gre za podjetje, katerega osnovna dejavnost je upravljanje sredstev in ima velik delež kapitalskih inštrumentov v bilanci.

5.5 Motivi slovenskih managerjev za neuporabo poštene vrednosti

V računovodskih izkazih mnogih slovenskih podjetij lahko zasledimo, da finančne inštrumente, s katerimi se trguje le na sivem trgu, vrednotijo po izvorni vrednosti. Menim, da je to v nasprotju s SRS 3 in MRS 39, saj bi bilo v mnogih primerih mogoče uporabiti tržne podatke, v nasprotnem primeru pa preiti na model vrednotenja.

Kakšni motivi vodijo slovenske managerje, da se odločajo za uporabo nabavne vrednosti? Glede na to, da so zaradi rasti borznega indeksa v preteklih letih, ter zaradi rasti obsega poslovanja in uspešnosti podjetij, poštene vrednosti finančnih naložb v finančne inštrumente slovenskih izdajateljev praviloma višje od vrednosti, izkazanih po njihovih izvornih vrednostih⁷, bi ti motivi lahko bili (Slapničar & Dovč, 2008, str. 13):

1. Želja po prikazovanju boljše uspešnosti poslovanja od dejanske. Izkazana donosnost kapitala in sredstev, merjena na primer s kazalnikoma ROE in ROA, bi se namreč

⁷ To v večini primerov skoraj gotovo velja v primeru, da je od datuma pridobitve naložbe, preteklo že več let.

znižala v primeru, da bi podjetja izkazovala svoje naložbe po pošteni vrednosti. Če so sredstva podjetja, posledično pa tudi lastniški kapital v bilanci stanja podvrednotena, managerji prikazujejo, da lastnikom ustvarjajo donos z manjšim obsegom sredstev in kapitala, kot ga imajo v resnici na voljo.

2. Sprememba vrednosti naložb, razpoložljivih za prodajo se izkaže neposredno v kapitalu in ne vpliva na izkazan poslovni izid.
3. Uporaba nabavne vrednosti poslovodstvu omogoča uravnavanje dobičkov med posameznimi poslovnimi leti. Morebitna rast tržne vrednosti posamezne naložbe se v poslovnih knjigah ne izkaže v obdobju, ko le ta nastane, temveč šele ob njeni prodaji. To omogoča, da podjetja v manj uspešnih letih aktivirajo skrito premoženje in izkažejo boljše poslovanje od dejanskega.
4. V mnogih podjetjih v Sloveniji v zadnjih letih intenzivno poteka proces lastniške konsolidacije. V primeru, da so v ta proces vključeni tudi managerji, je jasno, da le ti nimajo motiva, da bi realno prikazali premoženje podjetja.
5. Zaradi prepletenega lastništva, je mnogo finančnih naložb terminsko prodanih, čeprav opcijske pogodbe v letnih poročilih niso razkrite.
6. Investicijske družbe vrednotenje po nabavni vrednosti uporabljajo tudi kot sredstvo, s katerim ohranjajo in uravnavajo svoje naložbene limite. V skladu z Zakonom o investicijskih družbah in družbah za upravljanje, naložbe zaprtega investicijskega sklada v netržne naložbe ne smejo presežati 20%, naložbe odprtega sklada pa 10% vrednosti sklada.
7. Davčni razlogi, saj so v skladu s 54. členom Zakona o davku od dohodkov pravnih oseb (Ur. l. RS, št. 33/2006) investicijski skladi obdavčeni po stopnji 0% od davčne osnove, če do 30. novembra razdelijo najmanj 90% dobička prejšnjega davčnega obdobja. Družba za upravljanje je zato motivirana prikazati čim nižji dobiček, saj izplačilo dividende zmanjšuje čisto vrednost investicijskega sklada in s tem višino upravljaljske provizije.
8. Pomanjkanje praktičnih izkušenj pri uporabi metod ocenjevanja vrednosti, vključitev zunanjih strokovnjakov pa je povezana z visokimi stroški.

Najbolj nenavadno se zdi, da se za vrednotenje po pošteni vrednosti ne odločajo investicijske družbe, oziroma v njihovem imenu družbe za upravljanje. Značilnost velike večine slovenskih investicijskih družb namreč je, da imajo v svojem naložbenem portfelju precejšen delež naložb v slovenski finančni sektor. Ker se z delnicami teh podjetij v večini

ne trguje na organiziranem trgu, ga velika večina družb vrednoti po nabavni vrednosti. Ker so delnice pridobili že več let nazaj, so izkazane nabavne vrednosti nižje od transakcijskih cen na sivem trgu. Čista vrednost sklada je tako nižja od poštene vrednosti njegovih naložb, posledično je nižja tudi upravljavska provizija DZU. Le ta se namreč obračunava v odstotku od čiste vrednosti sklada.

Pomanjkanje praktičnih izkušenj prav gotovo ne more biti prepričljiv izgovor, saj imajo prav DZU-ji največ izkušenj z vrednotenjem ter najboljšo analitično podporo. Neizkazovanje poštene vrednosti pa ne vpliva samo na nižje prihodke upravljavcev skladov, temveč, kar je še bolj pomembno, vpliva na izkazano čisto vrednost sklada. V primeru odprtega sklada je to lahko še bolj problematično, saj je vrednost enote premoženja (VEP), osnova za odkupno vrednost, ki jo zagotavlja DZU svojim vlagateljem.

Navedeni razlogi nakazujejo na oportunistični interes posloводства. Med posameznimi udeleženci nedvomno obstaja velika asimetrija informacij, kar je na slovenskem kapitalskem trgu, ki se šele razvija, še posebej pomembno. Asimetrijo informacij povečujejo tudi pomanjkljiva razkritja v poslovnih poročilih. Le ta bi se lahko pomembno zmanjšala, če bi podjetja v celoti razkrila svoje portfelje finančnih naložb. Menim, da bi bilo to nujno potrebno vsaj v primeru naložb, ki so izmerjena po nabavni vrednosti. V primeru, da bi vlagatelji natančno poznali število vrednostnih papirjev, ki jih podjetje poseduje, in hkrati poznali knjigovodsko vrednost posamezne naložbe, bi si lahko sami izračunali razliko med knjigovodsko in pošteno vrednostjo in s tem višino skritega dobička. Če bi argument o nezanesljivosti merjenja netržnih naložb pogojno še lahko sprejeli, pa vsekakor ne moremo sprejeti argumenta, da gre v primeru portfelja naložb za poslovno tajnost. Enako ne moremo sprejeti argumenta, da merjenje na podlagi metode vrednotenja povečuje stroške, saj je vsak napor k odpravi asimetrije informacij dobrodošel in bi ga morali lastniki večkrat zahtevati.

Na primeru največjega slovenskega investicijskega sklada, to je sklad NFD 1 delniški investicijski sklad d.d., si pogledjmo vpliv merjenja netržnih naložb po izvorni vrednosti. Gre za naložbo v kapital družbe NLB d.d., ki je na dan 30.6.2007 predstavljala 10. največjo naložbo oziroma 1,64% vseh sredstev sklada. Naložba je vrednotena po nabavni vrednosti. V polletnem poročilu za leto 2007 družba v poglavju o temeljnih računovodskih usmeritvah pojasnjuje načine in metode vrednotenja in izkazovanja naložb: »Finančne naložbe se na začetku izkažejo po pošteni vrednosti, ki predstavlja njihovo neposredno nakupno vrednost. Prevrednotenje finančnih naložb je prevrednotenje na njihovo pošteno vrednost. Poštena vrednost je dokazana, če jo je mogoče zanesljivo izmeriti. Pogoj za to je, da je cena objavljena na delujočem trgu vrednostnih papirjev« (Polletno poročilo 2007, str. 17). Za družbo je torej pošteno vrednost netržnih naložb mogoče izmeriti le v primeru, da je na voljo objavljena cena na delujočem trgu. Sklad je zavezan k uporabi SRS 3, ki v primeru, da trg ne deluje, napotuje na uporabo modela vrednotenja.

Tabela 3: Vpliv metode vrednotenja na povečanje čiste vrednosti sklada

	merjenje naložbe v NLB po nabavni vrednosti – 65,9 EUR	merjenje naložbe v NLB po pošteni vrednosti - poštena vrednost je dokapitalizacijska cena 307 EUR
število delnic NLB d.d.	135.512	135.512
vrednost finančne naložbe v NLB	8.936.000	41.602.184
delež vrednosti naložbe v NLB (v % od premoženja sklada)	1,64%	7,2%
čista vrednost premoženja sklada	544.461.100	577.127.284
knjigovodska vrednost delnice sklada	3,39	3,59
povečanje čiste vrednosti premoženja sklada		32.666.184
povečanje knjigovodske vrednosti delnice (v %)		5,6%

Vir: Polletno poročilo 2007, NFD investicijski delniški sklad d.d.

Menim, da uporaba nabavne vrednosti v tem primeru ni najbolj ustrezna, in je za lastnike sklada lahko celo zavajajoča. Družba ima na voljo kar nekaj osnov, s katero bi lahko izmerila pošteno vrednost. Vse osnove tudi kažejo na pomembno odstopanje od nabavne vrednosti.

Primerna osnova bi lahko bila dokapitalizacijska cena delnice. Septembra 2007 je bil objavljen prospekt javne ponudbe za nakup delnic NLB. Prodajna cena ene delnice je znašala 307 EUR, prednostno pravico do vpisa novih delnic pa so imeli obstoječi delničarji, in sicer v sorazmerju s svojimi deleži v osnovnem kapitalu. Prednostno pravico do vpisa so izkoristili vsi večji delničarji, med drugim tudi NFD 1. Menim, da izkazan interes za nakup dokazuje, da je dokapitalizacijska cena enaka ali blizu notranje vrednosti.

Poleg tega je trgovanje z delnicami NLB na sivem trgu zelo živahno. Obseg trgovanja je velik, večji od prometa z marsikatero delnico iz prostega trga. Tudi transakcijske cene so razpoložljive, saj jih je mogoče pridobiti preko objav v medijih, pri borznih hišah ali pa z izračunom iz letnih poročil podjetij, ki so z delnicami NLB v preteklosti trgovale. Res je dostop do objavljenih cen otežen, neažuren ter, da so objavljene cene do neke mere nezanesljive. Nezanesljivost se kaže predvsem v časovnem zamiku od transakcije do datuma merjenja. Kljub temu pa menim, da bi tržna cena iz sivega trga lahko predstavljala ustrezno osnovo za merjenje. Prav gotovo pa bolje od izvirne vrednosti, saj je glede na njeno vrednost očitno, da je sklad pridobil delnice že pred leti.

Navsezadnje pa bi družba lahko pošteno vrednost ocenila tudi z vrednotenjem. Menim, da bi morebitna napaka pri ocenjevanju poštene tržne vrednosti bila manjša, kot znaša odstopanje od nabavne vrednosti. S tem pa bi lastniki nedvomno dobili relevantnejšo informacijo, asimetrija informacij pa bi se zmanjšala.

Na prikazanem primeru lahko vidimo, da izbor metode merjenja pomembno vpliva na izkazano čisto vrednost sklada. Le ta je, samo zaradi naložbe v NLB nižja kar za 5,6% oziroma za 32 milijonov EUR. Poleg tega ima sklad v svojem portfelju še druge netržne naložbe, kar bi lahko pomenilo, da utegne biti ta razlika še mnogo večja.

SKLEP

Dejstvo je, da večina novosti ali rešitev ni enoznačnih. Enako lahko rečem tudi za režim merjenja po principu pošteno vrednosti, ki hkrati prinaša številne prednosti in slabosti. Odgovorni za pripravo standardov ob tem trdijo, da so pretehtali trade-off med koristnostjo in zanesljivostjo, ter da je merjenje, ki temelji na realnih in ažurnih tržnih podatkih, dovolj zanesljivo za uporabo pri računovodskem poročanju. Največja prednost se kaže v podajanju informacij, ki so koristne za vlagatelje na trgu kapitala, s čimer se znižuje asimetrija informacij med njimi in managementom. Koristi za udeležence na trgu kapitala so na podlagi empiričnih raziskav dokazali številni avtorji. Tudi po mnenju FASB in IASB koristi presegajo slabosti.

Na drugi strani pa se pri tem odpirajo številna vprašanja in pomisleki, kateri se najbolj izrazito odražajo v manjši zanesljivosti. Problem zanesljivosti je predvsem v primerih, kadar tržna cena ne obstaja ali pa prihaja iz slabo delujočega trga. Ker je v takem primeru potrebno pošteno vrednost določiti, se ponovno poveča vloga posloводства, ter odpira dodatne možnosti za škodljivo izbiro in moralni hazard s strani slednjega. V stroki pogosto izpostavljena slabost je tudi volatilitnost izkazanih poslovnih rezultatov, ki se je še posebej močno odrazila v razmerah, ki trenutno vladajo na svetovnih trgih kapitala. Zaradi velikih znižanj večine vrednostnih papirjev, številne finančne inštitucije beležijo visoke odpise, s čimer se znižuje lastniški kapital. Med njimi so, zaradi nedoseganja zahtev glede kapitalske ustreznosti, mnoge prisiljene v številne dokapitalizacije, nekaj pa jih je celo objavilo stečaj. Zaradi povečanega nezaupanja v stabilnost finančnega sistema, je težko pridobiti tudi vlagatelje, ki bi s svežim kapitalom reševali banke. Kljub temu nadzorne inštitucije (IASB, FASB, SEC) poudarjajo, da za finančno krizo nikakor ne gre iskati vzrokov v pošteni vrednosti, saj le ta zgolj promptno informira lastnike, katere finančne inštrumente posedujejo podjetja in kolikšna je njihova trenutna tržna vrednost.

Hkrati so mednarodni računovodski standardi, iz katerih so izpeljani številni nacionalni standardi, med njimi tudi slovenski, v veliki meri pisani predvsem za velika podjetja, ki kotirajo na likvidnih in dobro delujočih kapitalskih trgih. Le za ustrezno likvidne in razvite trge pa je mogoče trditi, da podatki, ki prihajajo iz njih, dovolj dobro odražajo tržne razmere udeležencev, ki na teh trgih nastopajo. Kot ugotavljajo nekateri avtorji v primeru

nizke likvidnosti trga, vrednotenje po pošteni vrednosti postane manj učinkovito in zanesljivo, ter lahko na trg kapitala prinese dodatno tveganje.

Za slabo likvidne trge, kot je slovenski, je značilno, da na njih kotira majhno število podjetij in vlagateljev, da je obseg trgovanja v primerjavi s tržno kapitalizacijo majhen, da so tržne cene zelo občutljive že pri zelo majhnem obsegu trgovanja, kjer nastopa veliko število pasivnih vlagateljev in kjer se veliko število poslov sklene v obliki svežnjev. Na teh trgih je opazna tudi velika asimetrija informacij, ki povečujejo možnosti zlorabe notranjih informacij. Merjenje po pošteni vrednosti je na takih trgih še posebej težavno, vprašanje slabše zanesljivosti pa še bolj izraženo, saj je potrebna bolj pogosta uporaba drugega in tretjega nivoja hierarhije merjenja.

Ker imajo koristi od poročanja po pošteni vrednosti predvsem lastniki, potencialni vlagatelji in vsi tisti, ki prispevajo vire za financiranje sredstev, na drugi strani pa so prikrajšani za nivo kakovosti, kot jih imajo notranji uporabniki, bi si morali prizadevati za njegovo dosledno uporabo. Še posebej to velja v primeru podjetij, ki imajo med svojimi sredstvi veliko finančnih naložb, s čimer nastaja vrzel med knjigovodsko vrednostjo in notranjo vrednostjo.

LITERATURA IN VIRI

1. Aboody, D., Barth, E.M. & Kasznik, R. (2006). Do Firms Understate Stock Option – Based Compensation Expense Disclosed under SFAS 123. Najdeno 10. februarja 2008 na spletnem naslovu http://www.anderson.ucla.edu/faculty/david.aboody/ABK_RAST_Forthcoming.pdf
2. Ajpes. (2008). Podatki o številu poslovnih subjektov, vpisanih v Poslovni register Slovenije na dan 31. 12. 2007. Najdeno 15. maja na spletnem naslovu http://www.ajpes.si/docDir/Statisticno_raziskovanje/PRS/PRS-podatki_iz_poslovnega_registra_na_dan_31122007.pdf
3. Atrill, P., Harvey, D. & Mclaney, E. (2001). *Accounting for Business* (3th ed.). Oxford: Butterworth-Heinemann.
4. Aver, B., Petrič, M. & Zupančič, B. (2000). Učinkovitost trga kapitala. V *Trg kapitala v Sloveniji*. Ljubljana: Gospodarski vestnik, str. 302-346.
5. Barth, E.M. (1994). Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review*, 69 (1), str 1-25.
6. Barth, E.M. (2004). Fair values and financial statement volatility. V *The market discipline across countries and industries*. Cambridge, MA:MIT Press.

7. Barth, E.M. (2006). *Standard-setters, measurement issues, and the relevance of research*, Paper for presentation at the Information for better markets conference institute of chartered accountants in England and Wales. 22 str. Najdeno 15. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.icaew.co.uk/index.cfm?route=143927>
8. Barth, E.M., Landsman, W.R & Wahlen, J.M. (1995). Fair value Accounting: Effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows. *Journal of Banking & Finance*, 19, str. 577-605.
9. Barth, E.M., Beaver, W.H & Landsman, W.R. (1996). Value-Relevance of Banks' Fair Value Disclosures under SFAS No. 107. *The Accounting Review*, 71 (4), str. 513-537.
10. Barth, E.M., Landsman, W. R. & Rendleman, R. J. (1998). Option Pricing-based Bond Value Estimates and a Fundamental Components Approach to Account for Corporate Debt. *The Accounting Review*, 73, str. 73-102.
11. Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, J.A. (2002). *Investments*. New York: McGraw – Hill/Irwin.
12. Bole, V. (2001). Posredovanje informacij na organiziranem trgu; empirična analiza. *Gospodarska gibanja* 327, str. 23-43.
13. Bromwich, M. (2007). Fair values: imaginary prices and mystical markets, v P. Walton (ur.), *The Routledge Companion to Fair Value and Financial Reporting*. Routledge.
14. Bushman, R.M., Piotroski, J.D. & Smith, A.J. (2006). *Capital Allocation and Timely Accounting Recognition of Economic Losses*, Working paper. University of Chicago. Najdeno 15. junija 2008 na spletnem naslovu http://public.kenan-flagler.unc.edu/faculty/bushmanr/Bushman_Piotroski_Smith_TLR_July_2006.pdf
15. Cotter, J. & Richardson, S. (2002). Realibility of asset revaluations; The impact of appraiser independence. *Review of Accounting Studies* 7, 435-457.
16. Deželan, S. (1996). *Učinkovitost Slovenskega trga kapitala*. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
17. Deželan, S. (1999). *Efficiency of Slovenian Capital Market*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta, 24 str.
18. Deželan, S. (2001). *The Impact of Institutional Investors on Equity Markets and Their Liquidity*. Amsterdam: Universitet van Amsterdam.
19. Dimson, E., Marsh, P. & Staunton, M. (2004). Irrational optimism. *Financial Analysts Journal*, 60 (1), str. 15-25.
20. ECB. (2004). *The impact of fair value accounting on the European banking sector – A financial stability perspective*. Najdeno 15. decembra 2007 na spletnem naslovu http://www.ecb.int/pub/pdf/other/pp81-93_mb200402en.pdf.

21. Eccher, E.A, Ramesh, K & Thiagarajan, S.R. (1996). Fair value disclosures by bank holding companies. *Journal of Accounting & Economics*, 22. str. 79-117.
22. Ernst & Young. (2007). *Fair value measurements: The impact for financial instruments. A special edition of Developments in IFRS for financial instruments.* Najdeno 29. januarja 2008 na spletnem naslovu [http://www.ey.com/Global/assets.nsf/International/EY-Dev-FinInst-Special-Feb07onscreen/\\$file/EY_Dev-FinInst_Special_Feb07onscreen.pdf](http://www.ey.com/Global/assets.nsf/International/EY-Dev-FinInst-Special-Feb07onscreen/$file/EY_Dev-FinInst_Special_Feb07onscreen.pdf)
23. FASB. (2008). Conceptual Framework for Financial Reporting: *The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics and Constraints of Decision-Useful Financial Reporting Information.*
24. Groznik, P. (2007). Konkurenčnost slovenskega kapitalskega trga. Poročilo za strateški svet. Najdeno 12. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.vlada.si/?gr1=prdVld&gr2=pvd&gr3=strSveGosRaz&gr4=&id=&lng=slo>
25. Haller, A. & Kepler, J. (2002). Financial accounting developments in the European Union: past events and future prospect. *The European Accounting Review*, 11 (1), str. 153-190.
26. Hughes, J. & Tett, G. (2008, 14. marec). An unforgiving eye: Bankers cry foul over fair value accounting. *Financial Times*.
27. IASB. (2006a). Discussion Paper, *Fair Value Measurements, Part 1: Invitation to Comment and relevant IFRS guidance.*
28. IASB. (2006b). Discussion Paper, *Fair Value Measurements, Part 2: SFAS 157 Fair Value Measurements.*
29. IASB. (2006c). Discussion Paper, Preliminary Views on an improved Conceptual Framework for Financial Reporting: *The Objective of Financial Reporting and Qualitative Characteristics of Decision-useful Financial Reporting Information.*
30. IASB. (2008). Insight, Q1/Q2, 2008. The Journal of the IASB and the IASC Foundation. Najdeno 13. junija na spletnem naslovu http://www.iasb.org/NR/rdonlyres/1FF5073B-B795-4EB5-AD3A-87FCBC9505F5/0/INSIGHT_Q1Q208_lowres.pdf
31. Jenko, M. (2006). Preverjanje šibke in srednje močne učinkovitosti na slovenskem trgu kapitala. Magistrsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
32. Kralj, B. (2001). Odvisnost cene delnice od računovodskega dobička. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
33. Landsman, W.R. (2006). *Fair value and relevance: What do we know?.* Najdeno 23. junija na spletnem naslovu <http://www.icaew.co.uk/index.cfm?route=143846>

34. Lee, R. (2002). *Capital Markets that Benefit Investors: A Survey of the Evidence on Fragmentation, Internalisation and Market Transparency*. Oxford Finance Group.
35. LJSE. (2007). Pravila borze. *Uradni list RS*. (št. 67/07, 27. julij 2007).
36. LJSE. (2008a). *Mesečne in letne statistike Ljubljanske borze, december in leto 2007*. letnik XIII, št. 12/07. Najdeno 16. maja na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=1595&sid=IY2LyTEIPYrjX3Qf>].
37. LJSE. (2008b). *Kriteriji likvidnosti*. Najdeno na 17. junija na spletnem naslovu <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?doc=%208188&sid=OpnaDPljptzNuLHP>
38. McCreevy, C. (2008, 1.april). Latest developments on policy response to financial turmoil. European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/08/162&format=HTML&aged=0&language=EN>
39. Mramor, D. (1993). *Uvod v poslovne finance*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
40. Mramor, D. (2000). *Trg kapitala v Sloveniji (prikazi, analize, mnenja)*. Ljubljana: Gospodarski vestnik.
41. Muller, K.A. & Riedl, E.J. (2002). External monitoring of property appraisal estimates and information asymetry. *Journal of accounting research* 40. 865-881.
42. Nelson, K. K. (1996). Fair Value Accounting for Commercial Banks: An Empirical Analysis of SFAS No. 107. *The Accounting Review*, 71 (2), str. 161-182.
43. NFD investicijski delniški sklad d.d. (2007). Polletno poročilo 2007.
44. Pahor, M. (2003). Vzroki in posledice aktivnosti podjetij v lastniškem omrežju. Doktorska disertacija. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
45. Penman, S. (2006). *Financial reporting quality: Is fair value a plus or minus?*. Paper for presentation at the Information for better markets conference institute of chartered accountants in England and Wales. Najdeno 15. junija 2008 na spletnem naslovu <http://www.icaew.co.uk/index.cfm?route=143928>
46. Plantin, G., Sapra, H. & Shin, H.S.(2007). Panecea or Pandora`s Box?. Najdeno 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.princeton.edu/~hsshin/www/mtm.pdf>
47. Ramanna, K., Watts, L.R. (2007). Evidence on the Effects of Uverfiable Fair-Value Accounting. Najdeno 15. februarja 2007 na spletnem naslovu <http://www.hbs.edu/research/pdf/08-014.pdf>
48. Rees, B. (1995). *Financial analysis* (2th ed.). London: Prentice Hall.
49. Scott, W.R. (2003). *Financial accounting theory* (3th ed.). Toronto: Prentice Hall.

50. Slapničar, S. & Dovč, G. (2008). Kaj je poštena vrednost kapitalskih instrumentov na plitkem trgu kapitala? V: TURK, Ivan (ur.). 40. simpozij o sodobnih metodah v računovodstvu, financah in reviziji, Portorož, 16.-18. april 2008. [Zbornik referatov]. Ljubljana: Zveza ekonomistov Slovenije: Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije, 2008, str. 219-234.
51. Slovenski računovodski standardi. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 118/2005; 27. december. 2005).
52. Strašek Koklič, A. (2003). Računovodstvo poštene vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev. Magistrsko delo. Ekonomska fakulteta.
53. The Global Public Policy Committee. (2007). Determining Fair Value of Financial Instruments under IFRS in Current Conditions. Najdeno 18. junija na spletnem naslovu <http://www.iasplus.com/resource/0712fvfinancialinstruments.pdf>
54. Tilley, C. (2008). Letters to the editor: What accountants need to make right decision. Najdeno 15. maja na spletnem naslovu <http://search.ft.com/ftArticle?queryText=I+read+your+Accountancy+column+%22Fair&aje=true&id=080408000060&ct=0>
55. United states Securities and Exchange Commission. (2005). Report and Recommendations Pursuant to Section 401(c) of the Sarbanes-Oxley Act of 2002 On Arrangements with Off-Balance Sheet Implications, Special Purpose Entities, and Transparency of Filings by Issuers. Najdeno 16. junija na spletnem naslovu <http://www.sec.gov/news/studies/soxoffbalancerpt.pdf>
56. Urbas, U. (2002, 8. april). Uprave se bojijo cene svojih podjetij. *Finance*.
57. Velkavrh, M. (2002). Učinkovitost, tveganje in donosnost slovenskega trga kapitala. Diplomsko delo. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
58. Veron, N. (2008). Fair value accounting is the wrong scapegoat for this crisis. An article prepared for publication in a special joint issue of *Revue d'Economie Financiere and Risques*. Najdeno 17. junija na spletnem naslovu <http://aei.pitt.edu/8378/01/PC200803.pdf>
59. World Federation of Exchanges. (2008). Market Statistics. Najdeno na 15. maja 2008 na spletnem naslovu <http://www.world-exchanges.org/WFE/home.asp?action=document&menu=27&nav=ns6>
60. Zakon o davku od dohodkov pravnih oseb. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 33/2006, 30. marec 2006).
61. Zakon o gospodarskih družbah. (2006). *Uradni list RS*. (Št. 42/2006, 19. april 2006).
62. Zielke C., Starkie M. & Seeberg T. (2008, 2 april). Reporting move could break the writedown spiral. *Financial times*.