

**UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA**

**DIPLOMSKO DELO**

**NOVOSTI VREDNOTENJA FINANČNIH  
DOLGOV**

Ljubljana, junij 2007

VESNA ZAJC

## **IZJAVA**

Študentka Vesna ZAJC izjavljam, da sem avtorica tega diplomskega dela, ki sem ga napisala pod mentorstvom dr. Sergeje Slapničar in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 27.6.2007

Podpis: \_\_\_\_\_

# KAZALO

UVOD .....	1
1. Finančni dolgovi podjetja .....	2
1.1. Posojila .....	2
1.2. Dolžniški vrednostni papirji .....	3
1.3. Boniteta obveznic .....	5
1.4. Tvegane obveznice .....	7
1.5. Hibridni finančni inštrumenti .....	8
1.6. Statistični podatki o slovenskem trgu obveznic v letu 2005 .....	10
2. Vrednotenje dolgov po MRS .....	10
2.1. Vrednotenje po odplačni vrednosti .....	11
2.2. Vrednotenje po pošteni vrednosti .....	16
3. Ali ima poštena vrednost dodatno informativno vrednost .....	22
4. Težavnost vrednotenja bančnih posojil in obveznic po pošteni vrednosti .....	24
4.1. Vrednotenje posojila po pošteni vrednosti .....	24
4.2. Vrednotenje obveznic po pošteni vrednosti s strukturnim pristopom .....	26
5. Razprava in nadaljnje dileme o vrednotenju dolgov po pošteni vrednosti .....	28
5.1. Prednosti vrednotenja po pošteni vrednosti .....	28
5.2. Problemi, povezani z vrednotenjem po pošteni vrednosti .....	29
5.2.1. Nerazvit trg kapitala .....	29
5.2.2. Nihanje vrednosti sredstev in obveznosti .....	30
5.2.3. Opustitev načela previdnosti .....	30
5.2.4. Problemi, povezani z implementacijo metode .....	31
5.2.5. Manipulacija vhodnih podatkov v model .....	32
5.2.6. Napaka pri vrednotenju poštene vrednosti .....	33
5.2.7. Obdavčevanje nerealiziranih dobičkov .....	33
5.2.8. Stroški vrednotenja netržnih sredstev in obveznosti .....	34
SKLEP .....	34
LITERATURA .....	36
VIRI .....	37



# UVOD

V današnjem času, ko živimo v tržno relativno razvitem gospodarstvu, se večja potreba po objektivnosti računovodskih izkazov. Izkazi morajo vsem uporabnikom, predvsem pa tistim, ki financirajo podjetje, nuditi informacije, ki jih le-ti potrebujejo za odločanje. Izjemno pomembni so zaradi tega, ker so vsota vseh dogodkov podjetja v določenem obdobju, po določenih načelih ovrednoteni in dostopni javnosti. Računovodski izkazi so eden izmed najpomembnejših virov informacij za odločitve. Izda jih management podjetja, ki ima interes, da poda čim boljšo sliko poslovanja. Tu nastopijo revizijske hiše, ki podajo mnenje o ustreznosti izkazov. Tako morajo imeti sedanji in prihodnji vlagatelji možnost, da lahko objektivno presodijo, v katero podjetje se bolj splača vlagati denar, kar pa je možno le takrat, ko za vsa podjetja veljajo enaka pravila vrednotenja naložb in obveznosti. Pri tem jih najbolj zanima, kako tvegano je podjetje. Še posebno pomembno je objektivno ocenjevanje pri posojilodajalcih, saj se na podlagi poslovnih izkazov poslovanja podjetja odločajo, kakšne pogoje zadolževanja bodo podjetju nudili ter ali jim je določeno podjetje sposobno poplačati posojeni denar.

Mednarodni računovodski standardi in posledična uskladitev slovenskih računovodskih standardov v letu 2006 so prinesli novosti tudi na področju vrednotenja finančnih dolgov. V skladu z idejo, da bi se knjigovodska vrednost podjetja morala čimbolj približati tržni vrednosti (ali notranji vrednosti podjetja), se dolgove vrednoti po sedanji vrednosti bodočih denarnih tokov. To se pri merjenju odraža v dveh metodah: bodisi po odplačni vrednosti bodisi (a v praksi redkeje) po pošteni vrednosti. V diplomski nalogi bom predstavila oba načina vrednotenja s primeri in njun vpliv na poslovni izid. Nadalje, tudi razkritja zadolženosti podjetja pomembno prispevajo k pravilnemu ovrednotenju podjetja. V zvezi s tem je bil 2005 izdan nov mednarodni računovodski standard MSRP 7, ki določa, kako naj podjetje razkrije svojo zadolženost.

Naloga je strukturirana na sledeč način: v prvem poglavju bom opredelila pojem finančnih dolgov podjetja. Ker so finančne obveznosti, kot so posojila, v slovenski praksi že od nekdaj prisotne, se bom podrobneje posvetila dolžniškim vrednostnim papirjem, kot so tvegane obveznice in hibridni finančni inštrumenti, ki so manj pogosti. V drugem poglavju bom opisala oba načina vrednotenja glede na tip finančne obveznosti in ju ilustrirala s primeri. V tretjem poglavju se bom ustavila pri informacijskem doprinosu vrednotenja po pošteni vrednosti. Na koncu bom obravnavala še prednosti in številne probleme, povezane z vrednotenjem dolgov po pošteni vrednosti. Na koncu sledi sklep, kjer bom povzela glavne ugotovitve. Pri pisanju diplomske naloge sem povzela standarde in razne članke s tega področja.

# 1. Finančni dolgovi podjetja

Dolgoročni finančni dolgovi so dobljena dolgoročna posojila na podlagi posojilnih pogodb in izdani dolgoročni dolžniški vrednostni papirji. Podvrsta dobljenih dolgoročnih posojil so tudi dobljene vloge, katerih roki zapadlosti za plačilo so daljši od leta dni, pa tudi dolgovi do najemodajalcev v primeru finančnega najema (SRS 9, 2006). Poleg osnovnih finančnih inštrumentov, kot so posojila in obveznice, dolgovi zajemajo tudi izvedene finančne inštrumente kot so opcije, standardizirane in nestandardizirane terminske pogodbe (futures in forward) in zamenjave obrestnih mer (swaps). Dolgoročni dolg se v bilanci stanja prizna kot obveznost, če a) je verjetno, da se bodo zaradi njegove poravnave zmanjšali dejavniki, ki omogočajo gospodarske koristi in b) če je njegovo poravnavo mogoče zanesljivo izmeriti. Z drugimi besedami, podjetje ima finančno obveznost v primeru, da ima »pogodbeno obvezo izdajatelja izročiti denar ali drugačno finančno sredstvo ali zamenjati finančne inštrumente« (MSRP, 2005).

Podjetje mora priznati finančno obveznost v svoji bilanci stanja, kadar postane podjetje del pogodbenih določil v finančnem inštrumentu. Pri začetnem priznanju se vse dolgove izmeri v višini prejetih denarnih sredstev, zmanjšanih za neposredne transakcijske stroške.

Podjetje mora odstraniti finančno obveznost (ali del finančne obveznosti) iz svoje bilance stanja, kadar le-ta ne obstaja več. To pomeni, kadar je obveza, določena v pogodbi, izpolnjena, razveljavljena ali zastarana. To se imenuje odprava priznanja (derecognition). Razliko med knjigovodskim zneskom finančne obveznosti (ali dela finančne obveznosti), izbrisane ali prenesene na drugo stranko in plačanim nadomestilom, vključno z morebiti prenesenimi nedenarnimi sredstvi ali prevzetimi obveznostmi, je treba priznati v poslovnem izidu.

## 1.1. Posojila

Posojila so neizvedene obveznosti s fiksnimi ali variabilnimi plačili, ki ne kotirajo na trgu, in bančni depoziti. Če imamo fiksna plačila, so le-ta vnaprej določena v posojilni pogodbi. Tradicionalno je podjetje izdalo posojilo in ga odplačevalo, a s pojavom novih finančnih inštrumentov je postal dolg prenosljiv. Kotira lahko na trgu, s tem pa so se pojavili problemi vrednotenja, kar obravnavam v nadaljevanju diplomskega dela.

## 1.2. Dolžniški vrednostni papirji

Dolžniški vrednostni papirji izražajo dolg izdajatelja do imetnika papirja za razliko od delnic, katerih lastnost je, da izražajo lastništvo imetnika nad izdajateljem. Inštrumenti trga dolga so zakladne menice, ki jih izdaja država (centralna banka pa jih kupuje; izjema je Slovenija, kjer je bilo drugače), komercialni zapisi, ki jih izdajajo podjetja, potrdila o vlogi (ang. Certificate of Deposit), katerih izdajatelji so banke, akceptirana menica (ang. Banker's acceptance) in obveznice, ki jih lahko izdajajo državni organi (centralna banka, posamezne občine), banke ali podjetja. V Sloveniji poznamo zakladne menice, ki so kratkoročnega značaja in dolgoročne dolžniške vrednostne papirje, kot so državne obveznice, podjetniške obveznice in druge obveznice (na primer obveznice Slovenske odškodninske družbe).

Ker so obveznice v Sloveniji najpogostejši dolžniški vrednostni papir, v nadaljevanju podrobneje predstavljam obveznico. Obveznica je dolgoročni vrednostni papir oziroma pogodba, s katero se izdajatelj zaveže imetniku plačati obresti in vrniti glavnico ob vnaprej določenih datumih zapadlosti. Včasih so se izdajale na ime ali na prinosnika. Z uveljavljanjem nematerializiranih vrednostnih papirjev (v Sloveniji je ta pojem uvedel Zakon o nematerializiranih vrednostnih papirjih, 1999) vrednostni papirji na prinosnika vedno bolj izgubljajo pomen, večinoma so namreč vsi imenski.

Obveznice, kot že ime pove, obvezujejo izdajatelja, da vrača dolg. S strani imetnika obveznice lahko nanje gledamo kot na finančno terjatev, s katero se izdajatelj vrednostnega papirja obveže, da bo njegovemu imetniku (upniku) vrnil posojeni znesek, povečan za natečene obresti (Brigham, 1999, str. 344). Zakon o trgu vrednostnih papirjev jih definira kot vrednostne papirje, ki dajejo imetniku pravico do izplačila glavnice in morebitnih drugih obresti oziroma donosov (ZTVP-1, 2005).

V zadnjem času je prisotno uveljavljanje vedno novih oblik in paketov finančnih inštrumentov, s katerimi izdajatelji kar tekmujejo, kdo se bo bolj prilagodil potrebam morebitnih investitorjev. Primer za to so strukturirani vrednostni papirji. Po drugi strani pa tudi finančni posredniki izbirajo sredstva z vedno bolj specializiranimi investicijskimi skladi, med njimi so tudi obvezniški vzajemni skladi.

Poznamo več vrst delitev obveznic. Najbolj splošna je delitev na navadne oziroma klasične obveznice in na vse ostale vrste (Prohaska, 2004, str. 55). Najpogostejša je tako imenovana *navadna obveznica*, ki imetniku izplačuje obresti v obliki kuponov, ki zapadejo v izplačilo enkrat ali večkrat letno, na koncu pa se povrne še celotni znesek glavnice. Druga vrsta obveznic je tako imenovana *obveznica brez dospetja*, ki prinaša le kupone, glavnica pa ni nikoli povrnjena. Denar, ki smo ga vložili v takšno obveznico ob nakupu, dobimo nazaj, ko obveznico prodamo. *Brezkuponske obveznice* ne izplačujejo obresti, saj ob dospetju izplačajo le glavnico, pri čemer se obveznico kupi z diskontom, ob dospetju pa dobimo izplačano nominalno vrednost, ponavadi v enkratnem znesku.

Pri navadnih obveznicah poznamo tudi delitev glede na to, kdo jih je izdal. Tako poznamo (Prohaska, 2004, str. 56):

- *Državne obveznice*, katerih izdajatelj je država.
- *Komunalne obveznice*, ki jih izdajajo javnopravne organizacije, kot so občina ali regija.
- *Hipotekarne obveznice*, ki jih izdajajo finančne organizacije; to so obveznice, ki temeljijo na hipotekarnih kreditih in so izločene iz bilančne vsote banke.
- *Bančne obveznice*, ki jih izdajajo banke in hranilnice.
- *Podjetniške obveznice*, ki jih izdajajo podjetja.

Državne obveznice imajo najboljšo boniteto, saj je za državo teoretično nemogoče, da ne bi zmogla poplačati svojih dolgov. To bi bilo možno le v primeru državnega bankrota, kar pa je izjemno redek pojav v zgodovini. Tudi občinske obveznice imajo dokaj visoko boniteto, saj imajo izdajatelji svoje davčne prihodke. Za podjetniške obveznice je značilno nekoliko večje tveganje, a so zaradi tega tudi bolj donosne. Lahko so vezane tudi na dobiček podjetja, na primer dobičkovne participativne obveznice, kar pomeni, da se obresti izplačajo ob pogoju, da njihovo izplačilo ne bo zmanjšalo dobička pod neko vnaprej določeno raven, ob čemer so investitorji ob višjem dobičku prav tako nagrajeni. Hipotekarne so zavarovane s hipoteko. Ponavadi gre za hipoteko na nepremičnino, lahko pa tudi s hipoteko na zastavljene vrednostne papirje.

Poznamo tudi ločitev glede na »kraj« izdaje. Tako poznamo *tuje obveznice*, *domače obveznice* in *evroobveznice*. Domače obveznice izda domači rezident v domači valuti in se prodajajo pretežno domačim kupcem. Pri tuji obveznici je izdajatelj tuji rezident, na primer tuja država ali podjetje, ki izda obveznico v Sloveniji. Izdane pa so v domači državi, v domači valuti. Pri evroobveznici je izdajatelj domači rezident, ki izda obveznico v tuji, nedomicilni valuti. Primer je lahko obveznica, izdana v dolarjih, katere izdajatelj je Banka Slovenije, prodaja pa se na različnih mednarodnih trgih. Naj omenim še *globalne obveznice*, kjer je izdaja sestavljena iz dela domačih obveznic in dela evroobveznic.

Pri ločitvi obveznic glede na obrestovanje poznamo *obveznice s fiksno obrestno mero*, *obveznice s spremenljivo obrestno mero* in *brezkuponske obveznice*. Obveznice s fiksno obrestno mero so zanimive v obdobjih, ko se pričakuje padec obrestnih mer. To izhaja iz dejstva, da so na trgu v trenutku, ko obveznico kupimo, prisotne višje obrestne mere. Naša obveznica »nosi« torej višje obresti, če njeno obrestno mero primerjamo s obrestnimi merami po padcu obrestnih mer. Prav tako so v obdobjih nestabilnih obrestnih mer ter ko pričakujemo porast, bolj zanimive obveznice s spremenljivimi obrestnimi merami, saj investitorji zaradi precejšnjega nihanja niso pripravljene investirati v obveznice s fiksno obrestno mero. Obveznice s spremenljivo obrestno mero so vezane na neko medbančno obrestno mero. Najpogosteje se uporablja EURIBOR (obrestna mera med največjimi evropskimi bankami), LIBOR (Londonska medbančna obrestna mera), pri nas pa smo imeli SITIBOR.



Brezkuponske obveznice se prodajajo z diskontom in ne izplačujejo nobenih obresti. Zanimive so v času nestabilnih obrestnih mer, saj investitor ni izpostavljen tveganju reinvestiranja kuponov.

### **1.3. Boniteta obveznic**

Boniteta izraža kreditno sposobnost izdajatelja. Dejansko nam pove, koliko je neka obveznica tvegana, oziroma kolikšna je verjetnost, da denarja ne bomo dobili nazaj. Pri delitvi obveznic, kjer poznamo državne, občinske, hipotekarne, bančne in podjetniške obveznice, je boniteta odvisna od izdajatelja.

Državne obveznice imajo najboljšo boniteto, saj je kreditno tveganje minimalno, ker zanje jamči država. Pri vseh ostalih izdajateljih pa kreditno tveganje obstaja, zato imamo dodatno premijo za tveganje, ki se kaže kot pribitek na donosnost državnih obveznic in je tem večja, čim slabša je bonitetna ocena posameznega izdajatelja. Obveznice so torej bolj tvegane, zato investitorji za večje tveganje zahtevajo višji donos. Podjetniške obveznice so najbolj tvegane, zato so tudi najbolj donosne. Stvari niso tako enolične, saj se je v praksi pokazalo, da so obveznice nekaterih multinacionalk manj tvegane kot obveznice nerazvitih držav.

Za ta namen v svetu obstajajo različne bonitetne agencije, ki obveznicam podeljujejo bonitetne ocene. Najbolj znane takšne agencije so (Cecchetti, 2006, str. 151) Moody's Investor Service, Standard&Poor's in Fitch Ratings Ltd. Bonitetne agencije zagotavljajo (Cecchetti, 2006, str. 151) kreditno oceno primarnega premoženja, ki je osnova za izdajo vrednostnih papirjev, nudijo informacije o strukturnih značilnostih teh obveznic, so vključene v njihovo oblikovanje in dajejo konkretne bonitetne ocene posameznih vrednostnih papirjev.

Poznamo dva razreda in sicer investicijski in špekulativni razred. Investicijski razred ima zelo nizko kreditno tveganje. V ta razred sodi večina državnih obveznic, kot tudi nekatera izjemno dobro stoječa podjetja kot na primer IBM, Disney, General Motors, itd. Delitev na ta dva razreda je pomembna tudi zaradi tega, ker nekatere institucije (zavarovalnice, pokojninski skladi, banke) ne smejo vlagati v špekulativni razred obveznic. Obveznice v špekulativnem razredu se pogosto imenujejo »junk« obveznice. Poznamo dva tipa takih obveznic. Prve, padli angeli (fallen angels), so padle iz investicijskega razreda, ko so izdajatelji zašli v težave. Drugi tip pa so obveznice, pri katerih je o tveganju premalo podatkov (Cecchetti, 2006, str. 150).

Obveznice, ki imajo višjo bonitetno oceno, so manj tvegane in obratno, obveznice z nižjo bonitetno oceno so bolj tvegane (t.i. »junk« obveznice). Iz znanja o kapitalskih trgih vemo, da mora biti višje tveganje vrednostnih papirjev poplačano z višjo donosnostjo. Pojavlja se torej situacija, ko imajo obveznice s slabšo boniteto višje kuponske mere in prinašajo posledično višje donose. Obveznice, ki stanejo manj (odnos višje tveganje – nižja nakupna cena), nam

prinašajo torej višje donose, kar pomeni ravno to, da so obveznice z nižjo boniteto tako bolj zaželeni, ob čemer se mora investitor zavedati višjega tveganja. Iz stališča investitorja, ki vlaga glede na svoj odnos do tveganja, so tako tvegane obveznice bolj primerne za vlaganje na dolgi rok, medtem ko so obveznice dobro stoječih podjetij bolj primerne za vlaganje v obdobju, ko se približuje čas, ko bomo sredstva črpali.

Tabela 1: Ratingi obveznic po dveh najbolj znanih agencijah

Razred	Moody's	Standard&Poor's	Opis
Investicijski	Aaa	AAA	Najboljše obveznice z najmanjšim tveganjem, izdajatelji so izjemno zanesljivi
	Aa	AA	Visoko kvalitetne obveznice z malo višjim dolgoročnim tveganjem
	A	A	Visoko-srednje kvalitetne obveznice, ki so bolj občutljive na ekonomske razmere
	Baa	BBB	Srednje kvalitetne, trenutno primerne, a obstaja možnost, da bodo v prihodnosti manj zanesljive
Špekulativni	Ba	BB	Obveznice imajo elemente špekulativnih obveznic, zmerna varnost
	B	B	Obveznice izdajateljev, ki so še vedno sposobni odplačevati, a obstaja tveganje v prihodnosti
Visoko špekulativni	Caa	CCC	Slaba kvaliteta, očitna nevarnost
	Ca	CC	Visoko špekulativna obveznica
	C	C	Obveznica z najslabšo oceno pri Moody's, slabe napovedi glede prihodnjih izplačil
		D	Standard&Poor's ima še svojo možnost za najbolj špekulativno obveznico

Vir: Cecchetti, 2006, str. 151.

Najlažje je primerjati obveznice, ki so si identične v vsem, razen v kreditni oceni izdajatelja. V ZDA so najboljši približek za netvegan inštrument obveznice ameriške zakladnice, pogosto jih imenujemo »benchmark bonds«, saj benchmark pomeni merilo, norma. Tako se meri donosnosti ostalih obveznic po pribitku na le-te. Če so ratingi pravilno nastavljeni, potem velja zakonitost, da slabši kot je rating, višja je premija za tveganje po CAPM modelu, kjer se ocenjuje donosnost finančnega inštrumenta kot netvegana donosnost, kateri prištejemo premije za tveganja. Iz tega sledi tudi dejstvo, da se z gibanjem donosnosti obveznic ameriške zakladnice gibajo tudi donosnosti vseh ostalih finančnih inštrumentov, ki so vezane na državno netvegano obrestno mero (Cecchetti, 2006, str. 154).

## 1.4. Tvegane obveznice

Tvegane ali »junk« obveznice (junk bonds) so, kot že ime pove, obveznice z visoko obrestno mero, namenjene financiranju tveganih podjetij (Šega, 1997, str. 399). Bonitetne agencije podeljujejo različne bonitetne ocene različnim obveznicam na podlagi njihovega kreditnega tveganja. Pod »junk« obveznice štejemo vse tiste obveznice, ki imajo bonitetno oceno nižjo od BBB, torej celoten špekulativni razred (Cecchetti, 2006, str. 157).

Vse se je začelo z Michaelom Milkenom, ki je tako rekoč ustvaril trg »junk« obveznic. Po diplomi leta 1970 se je zaposlil v investicijski banki v New Yorku, ki se je imenovala Drexel Harriman Ripley (kasneje Drexel Burnham Lambert). Podjetje mu je dovolilo, da je začel s trgovanjem z obveznicami v špekulativnem razredu, ki je prvotno zajemal »padle angele«, to je obveznice iz investicijskega razreda, ki se jim je poslabšala boniteta. Ker ni bilo likvidnega trga za to vrsto obveznic, ga je ustvaril Milken sam, ko je začel kupovati in prodajati »junk« obveznice. Leta 1977 je začel s prodajo obveznic, ki so bile že ob izdaji uvrščene v špekulativni razred. Tako se je do leta 1984 Milken ukvarjal z že obstoječimi podjetji, ki so bila v slabem finančnem stanju. Po letu 1984 se je posvetil novemu fenomenu, financiranju sovražnih prevzemov. Njegova ideja je bila, da bi z izdajo obveznic kupil podjetje in zamenjal vodstvo z bolj sposobnim kadrom. Zgodba ima zanimiv razplet, Milken je bil namreč leta 1989 obtožen prevare z vrednostnimi papirji. Spoznali so ga za krivega desetih zločinov, za katere je dobil 10-letno zaporno kazen (odsedel je 3 leta), moral je plačati kazen v višini 1,1 milijarde dolarjev in dobil doživljenjsko prepoved dela na področju vrednostnih papirjev. Tudi špekulativne obveznice so se pokazale za tvegan posel, v recesiji v letih 1990-1991 je premija za tveganje za te obveznice narasla na 9 odstotnih točk in veliko podjetij je utrpelo velike izgube kapitala. Tudi podjetje Drexel Burnham Lambert je šlo v stečaj (Cecchetti, 2006, str. 157-159).

Tvegane obveznice so postale bolj moderne v 80. letih, ko so podjetja želela financirati nakupe z dolžniškim financiranjem. Namen tega je bil, da ne bi izdajali novih delnic ter da bi se dobiček lahko razdelil med obstoječe delničarje. Taka podjetja so bila označena za visoko tvegana, saj so imela visok odstotek dolga v kapitalski strukturi. Približno dve tretjini od vseh »junk« obveznic je izdanih z namenom financiranja prevzemov podjetij (t.i. LBO-ji oz. Leveraged Buyout). Z denarnimi tokovi od izdaje obveznic se nakupi čista sredstva drugega podjetja, kar poveča delež dolga v kapitalski strukturi prevzemnika.

Čeprav so »junk« obveznice označene kot visoko tvegane, so jih finančne institucije pripravljene kupiti, saj ponujajo visoke donose (Madura, 2006, str. 284). V Združenih državah Amerike predstavlja njihov tržni delež približno 25% vseh podjetniških obveznic in približno 5% vseh obveznic. Približno ena tretjina vseh »junk« obveznic je dobila na začetku visoko oceno tveganja, a s časom je ta ocena upadla. Tu vidimo, da gre zelo majhen delež podjetij, ki izdajajo tvegane obveznice, v stečaj, kar pomeni, da investitor izgubi ves vložek, a tveganje vseeno obstaja. Drugi dve tretjini pa sta bili že na začetku ocenjeni nižje. Vanje večinoma

investirajo vzajemni skladi, zavarovalnice življenjskega zavarovanja in pokojninski skladi. Obstajajo tudi vzajemni skladi, ki investirajo pretežno v »junk« obveznice, s čimer so le-te postale dostopne tudi malim investitorjem, saj tako razpršijo tveganje med več tveganih obveznic in hkrati lahko vlagajo poljubne zneske prihrankov.

Tveganje je v splošnem opredeljeno kot mera negotovosti prihodnjih denarnih tokov investicije, določeno z dolžino obdobja in odvisno od postavljenih meril (Cecchetti, 2006, str. 91). Premija za tveganje tveganih obveznic je ponavadi za 3-7 odstotnih točk nad državnimi obveznicami s primerljivim dospeljem. Razlike v premiji za tveganje med različnimi obveznicami so določene z tveganjem. Razlika med BBB in AA obveznicami je vedno nižja kot razlika med BBB in »junk« obveznicami. Tudi ta razlika med BBB in »junk« obveznicami niha. Razlika med donosnostmi je večja v slabših ekonomskih obdobjih, kot imamo na primer v letih 1990-1991 in 2001-2002, kajti v takih obdobjih investitorji smatrajo, da je večja verjetnost, da podjetju ne bo uspelo in zahtevajo višje donose (Madura, 2006, str. 284).

V 90. letih je njihova popularnost padla zaradi sledečih vzrokov (Madura, 2006, str. 284):

- Na trgu so bile obtožbe o trgovanju z notranjimi informacijami (insider trading).
- Pojavile so se težave z nekaterimi izdajatelji, kar je odgnalo nekatere investitorje.
- Problemi v manjših zasebnih bankah so povzročili, da so le-te bolj podrobno regulirali (to je povzročilo, da so regulatorni organi povsem prepovedali bankam vlaganje v »junk« obveznice).

Iz zgodovine »junk« obveznic pa se lahko naučimo, da je trg špekulativnih obveznic preživel človeka, ki ga je postavil. Možnost podjetij s slabšo boniteto, da si z izdajo špekulativnih obveznic pridobijo sredstva, je izboljšalo delovanje finančnih sistemov, poleg tega pa se novi finančni inštrumenti in njihovi trgi vzpostavijo in napredujejo, če se izboljša alokacija ekonomskih virov (Cecchetti, 2006, str. 159). Čeprav se zdijo tvegane obveznice privlačna naložba, se je potrebno zavedati višjega tveganja, ki ga nosijo, čemur se pa lahko vsaj delno izognemo z investiranjem v vzajemne sklade takšnih obveznic.

## **1.5. Hibridni finančni inštrumenti**

Konvertibilne obveznice spadajo med zamenljive vrednostne papirje. To pomeni, da imamo kombinacijo dolžniškega in lastniškega vrednostnega papirja. Konvertibilna obveznica je tako sestavljena iz navadne obveznice in navadne delnice. Ime je dobila po svoji glavni značilnosti, to je zamenljivost obveznice v delnice (Francis, 1988, str. 35). V primerjavi z navadno obveznico ima nižjo kuponsko obrestno mero. Kot pove že ime, gre za obveznice, ki vključujejo pravico do zamenjave v delnico istega izdajatelja pod določenimi vnaprej znanimi pogoji. Kupec bo torej svojo obveznico spremenil v delnico, če bo cena delnice toliko zrasla,

da se mu bo to splačalo. V nasprotnem primeru pa jo lahko obdrži kot običajno obveznico vse do zapadlosti ter prejema obresti in glavnico.

Ta finančni instrument torej združuje lastnosti obveznic in delnic. Ker vključuje dodatne pravice, je zamenljiva obveznica dražja, kot bi bila navadna obveznica istega izdajatelja. Njen donos do dospelja bo torej nekoliko nižji, če jo obdržimo do zapadlosti in ves čas obravnavamo kot obveznico. Vendar pa lahko to razliko nadoknadimo v primeru ugodnega gibanja izdajateljeve delnice in lahko dosežemo precej višji donos. Analize so pokazale, da pri gibanju cene delnice navzgor zamenljiva obveznica sledi s približno 70% povečanjem, pri padanju cene delnice pa ji padanje obveznice ne sledi tako močno, pač pa le s 30-40% zmanjšanjem vrednosti. Primer (Zamenljive obveznice: delniški donosi z varovalko, 2006): če delnica podjetja zraste za 10%, bo zamenljiva obveznica istega podjetja zrasla za okoli 7%. In nasprotno, če cena delnice pade za 10%, bo znašal padec obveznice okoli 3,5% (seveda gre tu le za približek na podlagi opazovanj).

V primerjavi z delnico ima to prednost, da je imetnik obveznice zavarovan pred izgubo premoženja zaradi padca tečaja delnic, po drugi strani pa je deležen vseh pozitivnih finančnih učinkov, ki jih prinaša zvišanje tečaja delnice. Od zamenljive obveznice imetniku obveznice pritekajo obresti, medtem ko je naložba v delnico bolj tvegana (Ribnikar, 1990, str. 368).

Dodan je še izvedeni finančni instrument v obliki nakupne opcije. Pravico do koriščenja imata tako imetnik obveznice, ki ima možnost, da zamenja obveznico v delnico kadarkoli v času do dospelja obveznice, izdajatelj pa ima možnost poziva k odpoklicu navadno po preteku določenega časa (Šubic, 2006, str. 2).

Vrednost zamenljive obveznice sestavljajo vrednost navadne obveznice (*ang. straight bond value*), vrednost zamenjave (*ang. Conversion value*) in vrednost opcije (*ang. Option value*) (Ross et al., 2002, str. 681). Vrednost navadne obveznice predstavlja vrednost, po kateri bi se lahko zamenljiva obveznica prodala, če se ne bi mogla zamenjati v navadno delnico. Odvisna je od spremembe nivoja obrestne mere oz. sprememb v osnovnih določilih izdajatelja in od minevanja časa (Šubic, 2006, str. 20). Vrednost zamenjave pove, koliko bi bila obveznica vredna, če bi se takoj zamenjala v navadno delnico po tekoči ceni, ponavadi jo izračunamo tako, da pomnožimo vrednost zamenjave s tekočo ceno navadnih delnic. Vrednost zamenjave je močno odvisna od tržne cene delnice in zaradi nje celotna vrednost zamenljive obveznice najbolj niha (Šubic, 2006, str. 21). Tretja postavka vrednosti je nakupna opcija na vrednostni papir. Investitor plača investicijsko premijo za možnost povečanja vrednosti delnice, ki izraža stopnjo tveganja na trgu kapitala.

Pri vrednotenju konvertibilnih obveznic imamo dve možnosti. Lahko vrednotimo instrument kot celoto in ga vrednotimo po pošteni vrednosti, ali pa posebej ovrednotimo obveznico po odplačni vrednosti ter opcijo za zamenjavo po modelih za vrednotenje opcij.

## **1.6. Statistični podatki o slovenskem trgu obveznic v letu 2005**

Na dan 31. 12. 2005 je bilo na slovenskem borznem trgu 63 obveznic, na prostem trgu pa je bilo 36 obveznic. Prometa z obveznicami je bilo v letu 2005 za 179,6 mrd SIT. V letu 2005 je bilo z delnicami rednih družb opravljenega 69,7% celotnega vrednostnega obsega prometa na Ljubljanski borzi. Sledile so obveznice, s katerimi je bilo opravljenega 16,4% prometa in delnice investicijskih skladov s 13,9%. Najprometnejše obveznice v letu 2005 so bile obveznice Slovenske odškodninske družbe 2. izdaje, s katerimi je bilo sklenjeno za 12,3 mrd SIT vrednostnega obsega prometa. Sledile so republiške obveznice 39. izdaje (1,4 mrd SIT) in 59. izdaje (964,7 mio SIT) (Letno statistično poročilo za 2005, 2007).

V tem letu je Republika Slovenija izvedla 22 javnih ponudb obveznic. V javni ponudbi kratkoročnih dolžniških vrednostnih papirjev so bile enomesečne zakladne menice, trimesečne zakladne menice, šestmesečne zakladne menice in dvanajstmesečne zakladne menice. Od dolgoročnih dolžniških vrednostnih papirjev so bile triletne, petletne in enajstletne obveznice, katerih izdajatelj je bila Republika Slovenija. Obveznice, tako bančne kot podjetniške, so bile izdane na ime. Izvedenih je bilo tudi 23 nejavnih ponudb obveznic, od tega 13 bančnih izdaj in deset izdaj podjetniškega sektorja.

Skupna nominalna vrednost trinajstih nejavnih izdaj bančnih obveznic je znašala 101,9 mrd SIT, desetih nejavnih izdaj obveznic podjetniškega sektorja pa 49.86 mrd SIT. Najpogostejši razlog za izdajo obveznic je bil zagotovitev dolgoročnih virov sredstev, nadomestitev dolgoročnih virov ali pridobitev virov z namenom uresničevanja naložbene politike. Izdajatelji obveznic v Sloveniji so bili v letu 2005 nefinančne družbe, banke, drugi finančni posredniki, pomožne finančne organizacije, država in zavarovalnice (Poročilo o stanju vrednostnih papirjev v letu 2005, 2006.).

## **2. Vrednotenje dolgov po MRS**

Vrednotenje in razkritja dolgov v Mednarodnih računovodskih standardih obravnavajo standardi MRS 39, MRS 32, MSRP 7 ter SRS 9, ki je s prvima dvema usklajen. MRS 32 je tako namenjen predstavitvi in razkritjem, medtem ko MRS 39 obravnava določbe, ki zadevajo priznavanje in merjenje dolžniških finančnih instrumentov. MSRP 7 je stopil v veljavo s 1.1.2007. Standard obravnava razkritja in zahteva razporeditev finančnih obveznosti v sledeče razrede (IFRS 7, 2007):

- a) posojila in terjatve;
- b) finančne obveznosti, ki se jih meri po pošteni vrednosti prek izkaza poslovnega izida,

pri čemer naj se ločeno izkazuje tiste, ki so prikazani po prvotnem priznavanju in tiste, ki so razvrščeni kot postavke, namenjene trgovanju in

c) finančne obveznosti, ki se jih meri po odplačni vrednosti.

Pri obveznostih, ki so priznane v izkazih kot obveznosti po pošteni vrednosti prek izkaza poslovnega izida, je potrebno navesti (IFRS 7, 2007) spremembo v pošteni vrednosti, tako tekočega obdobja kot kumulativno, ki je posledica sprememb v kreditnem tveganju. Druga možnost je, da se navede spremembo v pošteni vrednosti, ki ni posledica spremembe tržnih razmer, ali pa da se uporabi alternativno metodo, ki bi določila spremembo poštene vrednosti zaradi spremembe v kreditnem tveganju. Drugo obvezno razkritje je razlika med knjigovodsko vrednostjo inštrumenta (carrying amount) in količino, ki bi jo moral izdajatelj plačati ob zapadlosti.

Za vsak tip tveganja naj podjetje razkrije (IFRS 7, 2007):

- izpostavljenost tveganju in okoliščine, v kakršnih se pojavi;
- cilje, politike in postopke upravljanja s tveganju in metode, ki jih podjetje pri tem uporablja;
- vse spremembe iz prvih dveh točk iz prejšnjih obdobj.

Ko podjetje prizna finančno obveznost v svojo bilanco stanja, jo vrednoti bodisi (IAS 39, 2007):

1. po pošteni vrednosti
2. po transakcijskih stroških, v primeru, da se obveznost ne razvrsti v kategorijo po pošteni vrednosti prek izkaza poslovnega izida.

## **2. 1. Vrednotenje po odplačni vrednosti**

*Odplačna vrednost* je sedanja vrednost dolga. Razlika med začetno in vsakokratno vrednostjo se v izkaz poslovnega izida prenaša z uporabo metode efektivne obrestne mere, razen če jih podjetje ne vrednoti po pošteni vrednosti. Glede na to, da se nominalne obresti razlikujejo od efektivnih obresti, je vrednost glavnice povečana ali zmanjšana za razliko med njima.

*Efektivna obrestna mera* je notranja stopnja donosnosti oz. ekonomska vrednost zadolženosti. Od nominalne obrestne mere se razlikuje zaradi razlike med nominalno in dejansko vrednostjo posojila ali obveznice ob izdaji. Pri posojilih pride do stroškov odobritve posojil, pri izdaji obveznic pa do diskontov ali premij zaradi obrestnih mer na trgu in ocene tveganosti izdajatelja s strani vlagateljev, kar privede do razlike med nominalno in unovčeno vrednostjo

izdaje obveznic. V izračun efektivne obrestne mere se vključujejo tudi vse provizije in transakcijski stroški. S tem se premije ali diskonti razmejujejo preko celotnega obdobja trajanja dolga (Slapničar, 2006 – zapiski predavanj). Pri posojilih je enaka notranji stopnji donosnosti, katero izračunamo na najbolj enostaven način v Excelu z uporabo funkcije IRR.

Tradicionalno so banke merile posojila po pogodbenih vrednostih (kjer je prihodek predstavljala nominalna obrestna mera). Stroške odobritve so priznale takoj med prihodki, lahko pa so jih tudi obračunavale po linearni metodi. Efektivna obrestna mera je tista, ki natanko diskontira prihodnje denarne tokove. Če je izvirna vrednost enaka vrednosti ob poravnavi, je tudi pogodbeni obrestna mera enaka efektivni obrestni meri. V tem primeru je metoda odplačne vrednosti enaka metodi izvirne vrednosti. Na odplačno vrednost vplivajo (Jurjevič, 2005, str. 31) opravnine (provizije), stroški odobritve, transakcijski stroški, plačane premije in prejeti diskonti ter stroški vodenja posojil.

Primer je povzet po Jurjevič (2005, str. 29-32). Banka podjetju odobri posojilo v višini 2.000.000,00 denarnih enot. Poplačano bo v petih enakih letnih obrokih, obrestna mera je 8% letno, ob odobritvi pa se zaračuna tudi stroške odobritve posojila v višini 90.000,00 denarnih enot. V navedenem primeru banka odobri 2.000.000,00 denarnih enot posojila. Ker zaračunava še stroške odobritve (opravnino) v višini 90.000,00 denarnih enot, je dejansko posojilo v višini 1.910.000,00 denarnih enot. Zato je dejanska (efektivna) obrestna mera, ki jo plačuje imetnik posojila, drugačna od pogodbene, ki znaša 8%. V navedenem primeru gre za t.i. anuiteten način odplačila dolga, ki pa v slovenskih bankah ni najbolj pogost; pogosteje se uporabljata t.i. „bullet payment“ in obročni način odplačevanja, ki sta oba prikazana v nadaljevanju diplomskega dela.

Tabela 2: Primer posojila, merjenega po odplačni vrednosti – anuitetni način

Leto	Anuiteta	Obresti	Odplačilo glavnice	Preostanek dolga	Obresti po EOM (9,77%*)	Odplačna vrednost dolga
		8,00%		2.000.000,00		1.910.000,00
1	500.912,91	160.000,00	340.912,91	1.659.087,09	186.631,97	1.595.719,06
2	500.912,91	132.726,97	368.185,94	1.290.901,15	155.922,62	1.250.728,77
3	500.912,91	103.272,09	397.640,82	893.260,33	122.212,55	872.028,41
4	500.912,91	71.460,83	429.452,08	463.808,25	85.208,58	456.324,08
5	500.912,91	37.104,66	463.808,25	0,00	44.588,83	0,00

\*EOM je izračunana iz Excelove formule IRR, pri čemer jo računamo iz dejanskih denarnih tokov, ki jih v opisanem primeru predstavljajo letne anuitete po 500.912,91d.e.

Vir: Jurjevič, 2005, str. 31.



Tabela 3: Knjiženje posojila, merjenega po odplačni vrednosti z vidika posojilojemalca

	<b>DEBET</b>	<b>KREDIT</b>
<b>1. Odobritev posojila</b>		
-posojilo		1.910.000,00
-denarna sredstva	1.910.000,00	
<b>2. Plačilo anuitete in obračun odhodkov financiranja</b>		
-obresti (odhodek iz financiranja)	186.631,97	
-denarna sredstva		500.912,91
-posojilo	340.912,91	
-posojilo (priznanje opravnine)		26.631,97

Vir: Jurjevič, 2005, str. 31.

Tabela 4: Knjiženje posojila, merjenega po pogodbeni vrednosti z vidika posojilojemalca

	<b>DEBET</b>	<b>KREDIT</b>
<b>1. Odobritev posojila</b>		
-posojilo		2.000.000,00
-opravnine (odhodek)	90.000,00	
-denarna sredstva	1.910.000,00	
<b>2. Obračun obresti in plačilo anuitete</b>		
-denarna sredstva		500.912,91
-posojilo (vračilo glavnice)	340.912,91	
-plačane obresti (odhodek iz financiranja)	160.000,00	

Vir: Jurjevič, 2005, str. 30.

Razlika je pri priznavanju opravnine. Pri merjenju posojila po odplačni vrednosti se stroške posla upošteva že na začetku, ko se knjiži znesek dejanskega posojila, ki znaša 1.910.000,00 denarnih enot. Stroške posla se upošteva pri obračunu obresti, izkazani so med obrestnimi prihodki. Pri vrednotenju posojil po odplačni metodi priznavanje prihodkov v računovodskih izkazih torej ni enako denarnemu toku, ampak je ustrezno notranji stopnji donosnosti. Za razliko od vrednotenja po odplačni vrednosti se pri uporabi vrednotenja po pogodbeni vrednosti priznava poslovne dogodke tako, kot se odvijajo v odnosu med banko in komitentom. Posojilo se knjiži v celotnem znesku 2.000.000,00, pri čemer se knjiži prihodek iz opravnin takoj, ko so plačane – ponavadi v prvem letu.

Uvedba vrednotenja po odplačni vrednosti je za banke izjemno zahtevna. Pomeni namreč (Jurjevič, 2005, str. 32), da bi morali računovodski izkazi poleg obrestnih izračunov vsebovati tudi ločene izračune in knjiženje prihodkov po efektivni obrestni meri. Večina bank ima variabilno obrestno mero, kar izračune še bolj oteži. Ko se variabilna obrestna mera, napisana v pogodbi, spremeni, bi bilo potrebno znova izvesti vse izračune, kar povzroči veliko dela z vsakokratnimi izračuni in ogromne količine podatkov.

Naslednji primer predstavlja t.i. "bullet payment" posojilo, katerega značilnost je plačilo glavnice ob dospelju. Banka podjetju odobri posojilo v višini 2.000.000,00 denarnih enot. Poplačano bo v petih enakih letnih obrokih, obrestna mera je 8% letno, ob odobritvi pa se zaračuna tudi stroške odobritve posojila v višini 90.000,00 denarnih enot, zaradi katerih je dejansko posojilo v višini 1.910.000,00 denarnih enot. Dejanska (efektivna) obrestna mera, ki jo plačuje imetnik posojila, znaša 9,16% in je drugačna od pogodbene, ki znaša 8%.

Tabela 5: Primer izračuna odplačne vrednosti t.i. "bullet payment" posojila

Leto	Denarni tok	EOM-finančna terjatev	Efektivne obresti	Spremembe odplačne vrednosti posojila	Finančni odhodki iz razlike med efektivno in nominalno obr. m.
0	1.910.000	1.910.000			
1	-160.000	1.928.000	174.956	14.956	14.956
2	-160.000	1.946.000	176.605	16.605	16.605
3	-160.000	1.964.000	178.254	18.254	18.254
4	-160.000	1,982.000	179.902	19.902	19.902
5	-2.160.000	2.000.000	181.551	21.551	21.551
IRR	0.0916			91.268	91.268

Vir: Lastni prikaz.

Tabela 6: Knjiženje „bullet payment“ posojila, merjenega po odplačni vrednosti z vidika posojilojemalca

	DEBET	KREDIT
<b>1. Odobritev posojila</b>		
- Posojilo (fin.terjatev)		1.910.000
- denarna sredstva (TRR)	1.910.000	
<b>2. Plačilo anuitete in obračun odhodkov financiranja</b>		
Efektivne obresti (odhodek iz financiranja)	174.956	
Posojilo (finančna terjatev)		14.956
Denarna sredstva (TRR)		160.000
<b>3. Stanje dolga ter poplačilo celotne glavnice</b>		
Finančni odhodek (obresti + povečanje odpl.vr.)	181.551	
Posojilo	2.000.000	21.551
TRR (glavnica + obresti)		2.160.000

Vir: Lastni prikaz.

Drug način je obročno posojilo, kjer se glavnica razdeli na x obrokov, obresti pa se glede na dejansko stanje glavnice odplačujejo sproti, najprej več, kasneje pa vedno manj. Obročno ni enako anuitetnemu, kjer imamo vedno enake anuitete. Imamo posojilo v višini 2.000.000,00

denarnih enot, ki ga moramo odplačati v dveh letih s štirimi polletnimi obroki. Obrestna mera je 6% letno, obresti pa odplačujemo z mesečnimi obroki. Ob odobritvi plačamo še 90.000,00 denarnih enot provizije.

Tabela 7: Amortizacijski načrt odplačevanja obročnega posojila

Mesec	Obrok	Obresti po o.m. 6%	Provizija	Skupaj DT	Preostanek glavnice	Obresti po EOM	Odplačna vrednost dolga
0			90.000	1.910.000	2.000.000		1.910.000
1		-10.000		-10.000	2.000.000	15.736	1.915.736
2		-10.000		-10.000	2.000.000	15.784	1.921.520
3		-10.000		-10.000	2.000.000	15.831	1.927.352
4		-10.000		-10.000	2.000.000	15.879	1.933.231
5		-10.000		-10.000	2.000.000	15.928	1.939.159
6	-500.000	-10.000		-510.000	1.500.000	15.977	1.445.136
7		-7.500		-7.500	1.500.000	11.906	1.449.542
8		-7.500		-7.500	1.500.000	11.943	1.453.985
9		-7.500		-7.500	1.500.000	11.979	1.458.464
10		-7.500		-7.500	1.500.000	12.016	1.462.981
11		-7.500		-7.500	1.500.000	12.054	1.467.534
12	-500.000	-7.500		-507.500	1.000.000	12.091	972.125
13		-5.000		-5.000	1.000.000	8.009	975.134
14		-5.000		-5.000	1.000.000	8.034	978.169
15		-5.000		-5.000	1.000.000	8.059	981.228
16		-5.000		-5.000	1.000.000	8.084	984.312
17		-5.000		-5.000	1.000.000	8.111	987.422
18	-500.000	-5.000		-505.000	500.000	8.135	490.557
19		-2.500		-2.500	500.000	4.041	492.099
20		-2.500		-2.500	500.000	4.054	493.653
21		-2.500		-2.500	500.000	4.067	495.220
22		-2.500		-2.500	500.000	4.080	496.801
23		-2.500		-2.500	500.000	4.093	498.394
24	-500.000	-2.500		-502.500	0	4.016	0
				EOM (IRR): 0,824% mesečno			
				EOM (IRR): 10,35% letno*			

\*Letna obrestna mera je izračunana po formuli  $(1+0,824\%)^{12}-1$

Vir: Lastni prikaz.

Odplačna vrednost posojila konec prvega leta bi tako znašala 880.947 denarnih enot, kar dobimo, če diskontiramo odplačno vrednost dolga, ki znaša 972.125,12 z efektivno obrestno mero 10,35%. Stolpec obresti prikazuje sorazmeren delež obresti, izračunamo ga tako, da množimo znesek kredita (2.000.000,00 d.e.) z mesečno obrestno mero (0,06/12mesecev).

Vidimo, da se razlikuje od stolpca, kjer so obresti izračunane po efektivni obrestni meri. V računovodske izkaze je potrebno vpisovati odhodke ločeno od obresti po efektivni obrestni meri. Sam postopek poteka tako: najprej izračunamo denarne tokove podjetja, iz katerih izračunamo mesečno efektivno obrestno mero. Le-to pretvorimo na letno raven s proporcionalno metodo. Letno EOM pa nadalje uporabimo za diskontiranje odplačne vrednosti dolga, da dobimo izračun poštene vrednosti posojila.

Tabela 8: Knjiženje posojila, merjenega po odplačni vrednosti z vidika posojilojemalca

	<b>DEBET</b>	<b>KREDIT</b>
<b>1. Odobritev posojila</b>		
-posojilo (fin.terjatev)		1.910.000
-denarna sredstva (TRR)	1.910.000	
<b>2. Plačilo obresti in obračun odhodkov financiranja prvi mesec</b>		
- efektivne obresti (odhodek iz financiranja)	15.736	
-posojilo (finančna terjatev)		5.736
-denarna sredstva (TRR)		10.000
<b>2. Plačilo obresti in obračun odhodkov financiranja zadnji mesec</b>		
Finančni odhodek (efektivne obresti oz. nominalne obresti + povečanje glavnice)	4.016	
Posojilo	500.000	1.516
TRR (glavnica + obresti)		502.500

Vir: Lastni prikaz.

## **2. 2. Vrednotenje po pošteni vrednosti**

Po pošteni vrednosti prek izkaza poslovnega izida se vrednoti finančne obveznosti:

- a) izvedene obveznosti, ki se ne obračunavajo kot inštrumenti za varovanje pred tveganjem,
- b) obveze za izročitev finančnih sredstev, ki si jih izposodi prodajalec brez kritja (t.j. podjetje, ki proda izposojena finančna sredstva, ki jih še nima) in

- c) finančne obveznosti, ki so nastale z namenom odkupa v kratkem roku (npr. dolžniški inštrument, ki kotira in ga izdajatelj lahko odkupi v kratkem roku, odvisno od sprememb njegove poštene vrednosti).

*Poštena vrednost dolga* (fair value) je po MRS 32 znesek, s katerim je mogoče zamenjati sredstvo oziroma poravnati obveznost med dobro obveščanima in voljnima strankama v preišljenem poslu. Voljna stranka je motivirana zaradi tržnih razmer in ni prisiljena stopiti v določen posel. Premišljeni posel pa je posel med strankama, kjer so dosežene cene ali transakcije značilne za določene tržne razmere.

Navajam tudi opredelitev poštene vrednosti po Odarju (2003, str. 284): »Poštena vrednost je ocenjena cena, ki bi jo podjetje doseglo, če bi sredstva prodalo ali obveznost plačalo na dan poročanja v poslovnem razmerju v normalnih poslovnih okoliščinah. Gre za ocenjeno izhodno ceno, določeno na podlagi delovanja tržnih zakonitosti«. Naj poudarim, da gre za oceno cene in ne za neke natančne izračune, ker do dejanske transakcije ne pride.

Poštena vrednost finančnih obveznosti je bodisi tržna cena, če le-ta obstaja, bodisi sedanja vrednost bodočih denarnih odtokov, diskontirana s tržno obrestno mero. *Tržna cena* (market value) je po MRS 32 znesek, ki ga je mogoče dobiti pri prodaji oziroma treba plačati pri pridobitvi finančnega inštrumenta na delujočem trgu. Odplačna vrednost, ki jo izračunamo po efektivni obrestni meri, torej ni enaka pošteni vrednosti, ker se razlikuje v diskontni obrestni meri – pri odplačni vrednosti se uporablja efektivna obrestna mera, ki izhaja iz pogodbe oz. posla samega (Slapničar, 2007).

Jurjevič (2005, str. 7) navaja primere, v katerih je možno zanesljivo izmeriti pošteno vrednost:

- Če za finančni inštrument obstaja javno objavljena kotacija na delujočem trgu.
- Če so za neodvisno ocenjeni dolžniški inštrument znani denarni tokovi.
- Če za finančni inštrument obstaja ustrezen model vrednotenja, ki uporablja take spremenljivke, ki se lahko zanesljivo izmerijo, ker prihajajo iz delujočega trga.

Obstajata tudi dva pogleda na odnos med pošteno vrednostjo in tržno ceno. Prvi pogled zastopajo zagovorniki hipoteze učinkovitega trga, drugi pogled izhaja z vidika vedenjskih financ. Hipoteza učinkovitega trga kapitala predpostavlja dobro organiziran, transparenten trg, kjer je tržna cena ponavadi enaka ali zelo blizu pošteni vrednosti. Investitorji se namreč hitro odzivajo na nove razpoložljive informacije.

Pri konceptu vedenjskih financ se lahko poštena vrednost razlikuje od tržne vrednosti. Vedenjske finance predpostavljajo, da se tržna vrednost pogosto razlikuje od poštene vrednosti zaradi različnih pristranskih zaznav med kupci in prodajalci. Celotno zagovorniki vedenjskih financ v splošnem priznavajo, da vedenjske anomalije (nepravilnosti) lahko povzročajo takšna odstopanja na nepredvidljiv, kaotičen način, ki ga je težko zajeti v tržne strategije, še posebno, ko gre za stroške transakcij (Fair value, 2007).

Zaradi navedenega opredelitev poštene vrednosti ni nedvoumna in enolična. Zato MSRP 7 o razkritjih v zvezi s finančnimi inštrumenti, kot tudi ameriški standard FASB SFAS 157 Fair value measurement, ki je izšel 15.09.2006, opisujeta hierarhijo pristopov pri merjenju poštene vrednosti za vsa sredstva in obveznosti, od tržnih cen do modelov vrednotenja. Prvi pristop predstavlja skupino sredstev ali obveznosti, kjer je poštena vrednost ugotovljena na podlagi kotirane cene. Najbolj primerna je za inštrumente, s katerimi se aktivno trguje na trgu. Drugi pristop predstavlja tiste ocene, kjer je na razpolago tržna cena za podoben inštrument. Tretji pristop predstavlja tiste ocene, ki so narejene na podlagi ocen podjetja, ker pristop 1 ali 2 ne prideta v poštev. S poudarkom na tržnih cenah FASB predlaga, da naj bi podjetja osnovala svoje izračune poštene vrednosti na tržnih podatkih, kadar je to le mogoče. Ocene poštene vrednosti so lahko narejene tudi na podlagi internih podatkov podjetja, če drugi podatki niso na voljo (Landsman, 2006, str.).

Oba, tako ameriški računovodski standard kot IFRS 7, zahtevata razkritje postavk po poštenu vrednosti konec vsakega obračunskega obdobja, kako so poštene vrednosti določene in vpliv na dobiček, ki izvira iz vsakega razreda sredstev ali obveznosti (ločene postavke za realizirane in nerealizirane dobičke ali izgube). MSRP 7 zahteva razkritje podrobnih informacij za v bilanco uvrščene finančne inštrumente, tako za tiste, ki so izmerjeni po poštenu vrednosti, kot za tiste, ki niso izmerjeni po poštenu vrednosti, poleg tega pa zahteva še kvalitativne informacije, ki se nanašajo na likvidnost finančnega inštrumenta ter na kreditno in tržno tveganje (Landsman, 2006).

Primer razkritij poštenih vrednosti je NLB d.d., ki takole opredeljuje, kako priznava depozite (Letno poročilo NLB 2005, 2006): „Poštena vrednost vpoglednih depozitov je za institucijo, ki te depozite prejema, odvisna od pričakovanega časovnega razporeda in višine dvigov teh depozitov, od višine trenutnih obrestnih mer na trgu in kreditnega tveganja same depozitne institucije. To je še posebej pomembno pri stabilnih vpoglednih depozitih, ki imajo za depozitno institucijo pozitivno pošteno vrednost“.

NLB d.d. takole opredeljuje merjenje dolžniških vrednostnih papirjev po poštenu vrednosti: (Letno poročilo NLB 2005, 2006, str.): „Poštena vrednost vrednostnih papirjev, hranjenih do zapadlosti, temelji na objavljeni tržni ceni ali na diskontiranih denarnih tokovih“.

V primeru, da je finančna obveznost vrednotena po poštenu vrednosti, se dobiček oziroma izguba prizna v poslovnem izidu. Če torej podjetju pade boniteta, ga trg diskontira z višjo obrestno mero, ker se zviša premija za tveganje. Obveznici tako vrednost na trgu pade, ravno tako pa se zniža poštena vrednost dolga podjetja. To je seveda nelogično, saj tako podjetje izpade manj zadolženo, kot je v resnici. Spremembe v obrestnih merah bodo spremenile poštene vrednosti obveznosti v nasprotno smer, tudi če je količina, ki jo morajo izplačati posojilodajalcem, ostala nespremenjena. Vrednotenje po poštenu vrednosti lahko torej pripelje do tega, da so investitorji zavedeni.

Horton in Macve (2000, str. 10) navajata tri pomembne probleme sistema določanja poštene vrednosti obveznosti, kjer se rezultat sprotno prizna v dobičku:

- Kaj narediti s spremembami obrestnih mer?
- Kako postopati s spremembami v boniteti?
- Kako upoštevati vpliv inflacije?

a) spremembe obrestnih mer: Če je praktično in stroški niso previsoki, naj se pri vrednotenju obveznosti uporablja sedanjo vrednost. Če upade vrednost fiksnih obveznosti, to ne zmanjša sposobnosti podjetja, da odplačuje obveznosti, ker je denarni tok, ki priteka v podjetje, še vedno enak. Če obrestne mere narastejo, lahko podjetje odplača svoje dolgove prej, ali jih kupi na trgu za manj, kot znaša notranja vrednost odplačila.

b) spremembe v boniteti: Zmanjšanje kreditne sposobnosti se odraža v „dobičku“ na strani posojil, a hkrati imamo „implicitno izgubo“ na strani poštene vrednosti kapitala: najprej kot zmanjšanje dobrega imena in drugič kot znižana pričakovanja investitorjev glede prihodnjih denarnih tokov. Če vrednost obveznosti pade, lahko podjetje izbere možnost, da se refinancira.

c) spremembe v inflaciji: model, ki obravnava ne le spremembe v sedanji vrednosti ampak tudi spremembe v kupni moči, se imenuje 'računovodstvo relativne sedanje vrednosti' (Relative Current Value Accounting). V tem primeru bi se odražale obveznosti z relativnim sedanjim stroškom obresti (current „real“ interest expense). Postavljalci standardov zaenkrat ne priporočajo prilagoditev za inflacijo razen v primerih hiperinflacijskih pogojev.

Horton in Macve (2000, str. 23) predlagata tudi, da bi bilo smiselno privzeti posebne standarde, ki bi se nanašali na vsako področje gospodarstva (industry specific).

V primeru, da zanesljiva mera poštene vrednosti ni več na voljo, se obveznost izmeri po odplačni vrednosti. Kako se priznava dobičke ali izgube, je odvisno od tega, ali ima obveznost določeno zapadlost. Če jo ima, se dobiček ali izguba amortizira v poslovni izid v preostali dobi trajanja, pri čemer uporabimo metodo efektivnih obresti. Če pa zapadlost ni določena, pa ostane dobiček oziroma izguba v kapitalu, dokler se finančna obveznost ne odtuji ter se takrat prizna v poslovnem izidu.

Vzemimo naslednji primer obveznice, ki jo izda podjetje – posojiljemalec. Zaradi bolj nazornega prikaza sem uporabila primer ene same obveznice, podjetje pa tako knjiži vrednost celotne izdaje. Podjetje jo enkrat vrednoti po odplačni vrednosti in drugič po pošteni vrednosti.

Podjetje A je v začetku januarja 2000 izdalo 5-letno obveznico B z 9% nominalno letno obrestno mero. Obresti se pripisujejo na koncu leta, nominalna vrednost obveznice je 100.000 SIT. Podjetje je obveznico prodalo za 96.209 SIT (t.j. z »diskontom«) – cena vsebuje nabavno

ceno obveznice, kakor tudi posredniško in KDD provizijo. To pomeni, da trg za omenjeno posojilo zahteva višjo, 10% obrestno mero.

a) Vrednotenje po odplačni vrednosti:

Tabela 9: Amortizacijski načrt za vrednotenje obveznice po odplačni vrednosti z vidika podjetja

Leto	Obveznica	Efektivna obrestna mera	Kuponska obrestna mera	Povečanje obveznice	Končno stanje obveznice
0					96.209
1	96.209	9.621	9.000	621	96.830
2	96.830	9.683	9.000	683	97.513
3	97.513	9.751	9.000	751	98.264
4	98.264	9.826	9.000	826	99.091
5	99.091	9.909	9.000	909	100.000

Vir: Lastni prikaz.

Tabela 10: Knjiženje obveznice po odplačni vrednosti z vidika podjetja

	1. LETO	DEBET	KREDIT
1.	NAKUP OBVEZNICE		
	Finančni dolg		96.209
	TRR	96.209	
2.	OBRAČUN ODHODKOV IN PLAČILO OBRESTI		
	Finančni odhodek (efektivna obrestna mera)	9.621	
	TRR		9.000
	Obveznica		621
	<b>5. LETO</b>		
Zst.	Likvidacija obveznice	100.000	909
	Finančni odhodek (obresti + povečanje poš. w. obv.)	9.909	
	TRR (plačilo glavnice in zadnjega kupona obresti)		109.000

Vir: Lastni prikaz.

Imamo torej obdobje petih let. Vrednost obveznice v točki 0 je 96.209<sup>1</sup> denarnih enot. Letni kuponi znašajo 9.000 denarnih enot in vrednost glavnice je 100.000 denarnih enot. Če želimo izračunati vrednost obveznice v točki 1, to je po enem letu, najprej množimo 96.209 d.e. z 1,1 (10% obrestna mera) in odštejemo kupon za 9.000 d.e., ker ga mora podjetje izplačati. Dobimo vrednost 96.830 d.e., kar je odplačna vrednost obveznice po preteku enega leta.

<sup>1</sup> Znesek 96.209 izračunamo s formulo za sedanjo vrednost denarja, na trenutek 0 diskontiramo z obrestno mero 10% tako kupone v višini 9.000 d.e. kot glavnico 100.000 d.e.



b) Vrednotenje po pošteni vrednosti:

Vzemimo, da je tržna vrednost obveznice po pretečenem enem letu 97.000. To je tudi njena poštena vrednost konec tega leta, izgube pa se knjiži na sledeč način:

Tabela 11: Knjiženje obveznice po pošteni vrednosti z vidika izdajatelja konec prvega leta

1. LETO	DEBET	KREDIT
Obveznica na pasivi za trgovalne namene Z.S.		96.209
TRR		9.000
Obveznica		791
Izguba zaradi porasta tržne vrednosti obveznice	791	
Odhodki za obresti	9.000	

Vir: Lastni prikaz.

Podjetje vzame za pošteno vrednost tržno vrednost, če ta obstaja. Razliko v ceni knjiži na konto Obveznice, v našem primeru se poveča za 791 d.e., pri čemer ta izguba zmanjša poslovni izid. Obenem knjiži obresti na konto odhodki za obresti in na transakcijski račun.

Če v drugem letu pade tržna vrednost obveznice na 90.000, to knjižimo tako:

Tabela 12: Knjiženje obveznice po pošteni vrednosti z vidika izdajatelja konec drugega leta

2. LETO	DEBET	KREDIT
Obveznica Z.S.		97.000
Zmanjšanje tržne vrednosti	7.000	
Dobiček zaradi zmanjšanja vrednosti obveznice		7.000

Vir: Lastni prikaz.

Če se tržna vrednost obveznice zmanjša, podjetje prizna dobiček.

Kuponska obrestna mera se pogosto razlikuje od tržne obrestne mere v času izdaje obveznice. Takrat se bo sedanja vrednost obveznice razlikovala od nominalne vrednosti obveznice. Če je tržna obrestna mera večja od kuponske, bo sedanja vrednost nižja od nominalne vrednosti.

Predpostavimo, da je kreditni rating podjetja dober in da lahko najema posojila in izdaja obveznice. S finančnimi obveznostmi se lahko trguje na aktivnem trgu. Glavna značilnost vseh finančnih instrumentov je, da imamo dve stranki, izdajatelja in imetnika. Njuna finančna izkazava predstavljata torej zrcalno sliko.

IASB je izdala 16.6.2005 (Amendment to IAS 39, 2005) tako imenovano Fair Value Option (FVO), ki je stopila v veljavo 1.1.2006. FVO dovoljuje podjetju, da vrednoti katerokoli obveznost po pošteni vrednosti. Namen tega je (Jurjevič, 2005), da se razširi možnost uporabe

poštene vrednosti v računovodskih izkazih družb. Problem je bil, ker so se v mešanem modelu pojavljale pri poročanju nestanovitnosti pri postavkah, ki so ekonomsko primerljive. To se imenuje (Deloitte, 2005) t.i. „accounting mismatch“, pomeni pa, da se različno vrednoti finančne instrumente, ki so pod vplivom enakega tveganja pri merjenju poštene vrednosti.

Vzemimo primer, da imamo sredstvo, ki ga merimo po pošteni vrednosti (dobičke in izgube priznavamo v poslovnem izidu), pripadajočo obveznost pa merimo po odplačni vrednosti (amortised cost) in dobičkov in izgub ne priznavamo v poslovnem izidu. Podjetje se v takšnem primeru lahko odloči, da bi finančni izkazi podajali boljše informacije investitorjem, če meri tudi finančno obveznost po pošteni vrednosti in priznava dobičke ali izgube v poslovnem izidu.

Da lahko uporabimo možnost vrednotenja po pošteni vrednosti, moramo (Deloitte, 2005) zadostiti enemu od naštetih pogojev:

- instrument se uvršča pod postavko finančnih instrumentov, ki so namenjeni trgovanju,
- če vrednotenje po pošteni vrednosti znatno zmanjša neskladnost pri merjenju ali začetnem priznavanju, ki bi nastala, če merimo sredstva in obveznosti ali če priznavamo pripadajoče dobičke ali izgube iz različnih osnov;
- pri finančnih instrumentih, ki so del skupine za uravnavanje tveganj ali strategije investiranja in
- če finančni instrumenti vključujejo vsaj en vložen izpeljani instrument; razen če vložen izpeljani instrument ne vpliva znatno na denarni tok osnovnega finančnega instrumenta.

### **3. Ali ima poštena vrednost dodatno informativno vrednost**

Pojavlja se vprašanje, ali so informacije o pošteni vrednosti sploh uporabne za investitorje. Če gledamo dodane informacije vrednotenja po pošteni vrednosti v primerjavi z vrednotenjem po izvorni vrednosti, sta pomembna dva pojma in sicer pojem pomembnosti in pojem zanesljivosti.

Kar se tiče zanesljivosti, so tržne menjalne vrednosti vsekakor objektivne mere in se jih lahko dobi s trga, kjer se z instrumenti trguje. Kadar jih ni možno direktno ugotoviti, izdajatelji standardov verjamejo, da je mogoče dobiti dobre približke iz uporabe modelov vrednotenja, kjer vzamemo tržne podatke kot inpute. Izvirne vrednosti (nabavna cena) so bolj zanesljive, ampak jim manjka del, ki se navezuje na tekoče razmere na trgu (Landsman, 2006).

Ko je FASB preučeval SFAS 107 (Financial Instruments: Disclosures, 2007), se je soočal z vprašanji o pomembnosti in zanesljivosti razkritih postavk. Glede na pomembnost je FASB ugotovil, da so razkritja po poštenih vrednostih znatno bolj uporabna za uporabnike računovodskih izkazov glede na knjigovodske vrednosti, ki so bile v izkazih že od prej. Glede na zanesljivost je bil FASB zaskrbljen, ali bi bile ocene poštenih vrednosti, posebno poštenih vrednosti posojil, preveč internega značaja za razkritje. Zato naj se posojila vrednoti po metodi odplačne vrednosti.

V nadaljevanju predstavljam izsledke izbranih študij, ki so analizirale vpliv vrednotenja po poštenih vrednostih na vrednost kapitala bank in vrednost regulatornega kapitala. Barthova (1994) ugotavlja na vzorcu ameriških bank v obdobju od 1971-90, da je vrednotenje vrednostnih papirjev po poštenih vrednostih v portfelju bank močno povezano z cenami delnic bank.

Študija daje mešane rezultate na vprašanje, ali nerealizirani dobički ali izgube vrednostnih papirjev sploh prinašajo dodatne informacije glede na ostale postavke dobička. Eden izmed glavnih razlogov za mešane rezultate je, da dobički in izgube vrednostnih papirjev vsebujejo preveliko napako merjenja v primerjavi s pravimi spremembami v njihovi poštenu vrednosti.

Z uporabo enakega vzorca so (Barth, Landsman in Wahlen, 1995) potrdili odkritja Barthove in podprli razlago napake merjenja s tem, da so dokazali, da je vrednotenje inštrumentov po poštenu vrednosti bolj nestanovitno z vidika vpliva na dobiček kot merjenje na osnovi izvirne vrednosti. Glede na poseben interes bančnih regulatorjev so (Barth, Landsman in Wahlen, 1995) ugotovili, da banke z računovodstvom po poštenih vrednostih bolj kršijo kapitalne zahteve kot pod računovodstvom izvirne vrednosti, a da cene delnic ne odražajo povečanega tveganja.

Barthova, Beaver and Landsman (1996) ugotavljajo, da poštene vrednosti posojil bolje odražajo informacije o tveganju neplačila posojila in tveganju obrestne mere kot dosedanje vrednotenje po pogodbeni vrednosti. Študija ugotavlja, da investitorji diskontirajo vrednosti posojil finančno manj zdravih bank (to so tiste z nižjim regulatornim kapitalom) s tveganju prilagojeno obrestno mero, kar je v skladu s prepričanjem, da investitorji lahko spregledajo namene managerjev finančno manj zdravih bank, da prikazujejo svoje banke v boljši luči, ko ocenjujejo poštene vrednosti posojil (Landsman, 2006).

Študija danskih bank iz leta 1995 (Bernard, Merton in Palepu, 1995), se je osredotočila na vpliv računovodstva po poštenih vrednostih na regulatorni kapital v nasprotju s pomembnostjo vrednosti poštene vrednosti za investitorje. Danska je zanimiv predmet raziskav, ker danski bančni regulatorji uporabljajo tržni pristop za merjenje regulatornega kapitala že dolgo časa.

Ugotovili so, da čeprav je pri bankah prisotno uravnavanje dobičkov, pa ni nobenega dokaza, da managerji bank namenoma uporabljajo vrednotenje po poštenih vrednostih tako, da se

izogibajo omejitvam glede regulatornega kapitala. Še več, danske knjigovodske vrednosti kapitala, ki izhajajo iz vrednotenja gospodarskih kategorij po tržnih oz. poštenih vrednostih, so bolj zanesljive ocene tržnih vrednosti kapitala, kot če jih primerjamo z ocenami ameriških bank (Landsman, 2006).

## **4. Težavnost vrednotenja bančnih posojil in obveznic po pošteni vrednosti**

### ***4.1. Vrednotenje posojila po pošteni vrednosti***

Za večino posojil ne obstajajo tržne cene, saj se ne trguje z njimi na trgih. Banka odobri posojilo in podjetje ga odplačuje do konca življenjske dobe. Za bančno posojilo bi na primer obstajala takšna lestvica vrednotenja: merjenje tržne vrednosti dolga posojilojemalca (borrower), nato merjenje tržnih vrednosti posojilojemalcu podobnih strank in nazadnje vrednotenje z modeli diskontiranja brez uporabe tržnih vrednosti dolga. Pri tem se predpostavlja, da banka dobro pozna boniteto stranke, oziroma ima vse informacije o njeni plačilni sposobnosti.

Različne predpostavke modelov so zahtevane za prilagajanje tržnih vrednosti posojil podjetja tržnim vrednostim dolga, s katerim trguje. Različne pogodbene značilnosti bodo povzročile razlike med tržno vrednostjo dolga in periodičnimi izplačili dolga, pričakovano verjetnostjo poplačila in različnimi pričakovanimi izgubami. Večje tuje banke uporabljajo kreditne zamenjave (credit default swaps (CDSs)) na obveznice, ki jih izdajo velike korporacije, za uravnavanje tveganja pri internih vrednotenjih posojil, ki so jih dale isti korporaciji.

Kreditne zamenjave vsebujejo tržno oceno verjetnosti neplačila podjetja, a znatne prilagoditve se zahtevajo, da se upoštevajo tudi druge razlike med obveznicami, na katerih temelji kreditna zamenjava in posojili temu podjetju. Razlike vključujejo razne opcije, ki so pogoste pri posojilih, pri obveznicah pa ne, na primer možnost predčasnega poplačila posojila, nekatere provizije pri posojilih in periodične ponovne ocenitve tveganosti posojila za posojilodajalca glede na računovodske izkaze posojilojemalca. Posojila pogosto vključujejo kreditno linijo. Kreditna linija izpostavi banko pogojni obveznosti, katere vrednost mora biti vključena v vrednotenje kreditne obveznosti.

Večina bančnih dolžnikov nima dolga, ki bi kotiral. Za take dolžnike se uporablja t.i. drugi pristop z uporabo tržnih parametrov za pribitek k obrestni meri<sup>2</sup> (angl. credit spread).

---

<sup>2</sup> Pribitek k obrestni meri je pri dolgu s fiksno obrestno mero razlika med donosnostjo državnih (netveganih) papirjev s podobno ročnostjo in dolgom dolžnika, pri dolgu z variabilno obrestno mero pa je to pribitek k variabilni obrestni meri (LIBOR; Euribor).

Uporaba pribitka k obrestni meri bi bila primerna pri obveznicah z istim ratingom, v isti panogi in drugih možnih kriterijih. Pribitek k obrestni meri je lahko osnova pri vrednotenju po pošteni vrednosti.

Pri tretjem pristopu si je mogoče le malo pomagati s tržnimi cenami obveznic ali razlikami v obrestnih merah. Od drugega pristopa se razlikuje v tem, da je verjetnost neplačila podjetja bolj direktno ocenjena, namesto da bi bila delno ali v celoti ocenjena glede na tržne razlike v obrestnih merah.

Jackson (2000) predlaga sledeč pristop pri vrednotenju posojil: za diskontiranje posojil nekemu podjetju se uporabi obrestno mero istega kreditnega razreda, kot velja pri izdanih obveznicah. Če ima banka svoj interni sistem, bi se lahko posojila razvrstilo glede na tip in možnost neplačila. Pri vrednotenju posojil se pojavi problem, če je izkustvena zapadlost drugačna od pogodbene.

Zgornja analiza predpostavlja, da se finančne obveznosti lahko loči od delujočih operacij podjetja. To ni nujno res v primeru bančnih depozitov, ki ponavadi izplačujejo obresti pod tržno obrestno mero, da se kompenzira banki za likvidnost in storitve plačevanja, ki jih zagotavlja imetnikom računov. Za razliko od tega so nekateri depoziti izplačljivi na vpogled. Tu bi se dalo razpravljati, ali bi morala biti poštena vrednost takšnih depozitov enaka vrednosti, ki se jo izplača na vpogled ne glede na obrestno mero, ki se jo plača imetnikom, zaradi tega, ker morajo biti njihove vrednosti neobčutljive na obrestne mere, ker imajo ničelno dospelost.

V praksi se depoziti na vpogled ne obračajo hitro in njihov čas do dospelosti je lahko znaten. Vrednotenje in upravljanje s tveganjem za takšne obveznosti vključuje kompleksne probleme v praksi. Če bi se depozite vrednotilo glede na primerno strukturo tržnih obrestnih mer in s tem povezanimi faktorji, bi bile ocene poštenih vrednosti znatno nižje kot količine, ki se izplačajo imetniku depozitov.

Razlika je premija za depozite, ki si jo pridržijo banke kot nagrado za storitve, ki jih nudijo imetnikom depozitov. Na to lahko gledamo kot na predhodno izplačan prihodek. Trg za takšne premije za depozite ne obstaja in vsak poskus vrednotenja po pošteni vrednosti mora vključevati faktorje, ki so specifični za podjetje. Lahko poskušamo ločiti element premije za depozit in ga obravnavamo ločeno od finančnega inštrumenta, kot kategorijo poslovanja.

Primerna metoda knjiženja bi bila lahko, da se amortizira premijo za depozit skozi obdobja, ko so storitve na voljo (Peasnell, 2006).

V praksi poenostavljen način vrednotenja posojila po pošteni vrednosti bi bil, da se posojilo diskontira z netvegano obrestno mero, ki se ji pribije premijo za tveganje. Le-ta je predmet presoje banke, določena pa je na podlagi bonitetne ocene podjetja.

## **4.2. Vrednotenje obveznic po pošteni vrednosti s strukturnim pristopom**

Obstaja le malo praktičnih dokazov o natančnosti ocenjevanja posojil po poštenih vrednostih po pristopu ena, dva in tri. Prikaz natančnosti ocenjevanja vrednosti obveznic je strukturni pristop<sup>3</sup> (ang. structural approach). Ena izmed raziskav, ki to predstavlja, je študija Eoma, Helwagea in Huanga (2004), ki je ocenila in testirala 4 modele ocenjevanja vrednosti obveznic in nekaj variacij osnovnega pristopa. Vsega skupaj so testirali 9 pristopov. Vsi pristopi ocenjevanja so strukturni pristopi.

Eom, Helwage in Huang (2004) ocenjujejo parametre za različne strukturne pristope z uporabo tržnih vrednosti kapitala in volatilnosti tržnih donosov, ne pa tržnih vrednosti obveznic (razen za preverjanje stabilnosti modela). Vzorec so omejili na obveznice, ki naj bi jih bilo najenostavneje ocenjevati: vse obveznice so nepodrejeni dolg (angl. senior and straight debt) in vsa podjetja imajo preprosto strukturo kapitala. Z vsemi obveznicami se trguje na borzi.

Tabela 13 na strani 27 predstavlja temeljne rezultate iz raziskave (Eom, Helwage in Huang, 2004). Prvi trije stolpci poročajo statistike napak ocenjevanja kot odstotek od dejanske cene obveznic. Zadnji dve koloni predstavljata odstotek napake kot razliko v obrestnih merah (donosnost obveznice minus donosnost primerljive zakladne menice, torej netvegane obrestne mere). Povprečna napaka meri pozitivne in negativne razlike med vrednostjo obveznice po modelu ter tržno ceno obveznice, povprečna absolutna napaka meri razlike med obema vrednostma ne glede na predznak, standardni odklon meri disperzijo (razpršenost) vseh napak različnih obveznic. Zadnja vrstica predstavlja mediane za napake vseh devetih pristopov. V nadaljevanju bom navedla nekaj ugotovitev iz tabele.

---

<sup>3</sup> Strukturni pristop: Pristop pri strukturalizmu; strukturalizem je (Milner, 2003, str 7) raziskovalni program, ki so ga znanstveniki razvijali od konca dvajsetih do konca šestdesetih let; zanj je značilno določeno število hipotez in propozicij. Znanost, na katero se sklicuje strukturalizem je empirična in matematizirana (Milner, 2003, str.176). Slovar slovenskega knjižnega jezika (1995, str. 1327) definira strukturalizem kot metodološko smer, ki proučuje predmete, pojave, kot elemente struktur.

Tabela 13: Natančnost strukturnega pristopa vrednotenja obveznic

<b>Pristop ocenjevanja</b>	<b>Povprečna napaka ocenjevanja v %</b>	<b>Povprečna absolutna napaka ocenjevanja v %</b>	<b>Std.odklon napake ocenjevanja v %</b>	<b>Povprečna napaka v razliki v obrestnih merah *</b>	<b>Povprečje absolutnih vrednosti razlik v obrestnih merah</b>
Merton	1,69	3,67	4,94	-50,42	78,02
Geske (face recovery)	0,70	3,22	4,89	-29,57	66,93
Geske (firm recovery)	2,09	3,11	3,97	-52,92	65,73
Leland-Toft	-1,79	4,06	7,54	115,69	146,05
LS (1-day CMT)	-2,69	5,63	8,19	42,93	124,83
LS (1-month CMT)	-0,68	4,56	6,94	6,63	96,83
CDG (baseline)	-11,21	12,64	13,12	269,78	319,31
CDG (low k)	-10,50	12,09	13,03	251,12	304,32
CDG (low gama)	-3,76	7,35	10,13	78,99	170,16
Vrednosti mediane	-1,79	4,56	7,54	42,93	124,83

\* Razlika je definirana kot premija za tveganje: Donosnost obveznice minus netvegana donosnost

Vir: Eom, Helwege, Huang, 2004

Natančnost pristopa ocenjevanja: Zadnja vrstica kaže, da je mediana povprečnih absolutnih napak vseh pristopov malo manj kot 5% cene obveznice. Čeprav ni ekstremno veliko, je napaka ocenjevanja še vedno opazna glede na to, da naj bi bile izbrane obveznice najlažje za ocenjevanje. Pomembno je tudi dejstvo, da natančnost variira tudi med modeli, rangira se med 3% do čez 12%.

O pristranosti pristopa: Ta je pomembna pri razmisleku o natančnosti pristopa na ravni portfelja. Glede na vrednosti mediane povprečne napake je pristranost skoraj skromna, manj kot 2% dejanske cene. Povprečna absolutna napaka skoraj 5% pa kaže na pomembno pobotanje med pozitivnim in negativnimi napakami v ocenjevanju vrednosti različnih obveznic v portfelju. Za številne različice enega pristopa (CDG) je pristranost ocene več kot 10% dejanske cene obveznice.

Obstaja še en vir pristranosti vrednotenja portfelja, ki se ne pobota v portfelju. Skozi čas lahko razlike lahko v tržnih ali ekonomskih razmerah povzročijo povezane (korelirane) napake v vrednotenju posameznih obveznic ali posojil v celotnem portfelju.

Razlike v obrestni meri: Po definiciji so razlike v obrestni meri namenjene odražanju kreditnega tveganja ali tveganja neplačila. Povprečna absolutna napaka v prabitku obrestne mere (izražena kot odstotek od dejanske razlike v obrestni meri) je izražena v stolpcu 5. Povprečne absolutne napake so zelo velike pri vseh pristopih z mediano 125%. Ti rezultati kažejo, da strukturni pristopi za tvegan dolg ne morejo natančno ocenjevati kreditnega tveganja.

Barthova in ostali (1998) so prišli še do manj natančnih ocen vrednosti obveznic kot Eom in ostali (2004). Za razliko študije Eoma in ostalih so obveznice, ki so bile vključene v raziskavo pri Barthovi in ostalih (1998), vključevale različne tipe obveznic. Obveznice z vgrajeno opcijo pretvorbe v lastniški kapital in drugimi klavzulami so še težavnejše za vrednotenje. Barthova in ostali (1998) so tudi ugotovili, da klavzule pri obveznicah pojasnjujejo znaten del vrednosti obveznice glede na njihovo pomembnost.

Brez empirične študije je težko reči, ali bi bila vrednotenja posojil bolj ali manj pristrana kot vrednotenje obveznic. Pomembna značilnost bančnih posojil pa močno olajša vrednotenje bančnih posojil: to je veliko večja stopnja poplačila v primeru zamude posojil kot obveznic. To lahko znatno zmanjša kreditno tveganje posojil in olajša natančnost ovrednotenja (Landsman, 2006).

## **5. Razprava in nadaljnje dileme o vrednotenju dolgov po pošteni vrednosti**

### ***5.1. Prednosti vrednotenja po pošteni vrednosti***

Prvi argument je (Jurjevič, 2005), da računovodski izkazi na podlagi poštenih vrednosti bolj realno predstavljajo vrednost sredstev in obveznosti. Ker imamo pri finančnih inštrumentih dve stranki, izdajatelja in imetnika, njuni računovodski izkazi na podlagi tržnih vrednosti predstavljajo zrcalno sliko. Vsi končni dobički in izgube odražajo trade-off med tveganjem in donosom. To je močan argument v prid vrednotenju obveznosti po pošteni vrednosti.

Nadalje, gospodarske kategorije v računovodskih izkazih se merijo enako kot pri finančnem vrednotenju in sprejemanju poslovnih odločitev, računovodski izkazi so bolj pregledni, boljša sta merjenje in nadziranje izpostavljenosti tveganjem, v načelu pa preprečuje tudi oblikovanje dobička po želji posloводства (t.i. cherry picking). Tako lahko, kjer je uporabljeno vrednotenje po pošteni vrednosti, tudi popolni laiki lažje razumejo ekonomske podatke, saj jih ni potrebno še posebej preučevati in primerjati z drugimi kazalci (Jurjevič, 2005).



Ameriška Agencija za trg vrednostnih papirjev SEC (angl. Securities and Exchange Commission) je izpostavila dve osnovni prednosti pri računovodstvu poštene vrednosti za finančne instrumente. Prvič, ublažilo bi se uravnavanje dobičkov, ki je bilo omogočeno z vrednotenjem po mešani metodi: delno po izvorni vrednosti delno po pošteni vrednosti.

Drugič, računovodenje po pošteni vrednosti za vse finančne instrumente bi zmanjšalo kompleksnost razumevanja finančnega poročanja, ki izhaja iz mešanega modela. Na primer, za investitorje bi bilo nepotrebno razmišljati, kako se je management odločil glede računovodenja za določen finančni instrument, odveč bi postala tudi potreba managementa, da vzdržuje številne podatke o vrednostih pri hedgingu (Landsman: BIS Working Papers NO 209, 2006 ). Čeprav je, kot smo videli, vrednotenje po pošteni vrednosti že samo po sebi veliko bolj kompleksno od vrednotenja po pogodbeni ali odplačni vrednosti.

## **5.2. Problemi, povezani z vrednotenjem po pošteni vrednosti**

Vrednotenje po pošteni vrednosti ima svoje slabosti, naštetje so povzete po Jurjevičevi (2005, str. 8):

- Uporaba poštene vrednosti je najbolj primerna za finančno razvita okolja, kjer obstaja aktiven trg za vse finančne instrumente.
- V okoljih, kjer ni razvit aktivni trg, je njena uporaba omejena oz. se postavlja vprašanje njene smiselnosti.
- Nihanje tržnih cen povzroča nestanovitnost dobičkov in kapitala, česar podjetja, predvsem pa banke, tradicionalno niso navajene, prav tako ne borzni analitiki, regulatorji in rating agencije.
- Pri modelih za ocenjevanje poštene vrednosti se uporabljajo spremenljivke, ki so lahko subjektivno ocenjene.

### **5.2.1. Nerazvit trg kapitala**

Učinki na ekonomsko in informacijsko učinkovitost lahko variirajo po različnih državah, odsevajo razvitost trgov vrednostnih papirjev, pravnega sistema, regulatorjev bančnega in trga vrednostnih papirjev in številnih drugih institucij. Tudi te razlike lahko igrajo pomembno vlogo v določanju učinkovitosti uporabe računovodstva poštene vrednosti (Landsman, 2006).

Če trg kapitala ni dovolj razvit, na njem ne kotirajo vsi finančni instrumenti, ki so na voljo v neki državi. Podjetje lahko izda izdajo obveznic, s katero se ne trguje, ker jo vsi investitorji držijo do zapadlosti.

Druga možnost je, da obseg trgovanja ni dovolj obsežen, da bi imeli na voljo tekoče cene, ki bi odražale poštene vrednosti v vsakem trenutku. Razlika je, ali se vsak dan trguje z finančnimi inštrumenti v relativnem velikem obsegu, ali pa se z njimi opravi ena transakcija mesečno. Zagotovo je v prvem primeru tržna cena boljši pokazatelj poštene vrednosti kot v drugem.

## **5.2.2. Nihanje vrednosti sredstev in obveznosti**

Banke skrbi, da bi se z uporabo poštene vrednosti povečala nestanovitnost računovodskih izkazov. Gibanje obrestnih mer (z njimi se spreminjajo tudi sedanje vrednosti, ki so izračunane z diskontiranjem) tako povzroči nihanje v vrednosti sredstev in obveznosti in s tem nihanje dobička (Čuček, 2001, str. 30).

Vendar pa je nemogoče, da bi banke, katerih bilance so polne finančnih inštrumentov, vpliv nihanja v pošteni vrednosti finančnih inštrumentov popolnoma izolirale od svojih bilanc. V tem smislu je argument bank nesprejemljiv.

## **5.2.3. Opustitev načela previdnosti**

Odar (2003, str. 16) meni, da veliko avtorjev predvsem z nemškega govornega področja zagovarja tezo, da je za lastnike in upnike bolje, če je poslovni izid realno podcenjen. Razlog je upoštevanje načela obračunane realizacije, saj ne moremo vedeti, če bodo na primer prihodki dejansko pritekli v podjetje ali odhodki odtekli iz podjetja. Vrednotenje po pošteni vrednosti pa pomeni ravno to, saj obračunavamo dobičke ali izgube preden se dejansko zgodijo.

Predpostavko previdnosti tvorita (Odar, 2003, str. 67):

- Načelo priznavanja realiziranih prihodkov (v izkaze lahko zajamemo samo uresničene dobičke).
- Načelo neenakega priznavanja sredstev in dolgov (sredstva zajemamo po najmanjši vrednosti, dolgove pa po največji vrednosti).

Načelo previdnosti pomeni v bistvu to, da je poslovni izid realno podcenjen. Ker smo previdni, vrednotimo sredstva nižje in obveznosti višje, kot bi jih lahko. Po načelu poštene vrednosti se lahko zgodi tudi, da so sredstva ovrednotena nad knjigovodsko vrednostjo, kar je v računovodski praksi nekaj novega. Problemi nastajajo pri praktičnem izvajanju tega načela.

Novi načini vrednotenja zahtevajo miselni preskok iz »statičnega« k »dinamičnemu« računovodstvu. V praksi to pomeni (Strašek Koklič, 2003, str. 71), da pri izdelovanju bilanc upoštevamo prihodnje vrednosti gospodarskih kategorij, ki jih vračunamo v pošteno vrednost.

Dejstvo je, da vrednotenje po poštenu vrednosti ni enako pomembno za uporabnike izkazov, ki so v vlogi upnika podjetja, kot za investitorje na trgu kapitala, ki ocenjujejo vrednost podjetja z vidika svojih naložb. Namreč upnik je zaščiten s tem, da bilanca stanja kaže najmanj dejansko stanje premoženja, lahko pa tudi večje, medtem ko je investitor s tako informacijo zaveden. Tako predpostavka previdnosti dominira v gospodarstvih, kjer se podjetja financirajo pretežno s strani bančnega sistema in ne s primarnimi emisijami na trgih kapitala. To pa tudi kaže razloge, zakaj je uveljavitev poštenih vrednosti v kontinentalni Evropi počasnejša kot v anglosaških deželah.

Podobno ugotavlja Brkanić (2005, str. 11), ki navaja kot rezultat uporabe MRS na Hrvaškem tudi boljše bilance gospodarskih družb, kot dejansko so. Ta problem naj bi se pojavljal predvsem pri delniških družbah, ki imajo obvezno revizijo, saj se želijo prikazati zunanjim računovodskim uporabnikom v najboljši luči. Družbe, ki nimajo obvezne revizije, namreč ne tvegajo opuščanja načela previdnosti, da bi prikazovale čim boljše finančne rezultate. To ne velja samo za Hrvaško, ampak za vse države, ki se držijo MRS. Predlaga tudi, naj bi se v domače zakone, ki določajo sestavljanje bilanc in računovodsko poročanje, vneslo popravke, ki bi dovoljevali izražanje previdnosti pri oblikovanju računovodskih rezultatov. S tem bi se dosegla večja finančna stabilnost in zaščita upnikov.

#### **5.2.4. Problemi, povezani z implementacijo metode**

Vrednotenje finančnih inštrumentov po tržnih vrednostih je relativno lahko delo, dokler se z njimi trguje na aktivnem trgu. Problem postane bolj kompleksen, če aktivni trgi ne obstajajo, še posebej, če gre za finančni inštrument, ki je sestavljen iz več vrednosti, odvisnih od drugih pogojev, na primer opcije itd. Opazili so tudi (Landsman, 2006), da v odsotnosti aktivnega trga poštena vrednost ni dobro definirana v smislu, da se lahko nakupna cena (acquisition price), prodajna cena in uporabna vrednost razlikujejo ena od druge. Povedano drugače, tudi če sta nakupna ali prodajna cena na voljo, v najboljšem primeru zagotavljata zgornjo ali spodnjo mejo „poštene vrednosti“, ne pa njenega natančno določenega zneska.

Z implementacijo metode sta povezana še problem manipulacije vhodnih podatkov v model in napaka v metodah izračuna poštene vrednosti, ki ju opišem v nadaljevanju.

## 5.2.5. Manipulacija vhodnih podatkov v model

Če nimamo na voljo kotirajočih cen za finančne instrumente, moramo uporabiti metode vrednotenja. Tu managerji sami izbirajo vhodne podatke v model. Rezultati so logično odvisni od izbranih vhodnih podatkov, tako da se pojavi problem manipuliranja podatkov, da bi prikazali boljše finančno stanje. To se imenuje problem informacijske asimetrije: samo managerji imajo notranje informacije o vhodnih podatkih v model ocenjevanja vrednosti obveznosti.

Informacijska asimetrija povzroča dva različna problema ogrožanja interesov lastnikov, problem škodljive izbire (adverse selection) in moralnega tveganja (moral hazard). Škodljiva izbira pomeni, da se trg nagiba k vrednotenju podobnih finančnih instrumentov, ki ju držita različni podjetji na podoben način, kadar se ocenjuje njihove poštene vrednosti in vrednosti kapitala podjetja. Na primer, pri odsotnosti kredibilnih in preverjenih informacij imamo dve banki, ki sta si v vseh pogledih enakovredni; čeprav ima ena višjo kvaliteto portfelja posojil, bosta imeli na trgu vrednostnih papirjev enako ovrednotene delnice.

Problem ogrožanja interesov lastnikov (moralnega tveganja) je to, da se managerji nagibajo k uporabi notranjih informacij v svojo korist z manipuliranjem informacij, ki jih razkrivajo na trgih vrednostnih papirjev in regulatorjem. V primeru bank to lahko vodi do napačnega ocenjevanja vrednosti kapitala in netočnih kazalcev finančne stabilnosti. Aboody, Barthova and Kasznik (2005) dokazujejo, da managerji izbirajo parametre, s katerimi vplivajo na ocene poštenih vrednosti opcij na delnice, to pa postavlja širše vprašanje, ali bi se managerji obnašali podobno pri izbiranju parametrov za pošteno vrednost drugih finančnih instrumentov, denimo dolgov.

Barthova, Landsman and Rendleman (1998) pa nasprotno ugotovljajo, da lahko managerji zagotovijo boljše ocene poštene vrednosti obveznic, ker imajo dostop do notranjih informacij in ne podlegajo skušnjavi, da bi manipulirali s poštenimi vrednostmi obveznic zaradi svojega lastnega interesa. Tako se pojavlja vprašanje, koliko svobode naj se pusti managerjem pri ocenjevanju poštenih vrednosti z uravnoteženjem koristi, ko se zahteva, da managerji razkrivajo informacije notranjega značaja in stroškov moralnega hazarda, ki se kažejo v oportunistični izbiri parametrov (Landsman, 2006).

Vprašanje je tudi, do kakšne mere naj managerji razkrijejo poslovne informacije. Po mnenju (Jackson, 2000) bi bilo najbolj primerno, če bi se pokazala poštena vrednost sredstev in obveznosti (ter z njimi dobički in izgube) ter razčlenitve po virih teh sprememb (kot so spremembe v inflaciji, spremembe obrestnih mer, spremembe kreditnih sposobnosti in ostale).

## 5.2.6. Napaka pri vrednotenju poštene vrednosti

Prvi očiten problem bančnih regulatorjev je, da obstaja velika verjetnost, da bodo poštene vrednosti sredstev in obveznosti vsebovale napako pri vrednotenju. Če odkritja (Barth, Landsman in Wahlen, 1995), ki se nanašajo na investicijske vrednostne papirje, posplošimo na bančna sredstva in obveznosti, bi lahko vpeljava modela poštene vrednosti prinesla nepriznane dobičke ali izgube, kar bi lahko povzročilo večjo nestanovitnost bančnega regulatornega kapitala v primerjavi z vrednotenjem po izvirnih vrednostih. Še posebej možno je, da se to zgodi, če napaka pri merjenju bančnih sredstev po pošteni vrednosti ni kompenzirana z napako pri merjenju bančnih obveznosti po pošteni vrednosti.

Seveda niso vsi dobički ali nestanovitnost regulatornega kapitala ob merjenju po pošteni vrednosti posledica napake pri merjenju. Barthova (2004) je opazila, da obstajajo trije viri negotovosti, ki so povezani z računovodstvom poštene vrednosti v primerjavi z modelom vrednotenja po izvirnih vrednostih. Prvi je gospodarska negotovost, ki se odraža v napovedovanju denarnih tokov bančnih sredstev in obveznosti. Druga je negotovost, ki jo povzroča napaka pri merjenju poštenih vrednosti bančnih sredstev in obveznosti. Tretja je negotovost, ki izhaja iz mešanega modela, a bi bila veliko manjši problem, če bi se vse inštrumente priznavalo po pošteni vrednosti.

Pomembno je tudi poudariti, da čeprav poštene vrednosti bančnih sredstev in obveznosti zelo verjetno vsebujejo napako pri merjenju, če jo primerjamo s pravimi ekonomskimi vrednostmi, ravno tako vsebuje napako vrednotenje po izvirni vrednosti glede na ekonomsko vrednost. Primerno se je vprašati, ali računovodski izkazi po poštenih vrednostih, če jih primerjamo z računovodskimi izkazi, ki so osnovani na izvirnih vrednostih, izboljšajo informacije, ki jih dobijo investitorji ter ali bo s tem regulacija bančnega kapitala bolj učinkovita (Landsman, 2006).

Pri gospodarskih kategorijah, s katerimi se ne trguje na trgu, ali so nizko likvidne z majhno kapitalizacijo, je poštena vrednost težko določljiva, a z njo vseeno dosežemo primerljivost med istovrstnimi kategorijami, čeprav so bile pridobljene v različnih poslovnih obdobjih (Čuček, 2001, str. 30).

## 5.2.7. Obdavčevanje nerealiziranih dobičkov

Upoštevanje vrednotenja po pošteni vrednosti poveča nihanje dobička po posameznih letih. Načelo poštene vrednosti zahteva, da se gospodarske kategorije vrednoti po vrednostih, ki še niso bile realizirane.

S tem je povezan problem davčnega obravnavanja dobičkov. Po sedanjem zakonu o dohodku pravnih oseb so vsi dobički in izgube iz vrednotenja po pošteni vrednosti, ki gredo skozi izkaz poslovnega izida, obdavčeni. Če se povišajo obrestne mere, sedanja vrednost obveznosti pade in izkaže se dobiček. Do sedaj so se posojila vrednotila po izvornih vrednostih in probleme so obravnavali šele, ko so dejansko nastali. V mednarodnem okolju se oddaljitev denarnega toka od računovodskih prihodkov in odhodkov (predvsem nerealiziranih) obravnava v okviru odloženih davkov, naša zakonodaja pa je na tem področju šele na začetku razvoja in v tem primeru zakonodajalec ni razumel (ali ni hotel razumeti) tega načela.

### **5.2.8. Stroški vrednotenja netržnih sredstev in obveznosti**

Tudi ameriška SEC navaja stroške, povezane z računovodenjem po pošteni vrednosti. Ti so posebno visoki pri računovodenju finančnih inštrumentov, za katere ne obstaja aktiven trg. Tako ameriški izdajatelji računovodskih standardov FASB kot Odbor za MSRP-je postavljata v ospredje razmerje med stroški in koristmi v trade-offu med relevantnostjo računovodskih informacij in njihovo zanesljivostjo kadar se ocenjuje, kako naj se najbolje meri določene računovodske količine in ali je merjenje dovolj zanesljivo za priznavanje v računovodskem izkazu. 'Strošek' merjenja po finančnih inštrumentov pošteni vrednosti za investitorja pa je, da nekateri ali celo precej finančnih inštrumentov ne more biti izmerjenih z dovolj veliko natančnostjo, da bi pomagali določiti finančni položaj družbe in potencialne zasluge. 'Strošek' zanesljivosti je posledica problema, da mora v odsotnosti aktivnega trga za določen finančni inštrument management sam oceniti pošteno vrednost, kar je lahko bodisi predmet previdnosti ali manipulacije (Landsman, 2006).

Da je za vrednotenje netržnih sredstev in obveznosti boljši koncept sedanje vrednosti, se strinja tudi (Jackson, 2000) in postavi vprašanje, kakšno diskontno stopnjo izbrati. Ena možnost je tekoča donosnost obveznic, ki imajo podoben kreditni rating, a spet se pojavi problem, ker nimajo vsa podjetja določene stopnje kreditnega ratinga in tako ne vemo, s kakšnimi obveznicami primerjati.

## **SKLEP**

Namen diplomskega dela je bil prikazati vrednotenje finančnih dolgov, kamor uvrščamo tako finančne inštrumente kot posojila. Najprej sem opredelila finančne dolgove, posojila in dolžniške vrednostne papirje. Opisala sem vrednotenje po odplačni in pošteni vrednosti, kot je to zahtevano v Mednarodnih računovodskih standardih. Pri tem sem posvetila poseben poudarek problemu vrednotenja po poštenih vrednostih, saj je to velika novost v Sloveniji, ki je prinesla s seboj tako prednosti kot tudi številne težave. Ustavila sem se tudi pri vprašanju, ali je uporaba poštene vrednosti upravičila uvedbo z večjim doprinosom informacij za

investitorje. Pri inštrumentih, ki trgujejo na trgu, je nedvoumno, da je poštena vrednost boljša izbira. Posojila, ovrednotena po pošteni vrednosti, pa bi lahko izdajala preveč interne informacije, zato se priporoča, da se jih vrednoti po odplačni vrednosti. Obravnavala sem tudi težavnost vrednotenja posojil in obveznic po pošteni vrednosti in opisala prednosti in slabosti vrednotenja finančnih inštrumentov po pošteni vrednosti.

Odločanje, ali naj bo finančni inštrument zabeležen po pošteni vrednosti v računovodskih izkazih družbe, je odvisno od vrste dejavnikov. Proces vrednotenja inštrumenta po pošteni vrednosti je odvisen od tega, kako enostavno je določiti ceno za nek inštrument. V najbolj enostavnem primeru družba najde ceno oziroma vrednost v dnevnikih objavah (časopisje, internet, borza itd) ali drugem sistemu, kjer kotirajo cene, a javne cene niso vedno na voljo za vse finančne inštrumente. V takih primerih je potrebno narediti oceno poštene vrednosti.

Poseben primer so tudi vloge na vpogled. Pri le-teh se namreč pojavlja vprašanje, ali je sploh smiselno upoštevati obrestne mere, saj imajo ničelno dospelost in je njihova tržna vrednost enaka vrednosti samega depozita. Družbe tako za primere, kjer ni na voljo tekočih tržnih podatkov, uporabljajo modele vrednotenja, ki vračunajo vse pomembne podatke: tekoče ekonomske napovedi, splošne tržne pogoje, cene podobnih inštrumentov in podobno, da izmerijo pošteno vrednost.

Uvedba računovodstva po tržnih vrednostih je povlekla za sabo številne posledice. Od dobrih, kot je ta, da vsebujejo računovodski izkazi sedaj bolj realne vrednosti, boljša sta merjenje tveganj in izpostavljenosti tveganju, zmanjšala pa bi se tudi kompleksnost poročanja, ki je bila značilnost mešanih modelov merjenja, do slabih. Najbolj očiten problem, ki se pojavi, je nihanje dobičkov. To je v prvi vrsti zmotilo banke. A glede na velik delež finančnih inštrumentov, ki jih imajo banke v svojih bilancah stanja, nihanje dobičkov ne more biti argument, da se jih ne bi vrednotilo po poštenih vrednostih. Izkazi ne upoštevajo predpostavke previdnosti, zato se lahko pojavi stanje, ko so sredstva ovrednotena previsoko glede na kasnejšo realizacijo, obveznosti pa prenizko. Če nimamo na razpolago aktivnega trga, se management sam odloči, kako bo oblikoval pošteno vrednost obveznosti. Tu se pojavi problem manipuliranja, ko managerji v lastno korist prirejajo podatke, tako zavedno kot nezavedno, saj še vedno obstaja napaka pri izračunu. Naslednji problem je obdavčenje nerealiziranih dobičkov iz izkazovanja po pošteni vrednosti. Tudi strošek vrednotenja netržnih obveznosti je lahko sorazmerno velik.

Zelo verjetno je, da se bodo banke in druga podjetja v Sloveniji odločala raje za metodo odplačne vrednosti, saj je bolj enostavna za uporabo. A MRS vseeno zahtevajo, da se pojasni v razkritjih tudi pošteno vrednost svojih obveznosti, tako da se sestavljalci računovodskih izkazov s tem ne bodo mogli izogniti opisanim problemom.

## LITERATURA

1. Aboody David, Barth Mary E. in Kasznik Ron: Revaluations of fixed assets and future firm performance. *Journal of Accounting and Economics*, Los Angeles, 26(1999), 1/3, str. 149–78.
2. Barth Mary E.: Fair value accounting: Evidence from investment securities and the market valuation of banks. *The Accounting Review*, Tucson, 69(1994), 1, str. 1–25.
3. Barth Mary E., Landsman Wayne R. in Wahlen James M.: Fair value accounting: effects on banks' earnings volatility, regulatory capital, and value of contractual cash flows. *Journal of Banking and Finance*, Boston, 19(1995), 3, str. 577–605.
4. Barth Mary E., Beaver W. in Landsman Wayne R.: Value-relevance of banks' fair value disclosures under SFAS no 107. *The Accounting Review*, Los Angeles, 71(1996), 3, str. 513–37.
5. Barth Mary E., Landsman Wayne R. in Rendleman Richard J.: Option pricing-based bond value estimates and a fundamental components approach to account for corporate debt. *The Accounting Review*, Los Angeles, 73(1998), 3, str. 73–102.
6. Bernard Victor L., Merton Robert C. in Palepu Krishna G.: Mark-to-market accounting for U.S. banks and thrifts: lessons from the Danish experience. *Institute of Professional Accounting, Journal of Accounting Research*, Chicago, 33(1995), 1, str. 1–32.
7. Brigham Eugene F. et al.: *Intermediate Financial Management: Theory and Practice*. 9. izdaja. B.k.: The Dryden Press, 1999, 1087 str.
8. Brkanić Vlado: *Uporaba mednarodnih standardov v računovodstvu na Hrvaškem*. Konferenca računovodja 2005. Ljubljana : 2005, str. 8-11.
9. Cecchetti Stephen G.: *Money, Banking and Financial Markets*. New York : McGraw-Hill Irwin, 2006. 643 str.
10. Čuček Renata: *Prehod od načela previdnosti k načelu poštene vrednosti*. *Revizor*, Ljubljana, 12(2001), 1, str. 28-43.
11. Eccher Elizabeth A., Ramesh K. in Thiagarajan Ramu S.: Fair value disclosures by bank holding companies, *Journal of Accounting and Economics*, Boston, 22(1996), 1/3, str. 79–117.
12. Eom Young, Helwege Jean in Huang Jing-Zhi: Structural models of corporate pricing: An empirical analysis, *Review of Financial Studies*, Oxford, 17(2004), 2, str. 499–544.
13. Francis Jack Clark: *Management of Investment*. 2. izdaja. New York : MacGraw-Hill, 1988. 826 str.
14. Horton Joanne, Macve Richard: Fair value for financial instruments: how erasing theory is leading to unworkable global accounting standards for performance reporting, *London School of Economics*, London, 11(2000), 2, str. 26-39.
15. Jackson Patricia: Fair value accounting and the future of financial instruments. *Balance Sheet*, Basel, 8(2000), 5, str.10-12.



16. Jurjevič Vanja, Računovodenje finančnih instrumentov v slovenskih bankah. Zaključno delo za strokovni naziv preizkušeni računovodja. Ljubljana : Slovenski inštitut za revizijo. 2005. 105 str.
17. Landsman Wayne R: Fair Value Accounting for financial instruments: Some implications for bank regulations. BIS Working Papers, Basel, 2006, št. 209, 22 str.
18. Madura Jeff: Financial Institutions and Markets. 7. izdaja. Mason : Thomson South-Western. 2006, 771 str.
19. Milner Jean-Claude: Strukturalizem Liki in paradigma. Ljubljana : Krtina, 2003, 218 str.
20. Nelson, Karen: Fair value accounting for commercial banks: an empirical analysis of SFAS 107. The Accounting Review, 71(1996), 2, str. 161–82.
21. Odar Marjan: Predpostavka previdnosti ter vrednotenje sredstev in dolgov po pošteni vrednosti. Ljubljana : Zveza računovodij, finančnikov in revizorjev Slovenije. 2003, 326 str.
22. Peasnell Ken: Institution-specific value, BIS Working Papers, Basel, 2006, št 210, 16 str.
23. Prohaska Zdenko: Finančni trgi. 2. izdaja. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2004. 205 str.
24. Ribnikar Ivan: Konvertibilna ali zamenljiva obveznica. Bančni vestnik, Ljubljana, 55(2002), 9/10, str. 31-33, str. 35-38.
25. Ross Stephen Aet al.: Corporate Finance. 6.izdaja. Boston : McGraw-Hill, 2002. 932 str.
26. Strašek Koklič Andreja: Računovodstvo poštene vrednosti opredmetenih osnovnih sredstev. Magistrsko delo. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2003. 84 str.
27. Šubic Manja: Zamenljive obveznice in primeri javnih izdaj v Sloveniji. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2006. 37 str.

## VIRI

1. Amendment to IAS 39 – The Fair Value Option. Deloitte, julij 2005 – Special Edition
2. Financial Accounting Standards Board. Answers.com.  
[URL: <http://www.answers.com/topic/financial-accounting-standards-board>], 12.1.2007.
3. Fair value. Answers.com.  
[URL: <http://www.answers.com/topic/fair-value>], 12.1.2007.
4. Financial Instruments: Disclosures. IFRS 7.  
[URL: [http://www.ifrs-portal.com/Texte\\_englisch/Standards/Standards\\_2007/IFRS\\_7/IFRS\\_7\\_index.htm](http://www.ifrs-portal.com/Texte_englisch/Standards/Standards_2007/IFRS_7/IFRS_7_index.htm)], 15.4.2007.
5. IAS 39: Financial Instruments: Recognition and Measurment with the addition of the provisions on the use of the fair value option.  
[URL: [http://www.ifrs-portal.com/Texte\\_englisch/Standards/Standards\\_2007/IAS\\_39/IAS\\_39\\_4.htm#Initial%20](http://www.ifrs-portal.com/Texte_englisch/Standards/Standards_2007/IAS_39/IAS_39_4.htm#Initial%20)

- Measurement%20of%20Financial%20Assets%20and%20Financial%20Liabilities],  
23.05.2006.
6. Letno poročilo NLB 2005. Ljubljana, 2006.  
[URL: [http://www.nlb.si/images/content/nalozbeniki/NLB\\_LP\\_2005\\_SLO.pdf](http://www.nlb.si/images/content/nalozbeniki/NLB_LP_2005_SLO.pdf)],  
20.4.2007.
  7. Letno statistično poročilo za 2005. Ljubljanska borza. Ljubljana, 2006.  
[URL: <http://www.ljse.si/cgi-bin/jve.cgi?att=3341&sid=AsWK8ztO1A4OhLoi>],  
12.3.2007.
  8. Mednarodni računovodski standardi 2001. London: International Accounting Standards Board, 2001, 1357 str.
  9. Poročilo o stanju vrednostnih papirjev v letu 2005. Agencija za trg vrednostnih papirjev.  
[URL: <http://www.a-tvp.si/content.asp?IDm=19>], 23.8.2006.
  10. Slovar Slovenskega knjižnega jezika. Ljubljana: Slovenska akademija znanosti in umetnosti. DZS, 1995. 1714 str.
  11. Slapničar Sergeja: Študijsko gradivo pri predmetu Finančno računovodstvo.  
[URL: [http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/\\_struktura/izpis.asp?vrsta=G&id=10401](http://www.ef.uni-lj.si/predmeti/_struktura/izpis.asp?vrsta=G&id=10401)],  
12.3.2007.
  12. Slovenski računovodski standardi. Ljubljana: Uradni list RS 118/2005.
  13. The impact of fair value accounting on the European banking sector – a financial stability perspective. ECM Monthly Bulletin, 2004, št.2, str. 69-81.
  14. The Fair Value Option for Financial Assets and Financial Liabilities. FASB. 39.str.  
[URL: [www.fasb.org/pdf/fas159.pdf](http://www.fasb.org/pdf/fas159.pdf)], 3.4.2007.
  15. Zakon o trgu vrednostnih papirjev (ZTVP-1) (Uradni list RS, št. 26/05).
  16. Zamenljive obveznice: delniški donosi z varovalko. Finančna točka.  
[URL: <http://www.financna-tocka.si/text.php?id=5190>], 19.8.2006

## SLOVAR TUJIH IZRAZOV

<i>accounting mismatch</i>	neskladje v računovodstvu, ko vrednotimo sredstva po pošteni vrednosti, obveznosti pa ne, ko bi bilo bolj smiselno, da bi oboje vrednotili po pošteni vrednosti
<i>acquisition price</i>	nakupna cena
<i>adverse selection</i>	problem škodljive izbire
<i>amortised cost</i>	odplačna vrednost
<i>banker's acceptance</i>	akceptirana menica
<i>benchmark bonds</i>	obveznice, katere uporabimo kot merilo, na primer obveznice ameriške zakladnice
<i>borrower</i>	posojiljemalec
<i>bullet payment</i>	način izračuna efektivne obrestne mere pri pošteni vrednosti posojil, kjer se plačuje obresti ob obdobjih, celotno glavnico pa ob zapadlosti
<i>carrying amount</i>	knjigovodska vrednost
<i>certificate of deposit</i>	potrdila o vlogi
<i>cherry picking</i>	V prenesenem pomenu pomeni poudarjanje samo dobrih lastnosti, pri čemer se na slabe pozabi
<i>conversion value</i>	del vrednosti pri zamenljivi obveznici, ki je enak vrednosti zamenjave
<i>credit default swaps</i>	kreditne zamenjave
<i>credit spread</i>	pribitek k obrestni meri
<i>current „real“ interest expense</i>	relativen sedanji strošek obresti
<i>derecognition</i>	odprava priznanja
<i>fair value</i>	poštena vrednost
<i>fair value option</i>	možnost uporabe vrednotenja po pošteni vrednosti
<i>fallen angels</i>	padli angeli; prispodoba za obveznice, katerim je upadla boniteta
<i>futures in forward</i>	terminske pogodbe
<i>industry specific</i>	specifično za posamezno gospodarsko dejavnost
<i>insider trading</i>	trgovanje z notranjimi informacijami
<i>„junk“ bonds</i>	tvegane obveznice
<i>leveraged buyout</i>	prevzem podjetja z uporabo finančnega vzvoda
<i>market value</i>	tržna vrednost
<i>moral hazard</i>	moralno tveganje
<i>option value</i>	del vrednosti pri zamenljivi obveznici, ki je enak vrednosti opcije
<i>relative current value accounting</i>	računovodstvo relativne sedanje vrednosti
<i>Securities and Exchange Commission</i>	ameriška Agencija za trg vrednostnih papirjev
<i>senior and straight debt</i>	nepodrejeni dolg

*straight bond value*

*structural approach*

*swaps*

*trade off*

del vrednosti pri zamenljivi obveznici, ki je enak vrednosti navadne obveznice

strukturni pristop

zamenjave

izbira, kjer se odločamo med dvema dobrinama, katerih obeh naenkrat ne moremo imeti