Čimbenici kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u Republici Hrvatskoj iz perspektive dionika

Bilić, Mario

Doctoral thesis / Disertacija

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:865680

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET



Mario Bilić

ČIMBENICI KVALITETE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA U REPUBLICI HRVATSKOJ IZ PERSPEKTIVE DIONIKA

DOKTORSKI RAD

Split, 2018.

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET



POSLIJEDIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ

EKONOMIJE I POSLOVNE EKONOMIJE

Mario Bilić

ČIMBENICI KVALITETE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA U REPUBLICI HRVATSKOJ IZ PERSPEKTIVE DIONIKA

DOKTORSKI RAD

Mentorica: prof. dr. sc. Željana Aljinović Barać

Split, 2018.

SADRŽAJ:

1.	**UVOD**	1
1.1.	Problem i predmet istraživanja	1
1.2.	Svrha i ciljevi istraživanja	6
1.3.	Istraživačke hipoteze	7
1.4.	Metodologija istraživanja	10
1.5.	Očekivani znanstveni doprinos	11
1.6.	Struktura rada	12
2.	**REGULATORNO I POJMOVNO ODREĐENJE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA**	14
2.1.	Regulatorni okvir izvještavanja kotirajućih društava u RH	16
2.1.1.	Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga – HANFA	17
2.1.2.	Zakon o tržištu kapitala	19
2.1.3.	Ostali zakonski akti	24
2.2.	Standardi izvještavanja o održivosti poslovanja	26
2.3.	Pojam i značaj dobrovoljnog izvještavanja	29
2.3.1.	Pojmovno određenje kvalitete dobrovoljnog izvještavanja	31
2.3.2.	Područja dobrovoljnog izvještavanja	34
2.3.3.	Pregled dosadašnjih istraživanja	37
2.3.3.1.	Istraživanja provedena u zemljama s razvijenim tržištem kapitala	38
2.3.3.2.	Istraživanja provedena u zemljama u razvoju i u tranziciji	45
2.3.3.3.	Ostala istraživanja	48
2.3.3.4.	Istraživanja provedena u Hrvatskoj	50
3.	**KONCEPTUALNO ODREĐENJE DODANE VRIJEDNOSTI**	53
3.1.	Koncepti dodane vrijednosti	55
3.1.1.	Osnovni koncept dodane vrijednosti temeljen na elementima računa dobiti i gubitka	55
3.1.2.	Koncept ekonomske dodane vrijednosti	58
3.1.3.	Koncept tržišne dodane vrijednosti	63
3.2.	Značenje dodane vrijednosti iz perspektive dionika	67
3.2.1.	Izvještaj o dodanoj vrijednosti	68
3.2.2.	Prednosti i nedostaci izvještaja o dodanoj vrijednosti	71
3.3.	Istraživanja na temu dodane vrijednosti	73
4.	**TEORIJSKA PODLOGA ISTRAŽIVANJA KVALITETE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA I ODNOSA S DODANOM VRIJEDNOŠĆU**	76

4.1. Važnost informacije u računovodstvenoj teoriji..... 76
4.2. Pozitivna računovodstvena teorija..... 80
4.3. Agencijska teorija..... 84
4.3.1. Informacijska asimetrija..... 86
4.4. Teorija uslužnosti..... 90
4.4.1. Razlike između agencijske teorije i teorije uslužnosti..... 92
4.5. Dionički koncept..... 94
4.6. Teorija signaliziranja..... 98
5. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE ČIMBENIKA KVALITETE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA I ODNOSA S DODANOM VRIJEDNOŠĆU U RH IZ PERSPEKTIVE DIONIKA..... 100
5.1. Konceptualni model istraživanja i istraživačke hipoteze..... 100
5.2. Definiranje/selekcija uzorka..... 116
5.3. Operacionalizacija varijabli..... 117
5.3.1. Oblikovanje indeksa transparentnosti..... 122
5.4. Metodologija empirijskog istraživanja..... 124
5.4.1. M5 algoritam..... 125
5.4.2. Linearna regresijska analiza..... 127
6. ANALIZA REZULTATA EMPIRIJSKOG ISTRAŽIVANJA..... 129
6.1. Deskriptivna statistika uzorka za hipoteze H1 i H2..... 129
6.2. Rezultati istraživanja čimbenika kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u RH.. 135
6.3. Rezultati istraživanja razine kvalitete dobrovoljnog izvještavanja iz perspektive dionika..... 146
7. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA..... 148
7.1. Sažetak teorijskih zaključaka i empirijskih rezultata..... 148
7.1.1. Ograničenja i doprinosi provedenog istraživanja..... 150
7.1.2. Preporuke..... 151
SAŽETAK..... 153
SUMMARY..... 154
PREGLED LITERATURE..... 155
POPIS GRAFIKONA, TABLICA I SLIKA..... 170
PRILOZI..... 172

1. UVOD

Financijska tržišta važan su dio ekonomskog sustava svake države. Glavna uloga im je pribavljanje kapitala u svrhu financiranja društava kao i nesmetano trgovanje vrijednosnicama, odnosno nesmetan ulazak i izlazak investitora na tržište. Jedan od glavnih uvjeta stabilnog financijskog tržišta je transparentnost, tako da postojeći kao i potencijalni investitori mogu dobiti sve potrebne informacije i time rizik ulaganja učiniti prihvatljivim.

1.1. Problem i predmet istraživanja

Suvremeno poslovno okruženje kao i razvoj tehnologije, osobito interneta, donijeli su napredak na području dostupnosti informacija o poslovanju društava. Time je potencijalnim investitorima, kreditorima, kao i svim ostalim zainteresiranim pravnim i fizičkim osobama umnogome olakšano donošenje učinkovitih poslovnih odluka. Postoje dvije vrste izvještavanja: obavezno i dobrovoljno. U Hrvatskoj, obaveza sastavljanja i objave izvještaja o poslovanju društava koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi (ZSE) regulirana je Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, 154/11 i 12/12), Zakonom o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15 i 123/16) i Zakonom o računovodstvu (NN 78/15, 134/15 i 120/16). Uz navedene zakone, važno je navesti i Međunarodne standarde financijskog izvještavanja (MSFI) kao i Globalnu inicijativu za izvještavanje (GRI). Primjena MSFI-ja propisana je Zakonom o računovodstvu, a obveznici primjene su veliki poduzetnici te poduzetnici čije su dionice ili dužničke vrijednosnice uvrštene ili se obavlja priprema za njihovo uvrštavanje na organizirano tržište vrijednosnica. Globalna inicijativa za izvještavanje je odlučila preoblikovati Smjernice za izvještavanje G4 (najzastupljeniji alat za nefinancijsko izvještavanje u svijetu) u GRI standarde, u svrhu poboljšanja dosljednosti i usporedivosti nefinancijskih informacija koje se objavljuju. Nadalje, Europska komisija donijela je Direktivu o nefinancijskom izvještavanju i raznolikosti (2014/95/EU), čija primjena počinje od 1. siječnja 2017. godine, a nefinancijski izvještaji moraju se objaviti najkasnije 2018. godine. Razlog donošenja Direktive 2014/95/EU je poboljšanje dosljednosti i usporedivosti nefinancijskih informacija koje se objavljuju u Europskoj uniji.[1] Osim opisanog regulativnog okvira, u Hrvatskoj postoji i paralelni okvir

[1] Direktiva 2014/95/EU je obvezujuća i za Hrvatsku sukladno Zakonu o računovodstvu, članak 2. (NN 120/16).

financijskog izvještavanja uvjetovan zakonskim obavezama trgovačkih društava prema državnim institucijama kao što su Porezna uprava, Financijska agencija i Državni zavod za statistiku. Sukladno člancima 403. i 404. Zakona o tržištu kapitala, godišnji izvještaj mora sadržavati:

- revidirane godišnje financijske izvještaje s revizorskim izvješćem
- izvještaj poslovodstva
- izjavu osoba odgovornih za sastavljanje godišnjeg izvještaja
- odluku nadležnog tijela o utvrđivanju godišnjih financijskih izvještaja
- odluku o prijedlogu raspodjele dobiti ili pokriću gubitka.

Osim godišnjeg izvještaja, izdavatelji moraju objavljivati tromjesečne i polugodišnje izvještaje kao i ostale propisane informacije. Objava ovih informacija, koje su propisane različitim zakonskim aktima, spada u sferu obaveznog izvještavanja (engl. *Mandatory information disclosure*).

Međutim, postoje informacije o poslovanju koje društva objavljuju, a koje nisu obuhvaćene ni propisane zakonskim aktima – dobrovoljno objavljene informacije o poslovanju odnosno dobrovoljno izvještavanje (engl. *Voluntary information disclosure*). U zemljama s razvijenim tržištem kapitala kao što su SAD, Velika Britanija, Njemačka, Japan, objavljivanje dobrovoljnih informacija o poslovanju uobičajen je način poslovanja. Ovo je trend koji sve više prihvaćaju društva u svijetu, osobito ona čije vrijednosnice kotiraju na burzi.

Veliki su zahtjevi za informacijama vanjskih i unutarnjih korisnika, potražnja za njima stalno raste, osobito nakon propasti velikih društava kao npr. Enrona. Dodatno, globalna ekonomska kriza još je više potaknula potražnju za informacijama u svrhu smanjivanja rizika ulaganja. Globalni investitori i kreditori donose odluke temeljem raznih informacija koje su objavljene u financijskim, nefinancijskim i ekonomskim izvještajima koje izdaju kotirajuća društva. Investitori i kreditori analiziraju financijske pokazatelje poslovanja, ali i mnoge druge informacije kao što su informacije o zaposlenicima, menadžerskim nagradama, internim transakcijama, rizicima u poslovanju, poslovnim predviđanjima, razlozima slabijih poslovnih rezultata u odnosu na prethodna razdoblja itd.

Osim interesa vanjskih korisnika za dobrovoljno objavljenim informacijama o poslovanju, postoji i interes društava koja objavljuju informacije. Glavni interes menadžera je smanjiti

troškove kapitala, a jedan od načina ostvarenja tog interesa je objava dovoljnog broja informacija kako bi analitičari potencijalnih ulagača rizik ocijenili prihvatljivim. Samim tim, i premija na rizik će biti manja. U istraživanju koje su proveli Meek i Gray (1989) dokazano je povećano dobrovoljno izvještavanje za vrijeme dok društva pribavljaju kapital (prema Gray et al. 2001: 143).

Menadžeri žele objaviti dovoljan broj informacija o društvu i kako bi povećali likvidnost dionica društva na burzi. Važan razlog dobrovoljnog objavljivanja informacija o poslovanju je i želja menadžera da promoviraju društvo odnosno da mu, na takav način, poboljšaju reputaciju (Francis et al. 2008). Međutim, postoji određeni oprez menadžera prilikom dobrovoljnog objavljivanja informacija o poslovanju. Prema Gray et al. (1990: 602), ako se radi o povjerljivim informacijama, menadžment ih ponekad nerado objavljuje. Isto tako, prema teoriji zaštićenih informacija, menadžeri „važu" između koristi koju donosi objava povjerljivih informacija i eventualne štete do koje može doći njihovom objavom. Isti autori su u SAD-u i Velikoj Britaniji istražili od čega menadžeri najviše strahuju i koji su glavni razlozi suzdržavanja od dobrovoljnog izvještavanja. Izdvojili su sljedećih 10 razloga:

- gubitak konkurentske prednosti
- trošak prikupljanja i obrade podataka
- trošak kontrole objavljenih informacija
- mogućnost da će ih prozivati zaposlenici i sindikati
- prijetnja preuzimanja ili spajanja
- trošak objave
- tehnički problemi pri obradi podataka
- mogućnost intervencije vladinih (državnih) agencija
- mogućnost da će ih prozivati političari i kupci
- mogućnost intervencije poreznika.

Može se zaključiti da je objavljivanje informacija o poslovanju trošak, ali menadžeri na njega pristaju jer očekuju da će imati koristi. Iako od objavljivanja informacija o poslovanju očekuju korist, menadžeri paze da im se ne dogodi šteta. Najveći oprez posvećuju tome da ne objave poslovne tajne ili nešto što bi društvo moglo dovesti u nepovoljniji položaj na tržištu. To je i najveći razlog neobjavljivanja informacija o poslovanju, osobito detaljnijih planova poslovanja. Što su dobrovoljno objavljene informacije preciznije, veća je mogućnost slabijeg položaja društva (Gray et al. 2001: 144).

U svojem radu, Barako (2007: 118) dobrovoljno izvještavanje definira kao objavljivanje financijskih i nefinancijskih informacija u godišnjim izvještajima više od onoga što propisuju nacionalni zakoni i računovodstveni standardi. Prilikom istraživanja dobrovoljnog izvještavanja u SAD-u 2001. godine, za tu priliku osnovan Steering Committee dobrovoljno izvještavanje definira kao izvještavanje, primarno izvan financijskih izvještaja, koje nisu eksplicitno tražila GAAP ili SEC pravila (Steering Committee Report 2001).

Za potrebe ovog rada, dobrovoljno izvještavanje može se definirati kao objavljivanje financijskih i nefinancijskih informacija o poslovnim rezultatima i poslovanju koje HANFA nije izričito tražila, niti je obveza njihovog objavljivanja izričito navedena u Zakonu o tržištu kapitala.

U predmetnom istraživanju, ***pojam kvalitete dobrovoljnog izvještavanja označava razinu transparentnosti, odnosno količinu dobrovoljno objavljenih poslovnih informacija koje pomažu korisnicima tih informacija u donošenju ispravne prosudbe o povijesti društva, sadašnjem stanju kao i o budućim poslovnim rezultatima.***

Dobrovoljno objavljenom poslovnom informacijom smatra se svaka informacija koja je objavljena u godišnjem izvještaju a da njena objava nije zahtijevana nekim propisom ili zakonskim aktom.

Suvremeno poslovanje i nove strategije poslovanja kao što su kooperacija, *leasing, outsourcing* i sl. donose promjene zbog kojih klasični pokazatelji poslovanja nisu uvijek dovoljni da bi se na ispravan način i u potpunosti interpretirala postignuća nekog društva. Belak (2003: 18) navodi da strategija kooperacije može višestruko povećati prihod društva, ali to povećanje neće adekvatno oslikati promjene rezultata. Isti autor dalje navodi da se u slučaju *outsourcinga* prihod ne mijenja iako dolazi do bitnih promjena u strukturi rezultata. Navedeni razlozi doveli su do toga da se, uz postojeće, traže novi načini mjerenja postignuća nekog društva.

Prema agencijskoj teoriji koju su razvili Jensen i Meckling (1976), postoji mogućnost da menadžeri svoj interes stave ispred interesa vlasnika. Primjerice, u slučaju kada je vlasništvo nad poduzećem nisko koncentrirano, menadžeri imaju veće diskrecijske mogućnosti odabira financiranja i češće odabiru manje rizična rješenja, poput manje financijske poluge, čime dugoročno smanjuju potencijalnu dobit društva (Cerović et al. 2011: 422). Stoga vlasnici koriste razne načine kontrole uspješnosti menadžera.

Jedan od inovativnih načina mjerenja uspješnosti je mjerenje dodane vrijednosti. Pojam dodane vrijednosti koristi se kao mjera bogatstva i ima široku primjenu, a isto tako postoji više definicija i načina mjerenja dodane vrijednosti. Dodana vrijednost je vrijednost koju društvo dodaje iz svojih vlastitih kapaciteta (Belak 1995: 89). Prema Ziegenbeinu (2008: 114), pod dodanom vrijednošću podrazumijeva se proces nastajanja vrijednosti (dinamički pojam stvaranja dodane vrijednosti) i rezultat tog procesa (statički pojam dodane vrijednosti). Pri tome se stvorena dodana vrijednost ne odnosi samo na stvaranje neke nove vrijednosti, nego i na povećanje neke već postojeće vrijednosti.

Dodana vrijednost ima različite namjene. Osigurava mjerenje postignuća u poslovanju društva, područja djelatnosti ili cijele države. Za mjerenje postignuća u poslovanju društva dodana vrijednost može se koristiti kao mjera proizvodnosti gdje se stavljaju u odnos dodana vrijednost i broj zaposlenih. Taj se pokazatelj može koristiti za usporedbu postignuća između društava iste djelatnosti (Belak 2003: 18). Osim toga, dodana vrijednost može se koristiti i u druge svrhe: stavljena u odnos s glavnicom mjeri proizvodnost kapitala, podaci o dodanoj vrijednosti koriste se za izračun bruto domaćeg proizvoda prema proizvodnoj metodi itd.

Kod većine poduzetnika veći dio dodane vrijednosti dobivaju zaposlenici. Država kroz porez na dobit također dobije dio dodane vrijednosti. Dio koji se odnosi na kamate i neto dobit (bez obzira na to isplaćuje li se vlasnicima ili se zadržava kao zadržana dobit) pripada onima koji su osigurali sredstva i tako omogućili odvijanje poslovnog procesa.

S obzirom na to da postoji više koncepata dodane vrijednosti kao i da se radi o sveobuhvatnoj mjeri stvaranja bogatstva, dodanu vrijednost mogu koristiti razne grupe dionika.

Kao **problem istraživanja** navedeno je sljedeće:

1. Prethodna istraživanja i dokazi o smjeru i intenzitetu utjecaja pojedinih varijabli na razinu dobrovoljnog izvještavanja daju kontradiktorne rezultate.
2. Prethodna istraživanja na temu dobrovoljnog izvještavanja provedena u Hrvatskoj nisu ispitala sve kvalitativne i kvantitativne čimbenike utjecaja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
3. Prethodna su istraživanja na temu dodane vrijednosti u svijetu i u Hrvatskoj malobrojna i uglavnom se bave upravljanjem dodanom vrijednošću i njezinim utjecajem na poslovnu uspješnost.

4. Prethodnim istraživanjima nije ispitana povezanost između kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i stvaranja dodane vrijednosti.

Predmet istraživanja je utvrđivanje razine kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj, utvrđivanje čimbenika koji utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj kao i intenziteta tog utjecaja, te utvrđivanje razine utjecaja dobrovoljnog izvještavanja na neto dodanu vrijednost u Republici Hrvatskoj, kao primjeru makroorijentiranog računovodstvenog sustava s nerazvijenim tržištem kapitala.

1.2. Svrha i ciljevi istraživanja

Svrha rada je istražiti razinu odnosno kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja kotirajućih društava u Hrvatskoj kao i odnos dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti.

Osnovni **znanstveni ili spoznajni cilj** je istražiti utjecaj dobrovoljnog izvještavanja na neto dodanu vrijednost, analizirajući pri tome smjer i intenzitet utjecaja različitih kvalitativnih i kvantitativnih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

Ostali znanstveni ciljevi istraživanja:

1. *U radu će se sistematizirati i kritički analizirati najvažnije dosadašnje spoznaje o problematici dobrovoljnog izvještavanja i upravljanja dodanom vrijednosti.* Naime, glavni cilj dobrovoljnog izvještavanja je javno objavljivanje informacija koje su korisne za potencijalne ulagače i kreditore i koje će im olakšati poslovne odluke. Široka dostupnost i korištenje interneta doprinosi mogućnosti lakšeg pristupa potrebnim informacijama i čini dobrovoljno izvještavanje još važnijim. S druge strane, glavni cilj svakog poduzetnika je maksimizirati vrijednost, što govori o značaju dodane vrijednosti kao mjeri postignuća nekog društva koja je važna širokom krugu dionika.
2. *Predmetnim radom će se spoznati razina dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.* Dobrovoljno izvještavanje doprinosi transparentnosti društava i time razvoju tržišta kapitala.
3. *U radu će se znanstveno argumentirati očekivani smjerovi i intenzitet povezanosti između razine kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i kvantitativnih financijskih i nefinancijskih te kvalitativnih čimbenika (obilježja) društva.*

1.3. Istraživačke hipoteze

Temeljem predstavljenog predmeta i problema istraživanja, definirane su dvije istraživačke hipoteze.

H1. Postoji veza između kvantitativnih i kvalitativnih obilježja društava i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Ovako postavljena hipoteza utemeljena je na rezultatima prethodnih relevantnih istraživanja i teorijskih postavki. S obzirom na različite grupe kvantitativnih i kvalitativnih čimbenika koji utječu na razinu dobrovoljnog izvještavanja te različit očekivani smjer utjecaja, ova istraživačka hipoteza razrađena je na pomoćne hipoteze čiji je cilj istražiti utjecaj pojedinih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja:

H1.1 Postoji pozitivna veza između kvantitativnih financijskih čimbenika (profitabilnost, likvidnost, promet dionica na burzi, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica, financijska snaga) i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Profitabilnost je pokazatelj uspješnosti poslovanja, a likvidnost je pokazatelj sigurnosti poslovanja (Žager i Žager 1999: 173). S obzirom na to da menadžeri objavu poslovnih informacija koriste i za promociju društva (Francis et al. 2008: 26), sukladno teoriji signalizacije, bolji pokazatelji profitabilnosti i likvidnosti su dodatni argument menadžmentu da objavi informacije o poslovanju.

Financijska snaga je pokazatelj sigurnosti poslovanja. Veza između financijske snage društava i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja dosad nije istraživana. Međutim, kao i u slučaju s profitabilnošću i likvidnošću, u skladu s teorijom signalizacije, dobar pokazatelj financijske snage društva je dodatni argument menadžmentu da objavi informacije o poslovanju.

Ako se ima u vidu da investitori žele što više informacija kako bi im ulaganja bila sigurnija, veći promet dionica na burzi ukazuje na to da su investitori dobili potrebne informacije. Teorijski, povezanost između prometa dionica i odnosa tržišne i nominalne vrijednosti dionica s kvalitetom dobrovoljnog izvještavanja može se argumentirati teorijom davanja u dionicama. Naime, vrlo često menadžerski ugovori uključuju različite oblike davanja u dionicama kao nagradu za uspješno poslovanje, čime se menadžere uključuje u

vlasničku strukturu društva. U tom slučaju menadžeri će poduzimati aktivnosti kojima će poboljšati likvidnost dionica, između ostalog i dobrovoljnim objavljivanjem raspoloživih informacija u cilju smanjenja informacijske asimetrije. Veza između odnosa tržišne i nominalne vrijednosti dionica s dobrovoljnim izvještavanjem dosad nije istraživana, ali je Pervan (2006) utvrdio značajnu pozitivnu vezu između tržišne kapitalizacije i dobrovoljnog izvještavanja.

H1.2 Postoji negativna veza između kvantitativnog financijskog čimbenika zaduženosti, i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

S obzirom na gospodarske probleme u Hrvatskoj, kao i na pad zarada za ulagače na Zagrebačkoj burzi, očekuje se da iznadprosječno zadužena društva objavljuju manje poslovnih informacija. U prilog ovome govore i istraživanja koja su proveli Verrecchia (1983), Pae (2005) i Einhorn (2007). Usprkos stavu da je menadžer dužan objaviti sve važne poslovne informacije, oni su dokazali da neki menadžeri manipuliraju informacijama. Ako nemaju dobro objašnjenje za loše informacije o poslovanju, često ih ne objave ili pričekaju kako bi ih objavili istovremeno s dobrim informacijama o poslovanju. U tom slučaju, jasno je vidljiv agencijski problem.

H1.3 Postoji pozitivna veza između kvantitativnih nefinancijskih čimbenika (godine kotiranja na burzi, veličina društva, broj dioničara) i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Ova hipoteza temelji se na teoriji interesnih skupina. Što je društvo veće, važnije je za gospodarstvo neke zemlje, regije (županija, općina) ili grada. Zbog toga se od takvih društava očekuje transparentnost, ne samo radi potencijalnih ulagača, nego i radi svih interesnih skupina. Što je veći broj dioničara, veći je i pritisak za objavu informacija o poslovanju društva. Zato se od društava s velikim brojem dioničara očekuje veća transparentnost u odnosu na one s manjim brojem dioničara. Veza između godina kotiranja na burzi i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj dosad nije istraživana, ali se očekuje da su društva koja duže kotiraju na burzi stekla praksu izvještavanja.

H1.4 Postoji pozitivna veza između kvalitativnog čimbenika revizora Velike četvorke i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Vrsta revizora (Velika četvorka ili ostali) je aproksimacija za kvalitetu revizije, a ova pomoćna hipoteza temelji se na teoriji signalizacije. Revizija je osjetljiv posao i greška može

značiti kraj poslovanja za revizorsko društvo. Od četiriju velikih svjetskih revizorskih društava (Deloitte, KPMG, Ernst&Young i PWC) očekuje se visoka profesionalnost. U Hrvatskoj je objava revizorskih izvješća obvezna za sva društva koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Može se pretpostaviti da društva čiji su revizori jedni od Velike četvorke objavljuju kvalitetnija objašnjenja svojeg poslovanja zbog strožih zahtjeva revizora.

H1.5 Postoje značajne razlike u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na glavna područja djelatnosti društava.

Svako područje djelatnosti ima svoje specifičnosti pa se očekuje i da postoji razlika između društava iz različitih područja djelatnosti s obzirom na kvalitetu dobrovoljnih informacija koje se objavljuju. Botosan u svojem radu navodi da analizira jedno područje djelatnosti (proizvodnja metala i metalnih proizvoda) jer različite djelatnosti imaju različitu kvalitetu izvještavanja. Kao primjer je navela farmaceutsku industriju koja puno više izvještava o svojim programima istraživanja i razvoja od drugih djelatnosti (Botosan 1997: 327). Sukladno rezultatima istraživanja Ponte i Rodriguez (2002) koji su utvrdili da društva koja se bave istom djelatnošću otprilike jednako kvalitetno izvještavaju o svojem poslovanju, ova hipoteza teorijsku podlogu ima u teoriji signalizacije.

H2. Postoji pozitivna veza između kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Ovako postavljena hipoteza temelji se na teoriji signaliziranja i polazi od pretpostavke da će viša kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja koja signalizira bolju reputaciju društva, manji informacijski rizik i s njim povezane troškove imati implikacije na visinu dodane vrijednosti koju društvo stvara.

S obzirom na to da je jedan od ciljeva menadžmenta prikazati društvo transparentnim, može se pretpostaviti da društva s ostvarenom većom dodanom vrijednošću dobrovoljno objavljuju i veću količinu poslovnih informacija. Prema provedenom istraživanju, glavni motiv menadžmenta za dobrovoljno izvještavanje je promocija društva (Francis et al. 2008: 26). Veća dodana vrijednost je dodatni argument menadžmentu za objavljivanje povoljnih informacija o poslovnim rezultatima društva, što je važna informacija za dioničare kao i za potencijalne kreditore i investitore.

1.4. Metodologija istraživanja

Istraživanje za potrebe doktorskog rada obuhvaća teorijske i empirijske dijelove. Za pojedine dijelove korišteni su različiti pristupi odnosno različita metodologija znanstvenoistraživačkog rada. Teorijski dio rada temelji se na znanstvenim i stručnim radovima te knjigama koje se bave ovom problematikom. Uz to su prezentirana i vlastita saznanja. U empirijskom dijelu sekundarni podaci iz godišnjih izvještaja izdavatelja prikupljeni su sa internetskih stranica Zagrebačke burze d. d. (dostupno na www.zse.hr).

Za potrebe operacionalizacije istraživanja formirana je agregatna mjera „indeks transparentnosti." Indeksom transparentnosti ocijenjena je kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja za svako pojedino društvo, odvojeno za svaku promatranu godinu. Metoda mjerenja indeksima je općeprihvaćena metoda koja se koristi prilikom istraživanja na temu dobrovoljnog izvještavanja. Pri tome postoje dva pristupa: vagani (ponderirani) i nevagani (neponderirani) indeks, koji se razlikuju u metodologiji izračuna. Za izračun indeksa transparentnosti u ovom radu korišteni su nevagani indeksi.

Za obradu podataka i prezentiranje dobivenih rezultata empirijskog dijela rada korištene su odgovarajuće statističke i ekonometrijske metode.

Testiranje hipoteze o kvantitativnim i kvalitativnim varijablama koje utječu na razinu transparentnosti dobrovoljnog izvještavanja provedeno je uporabom M5 algoritma, koji je sastavni dio analitičkog sustava WEKA i koristi se u različitim ekonometrijskim analizama. Prednost M5 algoritma je što daje pouzdane zaključke i u situacijama kad multipla linearna regresija to ne može, primjerice kod nelinearnih interakcija ili značajnijih odstupanja od preduvjeta koji su potrebni za regresijsku analizu. M5 algoritam pomoću skupa pravila dijeli uzorak na podskupove te ih potom analizira. Na takav način, dobiveni su linearni regresijski modeli od kojih svaki objašnjava dio uzorka. Važno je naglasiti da M5 algoritam tijekom obrade podataka eliminira eventualnu pojavu problema multikolinearnosti između varijabli kao i problema reverzibilne kauzalnosti.

Za testiranje hipoteze o utjecaju indeksa transparentnosti na dodanu vrijednost u sljedećem obračunskom razdoblju (sljedećoj godini) korištena je regresijska analiza.

1.5. Očekivani znanstveni doprinos

Temeljem prethodno definiranih ciljeva i hipoteza doktorskog istraživanja, rezultati ovog znanstvenoistraživačkog rada trebali bi dati doprinos u znanstveno-spoznajnom i u praktičnom smislu.

Analiza raspoložive literature s područja kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti ukazuje na potrebu sistematizacije dosadašnjih teorijskih i empirijskih saznanja iz ovog područja u Hrvatskoj, a zatim na potrebu za dodatnim istraživanjem koje će obuhvatiti dosad neistražene varijable i dosad neistražene odnose. Istraživanje će rezultirati novim spoznajama na teorijskom i empirijskom području. S obzirom na predloženu metodologiju i obuhvat istraživanja, znanstveni doprinos predmetnog doktorskog rada može se iskazati u sljedećem:

1) Za razliku od dosad provedenih istraživanja, posebice onih u Hrvatskoj, u ovom radu istražit će se utjecaj likvidnosti, odnosa tržišne i nominalne vrijednosti dionica, godina kotiranja na burzi, vrste revizora i financijske snage društva na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja, što do sada u Hrvatskoj nije istraženo. Isto tako, s obzirom na to da je aktualni Zakon o tržištu kapitala donesen 2008. godine (NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13 i 18/15, 110/15, 123/16), a u primjeni je od 1. 1. 2009. godine, potrebno je istražiti učinak navedenog zakona. Naime, Zakon o tržištu kapitala donio je značajne promjene u odnosu na dotad važeći Zakon o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02 i 138/06) a odnose se na definiranje okvira djelovanja bitnih subjekata tržišta, poput brokera, investicijskih savjetnika, brokerskih društava, burzi, odnosno organiziranih mjesta trgovanja. Osim toga, uvedene su i brojne novine u svrhu poboljšanja transparentnosti kao i pravne sigurnosti ulagača, a posebno je pojačana zaštita malih ulagača u odnosu na institucionalne ulagače.
2) Znanstveno će se argumentirati očekivani smjerovi i intenzitet povezanosti između kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i kvantitativnih financijskih i nefinancijskih te kvalitativnih čimbenika, nakon čega će se identificirati čimbenici koji najviše utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj.
3) Ovaj bi rad trebao doprinijeti razvoju znanstvene misli o samom konceptu dodane vrijednosti kao i o odnosu kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti teorijskim argumentiranjem i empirijskom verifikacijom njihovih uzročno-posljedičnih veza. Naime, postoji relevantna teorijska osnova povezanosti između

kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti, dok njezina empirijska potvrda do sada nigdje nije napravljena.

4) S obzirom na prostornu dimenziju istraživanja, istražit će se čimbenici kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj, državi s bankovno orijentiranom ekonomijom i nedovoljno razvijenim tržištem kapitala. S obzirom na te specifičnosti, rezultati istraživanja mogu biti značajno drugačiji od rezultata drugih istraživanja jer su provedena u zemljama s drugačijim ekonomskim i institucionalnim okruženjem.
5) Osim doprinosa u znanstvenom dijelu, rezultati istraživanja dat će jasan uvid u nedostatke dobrovoljnog izvještavanja i kao takvi moći će se koristiti za poboljšanje prakse dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj.

1.6. Struktura rada

Doktorski rad je raščlanjen na sedam poglavlja, uključujući uvod i zaključak.

U ***uvodnom poglavlju*** rada se ukazuje na važnost i aktualnost problematike istraživanja te se obrazlaže problem i predmet istraživanja. Nakon toga su navedeni svrha i ciljevi istraživanja, definirane su istraživačke hipoteze te se objašnjavaju znanstvene metode koje su korištene u istraživanju. Uvodni dio završava navođenjem znanstvenog doprinosa i prikazom strukture rada.

U drugom poglavlju, ***Regulatorno i pojmovno određenje dobrovoljnog izvještavanja***, prikazan je regulatorni okvir kotirajućih društava u Hrvatskoj. Nakon toga je prikazana i objašnjena opsežna materija koja se odnosi na dobrovoljno izvještavanje. Drugo poglavlje završava pregledom dosadašnjih istraživanja na temu dobrovoljnog izvještavanja.

Naziv trećeg poglavlja je ***Konceptualno određenje dodane vrijednosti*** i u njemu je sustavno prikazana kompleksna i opsežna materija o dodanoj vrijednosti. Objašnjeni su osnovni koncepti dodane vrijednosti a zatim je objašnjen značaj izvještavanja o dodanoj vrijednosti iz perspektive dionika. Poglavlje završava pregledom dosadašnjih istraživanja na temu dodane vrijednosti.

U četvrtom poglavlju, čiji je naziv ***Teorijska podloga istraživanja kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i odnosa s dodanom vrijednošću u RH iz perspektive dionika***, objašnjena je važnost informacije u računovodstvenoj teoriji a zatim su prikazane i objašnjene najvažnije

teorije koje čine teorijsku podlogu rada. To su pozitivna računovodstvena teorija, agencijska teorija, teorija uslužnosti, dionički koncept i teorija signaliziranja.

Peto poglavlje je ***Empirijsko istraživanje čimbenika kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i odnosa s dodanom vrijednošću u RH iz perspektive dionika***. U ovom poglavlju obrazložene su i argumentirane istraživačke hipoteze. Nakon toga je obrazloženo oblikovanje indeksa transparentnosti, definiranje i selekcija uzorka kao i operacionalizacija varijabli. Poglavlje završava obrazloženjem metodologije empirijskog istraživanja.

Šesto poglavlje je ***Analiza rezultata empirijskog istraživanja***. U ovom poglavlju su prezentirani rezultati empirijskog istraživanja. Dobiveni rezultati su detaljno rastumačeni i uspoređeni s rezultatima ostalih relevantnih istraživanja. Argumentirani su razlozi prihvaćanja ili odbacivanja pojedinih hipoteza te je objašnjena prednost korištenja M5 algoritma u odnosu na tradicionalne statističke metode.

U posljednjem poglavlju izložena su ***zaključna razmatranja*** u okviru koji se sažeto prikazuju ukupni rezultati istraživanja i zaključci do kojih se došlo. Ukazuje se na teorijski i praktični doprinos istraživanja i opisuju se potencijalna ograničenja. Na kraju, daju se preporuke za buduća istraživanja.

2. REGULATORNO I POJMOVNO ODREĐENJE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA

Tržište kapitala je mjesto na kojem se susreću ulagatelji koji imaju višak novca koji su spremni uložiti s ciljem ostvarenja neke zarade i društva emitenti – oni kojima nedostaje novac, a žele ga dobiti (Belak i Aljinović Barać 2008: 2). Tržište kapitala prije svega podrazumijeva burzu vrijednosnica, koja se smatra barometrom nacionalnoga gospodarstva (Pojatina 2000). Tržište kapitala pomoću niza instrumenata prikuplja štednju i usmjerava je u gospodarstvo. Pri tome su kamate cijena sredstava ustupljenih na rok, a dividende cijena trajno ustupljenih sredstava (Pojatina 2000: 5). Pretežit dio ulagatelja, osobito malih, najviše pozornosti obraća na sigurnost. Između stope prinosa i sigurnosti postoji obrnut odnos. Stoga su, u svrhu poticanja ulaganja, česti državni utjecaji na oblikovanje i prijenos štednje, kao što su administrativno utvrđivanje kamatnih stopa, subvencioniranja malih ulagatelja itd.[2]

U Hrvatskoj je tržište kapitala započelo s radom 1991. godine kada su 25 banaka i 2 osiguravajuća društva osnovali Zagrebačku burzu. Godine 1993. osnovano je i Varaždinsko tržište vrijednosnica. Godine 2002. Varaždinsko tržište vrijednosnica transformirano je u Varaždinsku burzu, a zatim je 2007. godine izvršeno je spajanje Varaždinske i Zagrebačke burze tako da od tada u Hrvatskoj postoji samo Zagrebačka burza. Sudionici tržišta kapitala u Hrvatskoj su (www.hanfa.hr/trziste-kapitala/):

- ulagatelji u financijske instrumente
- posrednici (investicijska društva, kreditne institucije i ostali)
- izdavatelji vrijednosnih papira i ostalih financijskih instrumenata
- Zagrebačka burza d. d. Zagreb (tržišni operater i operater MTP-a)
- Središnje klirinško depozitarno društvo d. d. Zagreb (operater središnjeg depozitorija nematerijaliziranih vrijednosnih papira i operater središnjeg registra ostalih nematerijaliziranih financijskih instrumenata, operater sustava poravnanja i namire nematerijaliziranih vrijednosnih papira te operater Fonda za zaštitu ulagatelja).

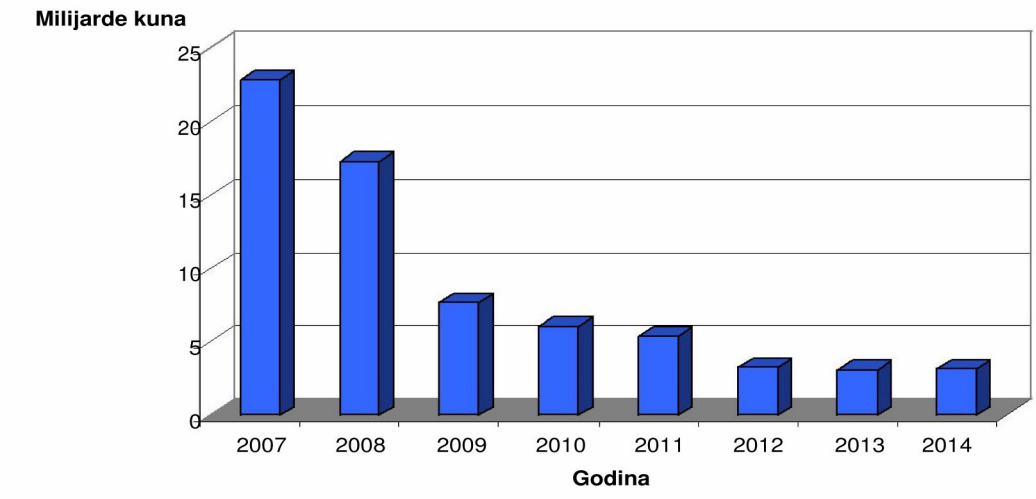
[2] U Hrvatskoj se kao primjer subvencioniranja štediša može navesti oslobađanje od poreza na dobit koja je ostvarena na burzi. Tom se mjerom željelo potaknuti ulaganje u vrijednosnice.

Na kretanje cijena dionica utječu mnogi čimbenici. Poslovni rezultati kotirajućih društava su samo jedan od njih. Prema Belak i Aljinović Barać (2008: 12), najvažniji čimbenici koji utječu na kretanje cijena dionica su:

- opća kretanja na tržištu (ciklusi i utjecaji drugih tržišta)
- poslovni rezultati društava
- buduća očekivanja (privatizacija, preuzimanja, nova ulaganja, novi proizvodi)
- ulaganja u reklamu, marku (brend)
- ulaganja u ljude
- konjunktura djelatnosti itd.

Hrvatsko tržište kapitala je relativno nerazvijeno, sa slabim obujmom trgovanja. Tome doprinosi činjenica da se u Hrvatskoj tržište kapitala rijetko koristi za financiranje poslovanja, nego se za to uglavnom koriste bankovni krediti. To je vidljivo iz male emisije vrijednosnica kojim društva financiraju svoje poslovanje. Isto tako, ulaganje novca u bankovne depozite, a ne na tržište kapitala najčešći je oblik štednje građana. Na Grafikonu 1 prikazan je redovan promet dionica na Zagrebačkoj burzi u razdoblju od 2007. (kada je došlo do spajanja Zagrebačke i Varaždinske burze) do 2014. godine (u ovom radu koriste se podaci za razdoblje od 2009. do 2014. godine). Vidljiv je pad prometa na burzi, dok za isto razdoblje HNB navodi rast depozita stanovništva (Bilten o bankama 23: 43).

Grafikon 1: Redovan promet dionica na Zagrebačkoj burzi



Izvor: preuzeto od Laković (2015: 9)

Osim toga, na kretanje cijena dionica i obujam trgovine utječu društveni, politički, ekonomski i mnogi drugi čimbenici, a jedan od najvažnijih čimbenika za svako tržište kapitala je mogućnost pristupa relevantnim informacijama o poslovanju kotirajućih društava.

2.1. Regulatorni okvir izvještavanja kotirajućih društava u RH

Korporativno izvještavanje (engl. *corporate reporting*) je termin koji se odnosi na izvještavanje korporacija, tj. dioničkih društava čije vrijednosnice obično kotiraju na tržištima kapitala (Pervan u Tipurić 2008: 471). Korporativno izvještavanje je obuhvatnije od financijskog izvještavanja jer osim financijskih izvještaja obuhvaća i razne druge informacije koje se odnose na poslovanje društava. Korporativno izvještavanje znatnim dijelom reguliraju institucije koje razvijaju računovodstvene standarde (kao što su IASB[3], FASB[4] itd.) kao i regulatorne institucije (kao što su SEC[5], HANFA[6] itd.) (Pervan u Tipurić 2008: 472). S obzirom na to da Zakon o računovodstvu određuje obaveznu primjenu Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja, za hrvatska društva čije vrijednosnice kotiraju na burzi relevantan je IASB. Izvještaji koje kotirajuća društva predočavaju javnosti temelj su za odlučivanje investitora i vjerovnika na tržištu kapitala. Korporativno izvještavanje obuhvaća cjelokupno financijsko izvještavanje kao i sve dodatne obavezne i dobrovoljne informacije koje društva prezentiraju javnosti (Bartulović 2013: 19).

Slika 1: Struktura korporativnog izvještavanja

Financijsko izvještavanje (razvija IASB, FASB…)	
Dodatna obavezna objavljivanja (regulira SEC, HANFA…)	Dodatna dobrovoljna objavljivanja (nisu predmet regulacije)

Izvor: preuzeto od Pervan u Tipurić (2008: 472)

[3] International Accounting Standards Board – nezavisna institucija sa sjedištem u Londonu koja donosi i razvija računovodstvene standarde koji se primjenjuju u velikom broju zemalja u svijetu.

[4] Financial Accounting Standards Board – nezavisna institucija koja donosi i razvija računovodstvene standarde u SAD-u.

[5] Security and Exchange Commission – regulator tržišta kapitala u SAD-u.

[6] Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga – regulator tržišta kapitala u Hrvatskoj.

Izvještavanje kotirajućih dioničkih društava u Hrvatskoj regulirano je Zakonom o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, Zakonom o tržištu kapitala i Zakonom o računovodstvu.

2.1.1. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga – HANFA

Nedostatak relevantnih informacija s tržišta kapitala obeshrabruje ulagatelje i tjera ih s tržišta. Suprotno tome, pripremanje relevantnih informacija vraća ulagačima samopouzdanje i motivira ih na ulaganje (Belak i Aljinović Barać 2008: 10). Zato svaka država želi regulirati objavu informacija o poslovanju društava čije vrijednosnice kotiraju na burzi i na taj način povećati efikasnost tržišta kapitala. Od osnivanja tržišta kapitala u Hrvatskoj, financijsko izvještavanje je nadzirala Komisija za vrijednosne papire i zadatak joj je bio regulirati, nadzirati i poticati razvoj tržišta kapitala. Od 1. siječnja 2006. godine Komisija za vrijednosne papire prestala je s radom, a temeljem Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, 154/11 i 12/12) kao pravni sljednik zamijenila ju je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (dalje u tekstu HANFA).

HANFA je samostalna pravna osoba i odgovorna je Hrvatskom saboru. Temeljni ciljevi su joj promicanje i očuvanje stabilnosti financijskog sustava kao i nadzor zakonitosti poslovanja subjekata nadzora. U ostvarivanju svojih ciljeva Agencija se rukovodi načelima transparentnosti, izgradnje povjerenja među sudionicima financijskog tržišta i izvještavanja potrošača (Simić 2008: 4).

HANFA ima peteročlanu Upravu (predsjednik i četiri člana) koje imenuje i razrješava Hrvatski sabor na prijedlog Vlade Republike Hrvatske. Financira se iz sredstava državnog proračuna, iz naknada od imovine i prihoda subjekata nadzora kao i iz naknada za pružene usluge iz nadležnosti djelokruga HANFA-e. U slučaju da rashodi premašuju prihode, razlika se financira iz sredstava državnog proračuna, a u slučaju da prihodi premašuju rashode, višak prihoda uplaćuje se u državni proračun. HANFA je članica međunarodne organizacije komisija za vrijednosnice IOSCO (engl. *International Organisation of Securities Commissions*) kao i Europskog regionalnog odbora i Odbora za tržišta u nastajanju u sklopu IOSCO-a.

HANFA provodi nadzor nebankarskog financijskog sektora u Hrvatskoj odnosno provodi nadzor nad financijskim tržištima, financijskim uslugama te nad pravnim i fizičkim osobama

koje te usluge pružaju. Kako se navodi na internetskim stranicama HANFA-e (www.hanfa.hr), to su:

- burze i uređena javna tržišta
- investicijska društva i izdavatelji vrijednosnih papira
- brokeri, investicijski savjetnici i vezani zastupnici
- Središnje klirinško depozitarno društvo
- društva za osiguranje i reosiguranje
- zastupnici i posrednici u osiguranju i reosiguranju
- društva za upravljanje investicijskim i mirovinskim fondovima
- mirovinska osiguravajuća društva
- investicijski i mirovinski fondovi
- Središnji registar osiguranika
- Fond hrvatskih branitelja iz Domovinskog rata i članova njihovih obitelji
- Umirovljenički fond
- pravne osobe koje se bave poslovima *leasinga* i faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti.

Sukladno članku 14. Zakona o HANFA-i, u obavljanju javnih ovlasti HANFA je ovlaštena:

1) donositi provedbene propise na temelju Zakona o HANFA-i, zakona koji uređuju tržište kapitala, investicijske i druge fondove, preuzimanje dioničkih društava, mirovinska osiguravajuća društva, osiguranje i reosiguranje te financijske usluge, kao i drugih zakona kada je to tim zakonima ovlaštena
2) obavljati nadzor nad poslovanjem subjekata nadzora utvrđenih u propisima navedenim pod rednim brojem 1 te pravnih osoba koje se bave poslovima faktoringa, osim ako ih banke obavljaju unutar svoje registrirane djelatnosti i nalagati mjere za uklanjanje utvrđenih nezakonitosti i nepravilnosti
3) izdavati i oduzimati dozvole, odobrenja, licencije i suglasnosti za koje je ovlaštena na temelju posebnih propisa navedenih pod rednim brojem 1
4) poticati, organizirati i nadgledati mjere za učinkovito funkcioniranje financijskih tržišta
5) voditi knjige, evidencije i registre u skladu s odredbama Zakona o HANFA-i i posebnih propisa navedenih pod rednim brojem 1

6) predlagati inicijative za donošenje zakona i drugih propisa i informirati javnost o načelima po kojima djeluju financijska tržišta
7) donositi podzakonske akte radi propisivanja uvjeta, načina i postupaka za jedinstveno obavljanje nadzora unutar svojeg djelokruga i nadležnosti te poduzimati druge mjere i obavljati druge poslove u skladu sa zakonskim ovlaštenjima
8) izvještavati ostala nadzorna, upravna i pravosudna tijela o svim pitanjima koja se neposredno ili posredno tiču njihove nadležnosti i djelokruga, povodom postupaka koji se vode pred tim tijelima, a u vezi su s postupcima iz djelokruga i nadležnosti HANFA-e
9) davati mišljenja o provedbi Zakona o HANFA-i i posebnih propisa navedenih pod rednim brojem 1 na zahtjev stranaka u postupku ili osoba koje dokažu svoj pravni interes.

2.1.2. Zakon o tržištu kapitala

Zakon o tržištu kapitala ((NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15 i 123/16) (dalje u tekstu ZTK) donesen je 2008. godine, a u primjeni je od 1. siječnja 2009. godine. Njime je Hrvatska implementirala sve važeće EU direktive koje se odnose na tržište kapitala[7] što je donijelo značajne promjene u odnosu na dotad važeći Zakon o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02 i 138/06). Promjene koje je donio ZTK odnose se na definiranje okvira djelovanja bitnih subjekata tržišta, uvode se nova mjesta trgovanja (Multilateralna trgovinska platforma i Sistemski internalizator), povećani su zahtjevi za transparentnost i zaštitu ulagača, osobito malih. Povećani su i standardi pružanja investicijskih usluga, što znači veće zahtjeve prema investicijskim društvima koja pružaju takve usluge. Investicijska društva obavezna su izračunavati adekvatnost kapitala (do tada je u Hrvatskoj takva praksa postojala samo za banke) što znači da kapital investicijskog društva mora biti dostatan za pokrivanje svih rizika kojima je investicijsko društvo izloženo u svojem poslovanju.

S obzirom na to da je jedan od ciljeva ovog rada istražiti dobrovoljno izvještavanje na tržištu kapitala u Hrvatskoj, u nastavku su navedene opće odredbe ZTK-a, a zatim su navedeni i dodatno pojašnjeni najvažniji članci ZTK-a koji se odnose na izvještavanje.

[7] Implementirane direktive navedene su u Članku 2. ZTK-a.

U članku 1. ZTK-a navedene su opće odredbe Zakona. Zakon uređuje:

1) uvjete za osnivanje, poslovanje, nadzor i prestanak postojanja investicijskog društva, tržišnog operatera i operatera sustava poravnanja ili namire u Hrvatskoj
2) uvjete za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti i s tim povezanih pomoćnih usluga
3) pravila trgovanja na uređenom tržištu
4) uvjete za ponudu vrijednosnih papira javnosti i uvrštenje vrijednosnih papira na uređeno tržište
5) obveze u vezi objavljivanja informacija koje se odnose na vrijednosne papire uvrštene na uređeno tržište
6) zlouporabu tržišta
7) pohranu financijskih instrumenata i poravnanje i namiru poslova s financijskim instrumentima
8) ovlasti i postupanje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga pri provođenju ovog Zakona.

Članak 401. ZTK-a propisuje da je izdavatelj vrijednosnih papira obvezan redovito izrađivati godišnje, polugodišnje i tromjesečne financijske i poslovne izvještaje te ih objavljivati javnosti sukladno člancima 438. do 441. Zakona. U članku 403. istog Zakona određuje se da je izdavatelj vrijednosnih papira obvezan izraditi godišnji izvještaj najkasnije u roku od četiri mjeseca od zadnjeg dana poslovne godine te osigurati da bude dostupan javnosti najmanje deset godina od dana objavljivanja. Godišnji izvještaj mora sadržavati:

- revidirane godišnje financijske izvještaje
- izvještaj poslovodstva
- izjavu osoba odgovornih za sastavljanje godišnjeg izvještaja izdavatelja.

Zajedno s godišnjim izvještajem, izdavatelj je obvezan na propisani način objaviti javnosti i revizorsko izvješće. Članak 407. ZTK-a propisuje da je izdavatelj dionica i dužničkih vrijednosnih papira obvezan za prvih šest mjeseci poslovne godine u propisanom roku izraditi i objaviti javnosti polugodišnji izvještaj, a zatim mora omogućiti da on bude dostupan javnosti najmanje deset godina od dana objavljivanja. Polugodišnji izvještaj izdavatelja mora sadržavati:

- skraćeni set polugodišnjih financijskih izvještaja

- međuizvještaj poslovodstva
- izjavu osoba odgovornih za sastavljanje polugodišnjeg izvještaja izdavatelja.

Ako su polugodišnji financijski izvještaji izdavatelja revidirani, obvezan je na propisani način objaviti i revizorsko izvješće. Ako polugodišnji financijski izvještaji izdavatelja nisu revidirani, izdavatelj je obvezan o tome dati izjavu u svojem polugodišnjem izvještaju. Članak 410. ZTK-a propisuje da je izdavatelj dionica obvezan izraditi i objaviti javnosti tromjesečni izvještaj za prvo, drugo, treće i četvrto tromjesečje u propisanom roku, a zatim mora omogućiti da tromjesečni izvještaji budu dostupni javnosti najmanje pet godina od dana objavljivanja. Sadržaj tromjesečnog izvještaja jednak je sadržaju polugodišnjeg izvještaja. Sve navedeno odnosi se na izdavatelje koji imaju sjedište u Republici Hrvatskoj. Ako se radi o izdavateljima koji imaju sjedište izvan Hrvatske, ZTK posebno regulira objavu izvještaja.

S obzirom na to da članak 402. ZTK-a navodi da Agencija (HANFA) može za izdavatelje vrijednosnih papira u Republici Hrvatskoj pravilnikom propisati sadržaj i strukturu godišnjih, polugodišnjih i tromjesečnih financijskih i poslovnih izvještaja te oblik i način dostavljanja, HANFA je donijela odgovarajuće uredbe koje su u skladu s važećim Zakonom o računovodstvu (NN 78/15, 134/15 i 120/16)[8] i dostupne su na HANFA-inim internetskim stranicama (www.hanfa.hr).

Sukladno članku 403 i članku 404 ZTK-a godišnji izvještaji izdavatelja moraju sadržavati:

- revidirane godišnje financijske izvještaje s revizorskim izvješćem
- izvještaj poslovodstva
- izjavu osoba odgovornih za sastavljanje godišnjeg izvještaja
- odluku nadležnog tijela (prijedlog) o utvrđivanju godišnjih financijskih izvještaja
- odluku o prijedlogu raspodjele dobiti ili pokriću gubitka.

Godišnji financijski izvještaji obuhvaćaju set izvještaja: bilancu (izvještaj o financijskom položaju), račun dobiti i gubitka (izvještaj o sveobuhvatnoj dobiti), izvještaj o promjenama kapitala, izvještaj o novčanom tijeku (izvještaj o novčanom toku) i bilješke uz financijske izvještaje. Izdavatelj je dužan izraditi i objaviti puni sadržaj bilješki sukladno Međunarodnim

[8] Tijekom godina Zakon o računovodstvu se mijenjao. Zahtjevi HANFA-e za izvještavanjem izdavatelja su kroz godine isti i cijelo vrijeme su u skladu s tada važećim Zakonom o računovodstvu.

standardima financijskog izvještavanja (MSFI). Također, izdavatelj je dužan zajedno s godišnjim izvještajem objaviti javnosti u cijelosti i izvještaj revizora.

HANFA je odredila sadržaj i strukturu polugodišnjih i tromjesečnih financijskih i poslovnih izvještaja koje je izdavatelj vrijednosnih papira obvezan izrađivati za razdoblja tijekom godine te ih objavljivati javnosti. Navodi se da polugodišnji i tromjesečni izvještaji izdavatelja moraju sadržavati set financijskih izvještaja jednak onom u godišnjem izvještaju, međuizvještaj poslovodstva te izjavu osoba odgovornih za sastavljanje izvještaja izdavatelja.

HANFA navodi i informacije koje je izdavatelj dužan minimalno objaviti u međuizvještaju poslovodstva (sukladno članku 407. i 410 ZTK). Od izdavatelja se traži da međuizvještaj poslovodstva za izvještajno razdoblje sadrži objektivan prikaz razvoja i rezultata poslovanja društva i njegova financijskog položaja, zajedno s opisom glavnih rizika i neizvjesnosti s kojima se ono suočava. Prikaz se odnosi na uravnoteženu i sveobuhvatnu analizu razvoja i rezultata poslovanja društva i njegova položaja, u skladu s veličinom i složenošću poslovanja, u izvještajnom razdoblju. Za razumijevanje razvoja, rezultata poslovanja ili položaja društva, analizom se obuhvaćaju i financijski podaci, a kada je prikladno, i nefinancijski pokazatelji poslovanja, koji su relevantni za predmetno poslovanje, zajedno s informacijama o zaštiti okoliša i pitanjima koja se odnose na zaposlene.

Osim navedenih periodičnih izvještaja koje izdavatelji moraju objavljivati, također moraju u propisanom roku objavljivati i ostale propisane informacije (*ad hoc* informacije). Za razliku od navedenih periodičnih izvještaja za koje se, s obzirom na poslovnu godinu, točno zna kad se objavljuju, ostale propisane informacije opisuju događaje koji se mogu, ali i ne moraju dogoditi ili se događaju u nepravilnim vremenskim razmacima. To su:

- promjene u postotku glasačkih prava
- stjecanje i otpuštanje vlastitih dionica
- promjene broja dionica s pravom glasa i/ili broja glasačkih prava iz tih dionica
- promjene u pravima izdanih vrijednosnih papira
- održavanje skupštine dioničara i imatelja dužničkih vrijednosnih papira
- povlaštene informacije.[9]

[9] S obzirom na povezanost povlaštenih informacija i dobrovoljnog izvještavanja, povlaštene informacije su dodatno objašnjene.

Uređeno tržište kapitala temelji se na povjerenju svih njegovih sudionika: ulagatelja, investicijskih društava, ostalih posrednika i izdavatelja. Nesmetano funkcioniranje tržišta kapitala i povjerenje javnosti u tržišta preduvjeti su za gospodarski rast i blagostanje. Zlouporaba tržišta šteti samom tržištu i narušava povjerenje javnosti. Stoga je važno spriječiti bilo kakav oblik zlouporabe tržišta.

Prema članku 455. ZTK-a povlaštena informacija je informacija precizne naravi koja nije bila javno dostupna i koja se posredno ili neposredno odnosi na jednog ili više izdavatelja financijskih instrumenata ili na jedan ili više financijskih instrumenata te koja bi, kada bi bila javno dostupna, vjerojatno imala značajan utjecaj na cijene tih financijskih instrumenata ili na cijene povezanih izvedenih financijskih instrumenata. Smatra se da takva vjerojatnost značajnog utjecaja postoji ako bi razumni ulagatelj vjerojatno uzeo u obzir takvu informaciju kao dio osnove za donošenje svojih investicijskih odluka.

Osobe koje raspolažu povlaštenim informacijama dijele se na tzv. primarne i tzv. sekundarne insajdere. Primarni insajderi su osobe koje raspolažu povlaštenom informacijom temeljem:

- svojeg članstva u administrativnim, upravnim i/ili nadzornim tijelima izdavatelja financijskog instrumenta
- svojeg udjela u kapitalu izdavatelja financijskog instrumenta
- pristupa informaciji kroz obavljanje posla, profesije ili dužnosti
- počinjenja kaznenog djela.

Sekundarni insajderi su osobe koje nisu primarni insajderi, a koje raspolažu povlaštenom informacijom, i koje znaju ili bi trebale znati da je riječ o povlaštenoj informaciji. Za svaku osobu koja ima povlaštenu informaciju zabranjeno je:

- koristiti povlaštenu informaciju pri stjecanju ili otpuštanju ili pokušaju stjecanja ili otpuštanja financijskih instrumenata na koje se povlaštena informacija odnosi
- otkazati ili izmijeniti nalog u vezi s financijskim instrumentom na koji se odnosi povlaštena informacija kad je nalog zadan prije nego što je dotična osoba posjedovala povlaštenu informaciju
- otkriti ili činiti dostupnom povlaštene informacije bilo kojoj drugoj osobi, osim u normalnom obavljanju posla, profesije ili dužnosti

- preporučiti ili poticati druge osobe na stjecanje ili otpuštanje financijskih instrumenata na koje se povlaštena informacija odnosi
- preporučiti ili poticati druge osobe na otkazivanje ili izmjenu naloga u vezi s financijskim instrumentom na koji se povlaštena informacija odnosi.

Izdavatelj financijskog instrumenta obvezan je što je prije moguće obavještavati javnost o povlaštenim informacijama koje se neposredno na njega odnose, vodeći računa o tome da informacija koja se objavljuje mora biti potpuna, istinita i sadržajno točna. Kao i sve informacije i izvještaje koje je obavezan objaviti, povlaštene informacije izdavatelj objavljuje javnosti putem medija, Službenog registra propisanih informacija (SRPI), internetskih stranica burze i vlastitih internetskih stranica. Službeni registar propisanih informacija vodi HANFA, tako da će izvještaji dostavljeni u SRPI biti dostupni javnosti na internetskim stranicama HANFA-e.

Kako HANFA dalje navodi, u skladu sa ZTK-om, izdavatelj može na vlastitu odgovornost odgoditi javno objavljivanje povlaštene informacije kako ne bi narušio svoje legitimne interese, pod uvjetom da ta odgoda ne dovodi javnost u zabludu i da izdavatelj može osigurati povjerljivost te informacije. U slučaju namjernog ili nenamjernog otkrivanja povlaštene informacije trećoj strani u redovitom obavljanju posla, profesije ili dužnosti, izdavatelj je obvezan istovremeno odnosno što je prije moguće tu povlaštenu informaciju objaviti javnosti, osim ako je osoba koja je primila informaciju vezana obvezom povjerljivosti.

2.1.3. Ostali zakonski akti

Od ostalih zakonskih akata koji reguliraju izvještavanje kotirajućih društava, važno je izdvojiti Zakon o računovodstvu (78/15, 134/15 i 120/16) te Međunarodne računovodstvene standarde (MRS) i Međunarodne standarde financijskog izvještavanja (MSFI).

Kako navodi članak 1. Zakona o računovodstvu, njime se uređuje računovodstvo poduzetnika, razvrstavanje poduzetnika i grupa poduzetnika, knjigovodstvene isprave i poslovne knjige, popis imovine i obveza, primjena standarda financijskog izvještavanja i tijelo za donošenje standarda financijskog izvještavanja, godišnji financijski izvještaji i konsolidacija godišnjih financijskih izvještaja, izvještaj o plaćanjima javnom sektoru, revizija godišnjih financijskih izvještaja i godišnjeg izvještaja, sadržaj godišnjeg izvještaja, javna objava godišnjih financijskih izvještaja i godišnjeg izvještaja, Registar godišnjih financijskih

izvještaja te obavljanje nadzora. Poglavlja Zakona o računovodstvu koja se odnose na izvještavanje su:

- poglavlje 7 financijski izvještaji: u poglavlju 7 se određuje sadržaj godišnjih financijskih izvještaja kao i revizija godišnjih financijskih izvještaja
- poglavlje 8 godišnji izvještaj: u poglavlju 8 se određuje sadržaj godišnjeg izvještaja i izvještaja poslovodstva, sadržaj izjave o primjeni kodeksa korporativnog upravljanja, opisuje obveza i način izrade konsolidiranih i nekonsolidiranih izvještaja
- poglavlje 9 izvještaj o plaćanjima javnom sektoru: u poglavlju 9 se određuje obveza i način izrade izvještaja o plaćanjima javnom sektoru
- poglavlje 10 javna objava: poglavlje 10 određuje obvezu i način javne objave izvještaja
- poglavlje 11 registar godišnjih financijskih izvještaja: poglavlje 11 određuje sadržaj, način vođenja i korištenja registra godišnjih financijskih izvještaja.

Međunarodni računovodstveni standardi (MRS) su dogovorena pravila o pripremanju, priznavanju i prikazivanju računovodstvenih stavki. S obzirom na to da države imaju neujednačen ekonomski razvoj i neujednačen razvoj tržišta kapitala, MRS-evi se kontinuirano mijenjaju, nadopunjavaju ili stavljaju van snage. Svrha MRS-eva je da se financijski izvještaji mogu usporediti na međunarodnoj razini. 2001. godine MRS-evi su nadopunjeni Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (MSFI). MSFI-jeve donosi Odbor za mađunarodne računovodstvene standarde (engl. *International Accounting Standards Board – IASB*). Ciljevi IASB-a su:

- razvijati, u javnom interesu, skup visokokvalitetnih, razumljivih i globalno primjenjivih računovodstvenih standarda koji zahtijevaju kvalitetne, transparentne i usporedive informacije u financijskim izvještajima i ostalim financijskim izvještavanjima kako bi se pomoglo sudionicima na svjetskim tržištima kapitala i drugim korisnicima pri donošenju poslovnih odluka
- unaprijediti korištenje i primjenu tih standarda
- aktivno surađivati s nacionalnim kreatorima standarda kako bi došlo do približavanja nacionalnih računovodstvenih standarda i MSFI-jeva.

Financijsko izvještavanje prema MSFI-jevima je regulirano Uredbom Europske komisije br. 1606/2002 prema kojoj, počevši od 1. siječnja 2005. godine, trgovačka društva (uz određena izuzeća) koja sastavljaju konsolidirane financijske izvještaje kao i trgovačka

društva čije vrijednosnice kotiraju na burzama trebaju sastavljati financijske izvještaje u skladu s navedenom uredbom. Nakon toga, u istu svrhu je donesena i Uredba Europske komisije br. 1126/2008.

U poglavlju 5, članak 16, stavak 2 Zakona o računovodstvu, određena je primjena MSFI-jeva u Hrvatskoj. Obveznici primjene su veliki poduzetnici te poduzetnici čije su vrijednosnice uvrštene ili se obavlja priprema za njihovo uvrštenje na burzu. Mali i srednji poduzetnici ne moraju ali mogu primjenjivati MSFI-jeve u cijelosti.

2.2. Standardi izvještavanja o održivosti poslovanja

U današnjem poslovnom okruženju sve su veća očekivanja da bi poslovna uspješnost i organizacija društava trebale biti usklađene sa suvremenim standardima, s osobitom pažnjom na zaštitu okoliša. Kako navode Rogošić i Bekavac (2015: 84), društva koja promiču društveno odgovorno poslovanje nastoje udovoljiti svim interesno-utjecajnim skupinama u svrhu održivog razvoja i opće dobrobiti ponašajući se kao korporativni građani. Izvještavanje o održivosti pomaže društvima u postavljanju ciljeva, mjerenju ostvarenih rezultata i uvođenju promjena koje vode prema boljim rezultatima. Izvještaj o održivosti pruža podatke o utjecaju na okoliš, društvo i ekonomiju, bilo da je utjecaj pozitivan ili negativan.[10] Pod pojmom izvještavanja o održivosti podrazumijeva se objava informacija koje se odnose na razvoj i uspješnost društva, kao i utjecaj njegova poslovanja na okoliš, kadrovska pitanja, poštovanje ljudskih prava, borbu protiv korupcije i mita itd. Iako se od malih i srednjih društava uglavnom ne traži objava izvještaja o održivosti, i oni od toga mogu imati koristi jer dobavljači, poslovni partneri i kupci dobara i usluga žele imati što više informacija. Velik broj izvještaja na ovu temu koncentrira se samo na objavu pozitivnih informacija. Tako se često piše o raznim aspektima poslovanja, a ništa od toga ne ukazuje ima li društvo strategiju i procese koji će dugoročno osigurati održivost poslovanja. S obzirom na to da je izvještavanje o održivom poslovanju i društvenoj odgovornosti u većini zemalja još uvijek na dobrovoljnoj osnovi, u cilju standardizacije i poboljšanja izvještavanja, postoje organizacije, u pravilu na međunarodnoj razini, koje su u tu svrhu objavile upute i inicijative.

[10] Ekonomska dimenzija održivosti odnosi se na utjecaje društva na ekonomske prilike njegovih dionika kao i na ekonomske sustave na lokalnoj, nacionalnoj i globalnoj razini. Ekonomska dimenzija održivosti ne fokusira se na financijsko stanje samog društva.

Postoji više uputa i inicijativa na međunarodnoj razini, koje postavljaju okvire i standarde za izradu nefinancijskih izvještaja. EMAS (Eco-Management and Audit Scheme) je sustav ekološkog upravljanja i neovisnog ocjenjivanja kojim se procjenjuje utjecaj na okoliš, način informiranja javnosti o trenutnom stanju kao i unaprjeđenje rada u skladu sa zaštitom okoliša. EMAS je dobrovoljna shema EU za društva koja se zalažu za procjenu, upravljanje i unaprjeđenje svoje okolišne učinkovitosti. Na taj način se osigurava da su svi utjecaji nekog društva na okoliš nadzirani i usklađeni sa zakonskom regulativom.

UN globalni sporazum (UN global compact) je inicijativa Ujedinjenih naroda koja povezuje poslovni sektor s agencijama UN-a, vladama i civilnim organizacijama. Inicijativa je aktivna u mnogim državama u svijetu tako da se može zaključiti da se radi o svjetskoj mreži društveno odgovornog poslovanja. Postoji deset načela globalnog sporazuma i odnose se na:

- ljudska prava (prvo i drugo načelo)
- radna prava (treće, četvrto, peto i šesto načelo)
- okoliš (sedmo, osmo i deveto načelo)
- suzbijanje korupcije (deseto načelo).

Međunarodna norma HRN ISO 26000:2010 također daje smjernice o društvenoj odgovornosti. Ova norma daje upute o načelima i prepoznavanju društvene odgovornosti, suradnji s dionicima, glavnim temama i pitanjima koja se odnose na društvenu odgovornost. Osim toga, objašnjava i načine integracije društveno odgovornog ponašanja u organizaciju. Norma HRN ISO 26000:2010 daje smjernice za sve vrste organizacija, privatnog ili javnog sektora i tako potiče primjenu prakse društvene odgovornosti. Polazi od pretpostavke da nisu svi dijelovi norme od jednake koristi svakoj organizaciji, ali obuhvaćene su sve glavne teme, tako da svaka organizacija može utvrditi što je za nju i njezine dionike bitno.

Smjernice za izvještavanje o održivosti G4 smatraju se najzastupljenijim alatom za izvještavanje o održivosti na svijetu. Izdala ih je Globalna inicijativa za izvještavanje (Global Reporting Initiative – GRI) u svrhu standardizacije izvještaja o održivosti. Uspostavljene su 2000. godine i od tada se stalno usavršavaju, tako da je sada važeća verzija G4. Radi se o međunarodno dogovorenim podacima i mjerilima koji omogućavaju da informacije sadržane u izvještajima o održivosti postanu dostupne i usporedive na globalnoj razini. Kako se navodi u uputama koje je izdao GRI (2013), smjernice G4 izrađene su putem opsežnog procesa koji uključuje velik broj izvjestitelja, korisnika izvještaja i stručne posrednike iz cijelog svijeta te

su kreirane kako bi se mogle univerzalno primijeniti na sve organizacije, velike i male, širom svijeta.

Prema uputama GRI-ja, izvještaj o održivosti treba uključiti sve subjekte koji ostvaruju znatne utjecaje u pogledu održivosti (stvarne i potencijalne) i/ili sve subjekte nad kojima organizacija ima nadzor ili znatan utjecaj s obzirom na financijske i poslovne politike i prakse. Ti se subjekti mogu obuhvatiti upotrebom pokazatelja poslovnog učinka, pokazatelja učinka upravljanja ili opisnih informacija. Subjekte nad kojima organizacija ima nadzor treba obuhvatiti pokazateljima poslovnog učinka, a subjekte nad kojima organizacija ima znatan utjecaj treba obuhvatiti podacima o pristupu upravljanju. Opisnim informacijama treba obuhvatiti subjekte nad kojima organizacija nema nadzor ili znatan utjecaj, ali koji su povezani s ključnim izazovima s kojima se organizacija susreće.

Načela izvještavanja su osnova za postizanje transparentnosti a dijele se u dvije grupe, načela za određivanje sadržaja izvještaja i načela za određivanje kvalitete izvještaja. Osim načela, smjernice za izvještavanje o održivosti G4 obuhvaćaju standardne podatke koji se dijele na dvije grupe: opći standardni podaci i specifični standardni podaci. Opći standardni podaci su: strategija i analiza (opći strateški pregled održivosti društva), organizacijski profil (podaci o društvu, sjedištu, proizvodima i uslugama itd.), identificirani materijalni aspekti i granice (pregled procesa koje je društvo koristilo prilikom određivanja sadržaja izvještaja), uključivanje dionika (pregled uključivanja interesnih skupina tijekom izvještajnog razdoblja), profil izvještaja (osnovne informacije o izvještaju i sadržaju), upravljanje (upravljačka struktura, ovlasti i učinci najvišeg tijela upravljanja, uloga najvišeg tijela upravljanja u izvještavanju o održivosti itd.), etika i integritet (pregled načela i standarda kao i unutarnjih i vanjskih mehanizama u svrhu etičkog i zakonitog ponašanja itd.). Specifični standardni podaci sadržavaju podatke o pristupu upravljanju i pokazatelje. Dijele se na tri kategorije: ekonomsku, okolišnu i društvenu. Društvena kategorija dijeli se na četiri potkategorije: radni odnosi i rad, ljudska prava, društvo i odgovornost za proizvod.

G4 smjernice koriste se do kraja 2017. godine kada na snagu stupaju GRI standardi. Cilj prelaza na GRI standarde je učiniti ih što jednostavnijim za korištenje. GRI standardi će zadržati osnovne koncepte i zaključke G4, ali s fleksibilnijom strukturom, većom slobodom interpretacije i omogućit će dublju analizu održivosti poslovanja.

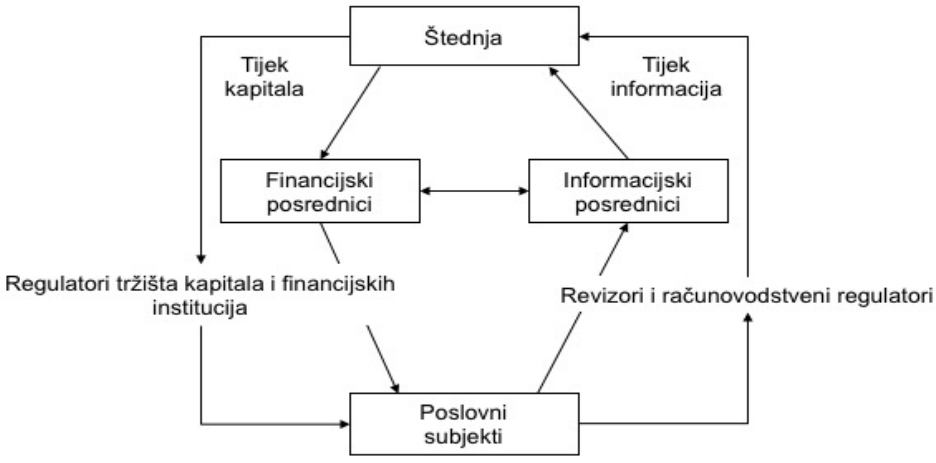
Smjernice GRI-ja usklađene su s načelima UN globalnog sporazuma, sa smjernicama OECD-a za multinacionalna poduzeća, s glavnim načelima UN-a o poslovanju i ljudskim pravima kao i s preporučenim okvirima nefinancijskog izvještavanja EU.

2.3. Pojam i značaj dobrovoljnog izvještavanja

Osnovna podjela korporativnih informacija je podjela na financijske i nefinancijske informacije. Objavu financijskih informacija djelomično reguliraju regulatori tržišta kapitala, tako da su društva obavezna objavljivati svoje godišnje, polugodišnje i tromjesečne financijske izvještaje. Uz financijske izvještaje, društva su obavezna objaviti i izvještaj poslovodstva. Međutim, veći dio informacija o poslovanju, osobito nefinancijskih, nije obavezno objaviti, tako da objava ovisi o odluci menadžmenta.

Na Slici 2 je prikazan financijski i informacijski tijek u financiranju poslovnih subjekata. Lijeva strana prikazuje tijek kapitala do poslovnih subjekata. Kapital do poslovnih subjekata može doći na dva načina – direktno i indirektno. Direktno je ulaganjem na tržištu kapitala, a indirektno je putem posrednika kao što su banke, investicijski fondovi, osiguravajuća društva itd. Na desnoj strani slike prikazan je tijek informacija od poslovnih subjekata do vlasnika kapitala. Tijek informacija se, kao i tijek kapitala, može odvijati na dva načina: direktno i indirektno. Direktno je u slučaju da poslovni subjekti komuniciraju s vlasnicima kapitala putem medija i objavom financijskih izvještaja. Indirektno je preko posrednika, kao što su financijski analitičari (Healy i Palepu 2001: 408).

Slika 2: Financijski i informacijski tijek u financiranju poslovnih subjekata



Izvor: preuzeto i prilagođeno od Healy i Palepu (2001: 408)

Bez odgovarajućih informacija o poslovanju nekog društva, postojeći i potencijalni investitori, kao i ostali korisnici informacija ne mogu pravilno ocijeniti sve mogućnosti i sve rizike koji im predstoje u slučaju prodaje ili kupnje vrijednosnica tog društva ili u slučaju poslovanja s njim. Da bi sveli rizik na prihvatljivu mjeru, potrebne su im razne informacije o poslovanju društva, o ekonomiji te države i industriji kojom se društvo bavi.

Porast potrebe za standardizacijom informacija o poslovanju intenzivira se 90-ih godina prošlog stoljeća, kada je AICPA (American Institute of Certified Public Accountants) 1991. godine oformila komisiju koja je istražila izvještavanje o poslovanju (korporativno izvještavanje) s obzirom na potrebe korisnika informacija. U svojem izvještaju iz 1994. godine komisija je dala preporuke kao unaprijediti izvještavanje[11] te preporučuje standardizaciju izvještaja o poslovanju jer (AICPA 1994: 2):

- potiče zajedničko razumijevanje termina i načina izvještavanja i tako olakšava pregovore o sadržaju izvještaja o poslovanju između korisnika i društava koja objavljuju izvještaje
- potiče neutralno i nepristrano izvještavanje
- unapređuje mogućnost usporedbe između društava
- omogućuje reviziju objavljenih informacija
- olakšava pristup informacijama na način da se informacije objavljuju prema određenim uvjetima.

Postoji više grupa korisnika objavljenih informacija. Prema AICPA (1994: 6), to su:

- investitori: izvještaji o poslovanju pomažu im prilikom donošenja odluka o investicijama
- kreditori: izvještaji o poslovanju pomažu im prilikom odobravanja kredita
- uprava: izvještaji o poslovanju pomažu im u upravljanju društvom
- zaposlenici: izvještaji o poslovanju pomažu im razumjeti politiku plaća i mogućnosti društva
- konkurencija: izvještaji o poslovanju pomažu im pravilno ocijeniti prednosti i slabosti u poslovnoj strategiji

[11] Predmetni izvještaj često se naziva Jenkins Committee Report zato što je predsjedavajući komisije bio Edmund Jenkins.

- regulatori tržišta kapitala: izvještaji o poslovanju pomažu im ocijeniti poštovanje važećih pravila i zakona
- znanstvenici: izvještaji o poslovanju osiguravaju im podatke za istraživanja
- mediji: izvještaji o poslovanju osiguravaju im podatke za članke
- korisnici zainteresirani za socijalni aspekt: izvještaji o poslovanju omogućavaju im uvid u socijalnu politiku društva.

2.3.1. Pojmovno određenje kvalitete dobrovoljnog izvještavanja

U ovom doktorskom radu, pojam kvalitete dobrovoljnog izvještavanja označava razinu transparentnosti, odnosno količinu dobrovoljno objavljenih poslovnih informacija koje pomažu korisnicima tih informacija u donošenju ispravne prosudbe o povijesti društva, sadašnjem stanju kao i o budućim poslovnim rezultatima. Pri tome se dobrovoljno objavljenom poslovnom informacijom smatra svaka informacija koja je objavljena u godišnjem izvještaju bez da je njezina objava zahtijevana nekim propisom ili zakonskim aktom.

U nastavku je dan kratak pregled različitih definicija kvalitete dobrovoljnog izvještavanja koje su poslužile kao osnova za pojmovno određenje kvalitete dobrovoljnog izvještavanja predmetnog istraživanja.

Hopkins (1996) je definirao kvalitetu izvještavanja kao lakoću kojom investitori čitaju i interpretiraju informacije. Diamond i Verrecchia (1991) kvalitetu izvještavanja definiraju kao preciznost kojom investitori predviđaju vrijednost vrijednosnica nakon što je izvještaj objavljen. Prema Botosan (2004), visokokvalitetna informacija je ona koja je korisna korisnicima informacija u svrhu donošenja poslovnih odluka. Brown i Hillegeist (2007) navode da su kvalitetne informacije onih društava koje osiguravaju da investitori imaju opseg informacija neophodan za donošenje ispravnih prosudbi. Kvalitetne poslovne informacije osiguravaju elastičniju potražnju i intenzivnije natjecanje cijenama (Dranove i Zhe Jin 2010: 15). Izraz „kvaliteta financijskih izvještaja“, prema Beattie et al. (2004: 20), u računovodstvenom izvještavanju može se definirati na razne načine, ovisno o tome koja su područja, tj. varijable interesa.

Nadalje, Beretta i Bozzolan navode da razni autori imaju razne definicije kvalitete izvještavanja, ovisno o onome što gledaju (dioničari, klijenti, dobavljači itd.). Prema njihovu

poimanju, visokokvalitetno izvještavanje pozitivno je povezano s preciznošću i negativno povezano s disperzijom rezultata predviđanja budućih dobiti, koja izrađuju analitičari (Beretta i Bozzolan 2008: 1). Prema istim autorima, visokokvalitetne informacije korisne su vanjskim korisnicima prilikom prosudbe poslovanja društva u prošlosti i u budućnosti.

Scott (2009: 65) naglašava da se visoko informativni izvještaji nazivaju transparentnim, preciznim ili visokokvalitetnim zato što investitorima daju puno korisnih informacija. Isti autor koristi izraz „kvaliteta izvještavanja" kad govori da financijski analitičari rangiraju kvalitetu izvještavanja, kao i kad opisuje radove koji su se bavili odnosom kvalitete izvještavanja i troškova kapitala, razlike u cijeni ponude i potražnje (engl. *bid – ask spread*) itd. (Scott 2009: 451). Osim navedenog autora, izraz „kvaliteta izvještavanja" koriste i drugi autori kao npr. Healy et al. (1999), Welker (1995), Sengupta (1998) itd. Isto tako, neki autori u SAD-u u svojim empirijskim istraživanjima koriste već gotove „ocjene" kvalitete izvještavanja (Imhoff 1992., Lang i Lundholm 1993. i 1996., Welker 1995., Botosan 1997., Sengupta 1998., Healy et al. 1999., Bushee i Noe 2000., Botosan i Plumlee 2002., Gelb i Zarowin 2002., Lundholm i Myers 2002., Byard i Shaw 2003. itd.). Naime, zbog važnosti informacija za tržište kapitala, u SAD-u, državi s najrazvijenijim tržištem kapitala na svijetu, postojala je institucija koja se bavila ocjenom kvalitete izvještavanja. AIMR – Association of Investment and Research (od 2004. naziv promijenjen u CFA Institute – Chartered Financial Analysts Institute) imao je odjel CIC – Corporate Information Committee (Healy et al. 1999: 490). CIC je izdavao godišnje izvještaje u kojima su društva rangirana prema kvaliteti izvještavanja. Ona društva čiji su izvještaji sadržavali najviše informacija, kao i ona koja su na tom području najviše napredovala, dobivala su nagrade za izvrsnost (Sengupta 1998: 462). S obzirom na broj društava koja kotiraju na burzama u SAD-u, kao i specifičnosti različitih vrsta djelatnosti, svaka vrsta djelatnosti ocjenjivala se posebno. Svaku vrstu djelatnosti ocjenjivalo je 13 analitičara, specijalista za to područje. Princip rada je kao i kod drugih analitičara koji se bave analizom sadržaja poslovnih izvještaja – ocjena se izvodi putem upitnika (Healy et al. 1999: 490).

S obzirom na važnost kvalitete dobrovoljnih informacija, tom problematikom bavile su se i specijalizirane institucije. Tako je najveće svjetsko udruženje računovođa, American Institute of Certified Public Accountants (AICPA), 1994. godine izdalo izvještaj sa smjernicama u svrhu poboljšanja kvalitete i učinkovitosti izvještavanja (AICPA 1994). U ovom izvještaju, društva su upućena u svojim izvještajima obratiti pozornost na sljedećih pet kategorija:

- financijski i nefinancijski podaci
- menadžerske analize financijskih i nefinancijskih podataka
- projekcije budućeg poslovanja
- informacije o menadžerima i interesnim skupinama
- povijest društva.

International Accounting Standard Board (IASB) i Steering Committee (sponzoriran od Financial Accounting Standard Board – FASB) također su dali naputke o kvaliteti izvještavanja. Tako IASB (prema Beretta i Bozzolan 2008) ističe da su kvalitativne karakteristike izvještaja razumljivost, značaj, pouzdanost i usporedivost. U svojem radu na temu dobrovoljnog izvještavanja, Steering Committee (2001: 13) preporučuje:

- identificirati dijelove poslovanja koji su posebno važni za poslovni uspjeh društva – to su kritični čimbenici uspjeha za društvo
- identificirati strategije menadžmenta i planove za upravljanje kritičnim čimbenicima uspjeha u prošlosti i budućnosti
- identificirati metriku koju koristi menadžment u svrhu mjerenja i upravljanja njihovim strategijama i planovima
- razmotriti utječu li dobrovoljno izvještavanje društva o budućim strategijama i planovima kao i objašnjenje metrike negativno na položaj društva odnosno je li dobrovoljnim izvještavanjem ugrožena prednost društva na tržištu
- ako je izvještavanje prikladno, odrediti kako najbolje prezentirati informacije. Metrika treba biti objašnjena, i mora biti dosljedno korištena iz perioda u period da bi se postigao kontinuitet.

Canadian institute of chartered accountants (CICA) također je izdao smjernice za izvještavanje (prema Beretta i Bozzolan 2008):

- vizija društva (osnovno poslovanje i dugoročna poslovna strategija)
- kritični čimbenici poslovanja
- mogućnosti i resursi za ostvarenje željenih rezultata
- očekivani rezultati, povezani rizici i mogućnosti trebaju biti uključeni u godišnje izvještaje.

2.3.2. Područja dobrovoljnog izvještavanja

S obzirom na to da nije zakonski propisano, nema formalne podjele na što se dobrovoljno objavljene informacije trebaju odnositi. Međutim, prema uobičajenoj poslovnoj praksi, dobrovoljno izvještavanje najčešće obuhvaća sljedeća područja / kategorije: opći podaci o poslovanju, menadžerske analize poslovanja, projekcije i planovi poslovanja, nefinancijski i statistički podaci, povijesni podaci itd.

Opći podaci o poslovanju detaljnije objašnjavaju poslovanje društva. U nastavku su navedeni najčešći dobrovoljno objavljivani opći podaci o poslovanju (Steering Committee Report 2001):

- poteškoće koje se odnose na djelatnost kojom se društvo bavi
- podjela na organizacijske jedinice i njihov opis
- glavni konkurenti
- proizvodi i usluge koje društvo proizvodi i nudi
- rast ili pad mjesečnih narudžbi podijeljeno po proizvodima i uslugama
- informacije o razvoju novih proizvoda i proizvodnih linija
- promjene u plasmanu proizvoda s obzirom na kupce
- dugoročni ugovori s važnim kupcima
- iskorištenost kapaciteta u odnosu na vršno opterećenje linija, usporedba s prethodnim razdobljem
- dobit po zaposleniku
- suradnja s drugim proizvođačima, zajednička ulaganja na domaćem i stranom tržištu
- opis ugovora o radu i eventualnoga kolektivnog ugovora
- broj stalnih i sezonskih zaposlenika s osvrtom na stupanj obrazovanja i godine iskustva u struci
- usporedba dobiti po dionici kroz godine s grafičkim prikazom
- usporedba povrata na kapital s drugim društvima iste djelatnosti.

Menadžerske analize su, prema Knutsonu (1993), osim financijskih izvještaja najkorisniji dio godišnjeg izvještaja. Menadžerske analize u dijelu dobrovoljnog izvještavanja u pravilu obuhvaćaju detalje koji nisu navedeni u izvještaju poslovodstva. Prilikom iznošenja informacija, obraća se pažnja na to da se društvu ne nanese šteta iznošenjem informacija koje su poslovna tajna, ili preuranjenom najavom poslovnih događaja. Važan dio menadžerskih

analiza su postojeći i mogući rizici kojima je društvo izloženo kao i rizici kojima bi društvo moglo biti izloženo. U nastavku su navedeni neki primjeri dobrovoljno objavljenih menadžerskih analiza (Steering Committee Report 2001):

- promjene u strukturi prodaje
- promjene u direktnim troškovima
- opis administrativnih troškova
- udio na tržištu, rast ili pad udjela na tržištu, analiza glavnih regija i država s kojima se posluje
- postotak tržišta koji pokriva društvo i usporedba s konkurencijom
- analize volumena proizvodnje (ili izvršenih usluga), prodajnih cijena i troškova proizvodnje po pojedinom proizvodu
- simulacija prihoda i rashoda u slučaju promjene cijena energenata ili sirovina
- analiza kretanja cijena sirovina
- ciljevi društva po pitanju prihoda (postotak dobiti po vrsti proizvoda i sl.) s analizom za prethodna razdoblja (minimalno tri godine)
- utjecaj nove tehnologije na proizvodnju
- objašnjenje izvršenih investicija
- objašnjenje rasta ili pada prihoda i usporedba s konkurencijom
- objašnjenje gotovinskog tijeka i usporedba s konkurencijom
- analiza rizika u poslovanju
- analiza izvanrednih situacija na tržištima, ako ih je bilo
- odvojena analiza poslovnih događaja koji su rezultirali izvanrednim prihodima ili rashodima.

Dobrovoljno objavljene projekcije i planovi poslovanja izuzetno su važni za postojeće i buduće investitore. Investitori uglavnom znaju protumačiti objavljene financijske izvještaje, ali da bi ih se potaklo na investiranje, potrebno im je dati dodatne informacije o planovima poslovanja, pri čemu je poželjno navesti poveznice s rezultatima iz prošlosti i sadašnjosti. U nastavku su navedeni primjeri o tome što sadržavaju dobrovoljno objavljene projekcije i planovi (Steering Committee Report 2001):

- plan prodaje po regijama i državama
- analiza proizvoda s posebnim naglaskom na one kojima ističe patent (ako ih ima)
- analiza mogućnosti rasta s obzirom na glavne kategorije kupaca

- plan za širenje na nova tržišta
- planirani prihodi i rashodi, objašnjenje smanjenja troškova po jedinici proizvoda
- projekcija gotovinskog tijeka
- planirana dobit
- planirani rast društva (za najmanje tri, a poželjno pet godina).

Nefinancijski i statistički podaci također daju važne informacije o društvu i njegovim mogućnostima. Kad se govori o menadžmentu i vlasnicima, objavljuju se imena odgovornih osoba i deset najvećih dioničara s pripadajućim brojem dionica. Međutim, poželjno je dodatno objaviti informacije kao što su stručna sprema i iskustvo uprave i višeg menadžmenta, dužnosti koje obnašaju u društvu, njihove plaće i bonuse. Za analitičare su važni i podaci kao što su broj zaposlenika, prosječna plaća po zaposleniku itd. Osim toga, poželjno je opisati zaštitu na radu i broj eventualnih nesretnih slučajeva na radu. Nefinancijski i statistički podaci obuhvaćaju i informacije kao što su npr. broj prodanih jedinica po vrstama proizvoda, prosječan broj dana boravka gostiju u hotelu, prosječan broj gostiju po izdanoj hotelskoj sobi itd. U ovu grupu spadaju i podaci o društvenoj odgovornosti. Osim objašnjenja koju korist ima zajednica od određenog društva, sve su važniji podaci o zaštiti okoliša. Takvi su podaci zanimljivi jer su zakonske norme sve strožije. Tu se iznose podaci o dugoročnom utjecaju nekog objekta ili poslovnog procesa na okoliš, objašnjavaju se nove mogućnosti o boljoj zaštiti okoliša itd.

Kategorija povijesnih podataka omogućava bliže upoznavanje zainteresiranih dionika s društvom i neke analize kao npr. analizu trenda. Pomoću njih može se procijeniti smjer u kojem društvo ide. Povijesni podaci o društvu najčešće obuhvaćaju:

- povijest društva (godinu osnivanja, kojim se sve djelatnostima bavilo, spajanja, pripajanja, preuzimanja itd.)
- razvoj vrste djelatnosti kojom se društvo bavi
- opis dugoročne strategije razvoja društva.

Osim spomenutih kategorija dobrovoljnog izvještavanja društvo treba objaviti sve one informacije koje različitim dionicima omogućavaju što detaljniji uvid u poslovanje, odnosno:

- omogućiti im procjenu svih aspekata poslovanja društva, s posebnim naglaskom na uspješnost poslovanja
- omogućiti im procjenu menadžerskih strategija i planova, osobito kritičnih točaka

- jasno odrediti način na koji se iskazuju određeni podaci
- naglasiti specifičnosti društva u odnosu na konkurenciju.

2.3.3. Pregled dosadašnjih istraživanja

Korporativno izvještavanje istražuje se od 60-ih godina prošlog stoljeća. Cerf (1961) je istražio čimbenike koji utječu na izvještavanje u godišnjim izvještajima. Na uzorku od 527 kotirajućih i nekotirajućih društava istražio je utjecaj profitabilnosti, veličine imovine, broja dioničara, vrste djelatnosti, načina financiranja, stabilnosti rasta dobiti i dividendi, konkurencije i karakteristika menadžmenta na izvještavanje. Kvalitetu izvještavanja ocijenio je vaganim indeksom. Dobiveni rezultati pokazali su da na izvještavanje utječu veličina imovine, profitabilnost i broj dioničara. Kao glavni čimbenik utjecaja istaknuo je veličinu imovine. Cerf je utvrdio i propuste u izvještavanju koji se odnose na amortizaciju i porez. Iako svi čimbenici nisu testirani statističkim metodama, a i sama upotreba statističkih metoda je imala propusta, njegov je rad privukao pozornost znanstvenika koji su nastavili istraživati korporativno izvještavanje. Od ranih istraživanja, mogu se istaknuti istraživanja koja su proveli Singhvi i Desai (1971) te Buzby (1975). Singhvi i Desai (1971) ispitali su na uzorku od 100 kotirajućih i 55 nekotirajućih društava utjecaj veličine imovine, broja dioničara, kotacije na burzi, vrste revizora i profitabilnosti na izvještavanje. Jednako kao i Cerf (1961), koristili su vagani indeks. Rezultati koje su dobili ukazuju da na izvještavanje utječu kotacija na burzi, veličina imovine, vrsta revizora i profitabilnost, a kao glavni čimbenik utjecaja istaknuli su kotaciju na burzi. Svi čimbenici ispitani su statističkim metodama, a za razliku od Cerfa (1961), ispitana je i statistička značajnost. Buzby (1975) je ispitao utjecaj dvaju čimbenika, veličine imovine i kotacije na izvještavanje. Koristio je vagani indeks kvalitete izvještavanja, a pondere za indeks dobio je uz konzultacije s financijskim analitičarima. U uzorak je izdvojeno 88 društava – 44 kotirajuća i 44 nekotirajuća društva. Dobiveni rezultati pokazali su da na izvještavanje utječe veličina, ali ne utječe kotiranje na burzi.

U najvećem dijelu istraživanja ovakve vrste, istražuje se utjecaj karakteristika društava na kvalitetu izvještavanja. Najčešće karakteristike društava koje se uzimaju u obzir prilikom istraživanja jesu veličina društva, profitabilnost, likvidnost, zaduženost, vrsta revizora, godine postojanja društva, godine kotiranja na burzi itd. Osim karakteristika, istražuju se i koristi koje društva imaju od izvještavanja, kao što je zaduženje po povoljnijim uvjetima, povećana likvidnost vrijednosnica na burzi, povećan interes investitora i sl.

Prilikom ocjene kvalitete izvještavanja, pozornost se obraća na količinu objavljenih informacija kao i na sadržaj. Buzby (1975) koristi izraz adekvatnost, Wallace i Naser (1995) koriste izraz sadržajnost, a često se koriste i izrazi informativnost, pravovremenost informacija i sl. S obzirom na to da se prilikom ovakve vrste istraživanja analizira odnos raznih čimbenika i kvalitete izvještavanja, kvalitetu izvještavanja najpogodnije je ocijeniti indeksom. U istraživanjima se koriste dvije vrste indeksa – nevagani i vagani. Nevagani indeksi svim informacijama daju istu važnost, dok vagani neke informacije drže važnijim od drugih. Pondere vaganim indeksima daju znanstvenici koji provode istraživanje, a u nekim se slučajevima koriste ocjene korisnika izvještaja kao što su analitičari investicijskih fondova, bankovni analitičari i sl. Neki su znanstvenici koristili i gotove ocjene kvalitete izvještaja koje pripremaju specijalizirane institucije.

Prva istraživanja provedena su u zemljama s razvijenim tržištem kapitala. Zbog specifičnosti institucionalnog i ekonomskog uređenja svake države, najveći broj istraživanja takve vrste proveden je na uzorku prostorno određenom na samo jednu državu. Istraživanja su rađena neovisno o tome radi li se o državama koje spadaju u makroorijentirane računovodstvene sustave s nerazvijenim tržištem kapitala (gdje spada i Hrvatska) ili spadaju u mikroorijentirane računovodstvene sustave s razvijenim tržištem kapitala (klasifikacija prema Nobes, 1983).[12]

2.3.3.1. Istraživanja provedena u zemljama s razvijenim tržištem kapitala

U zemljama s razvijenim tržištem kapitala postoji veliki broj istraživanja na temu kvalitete dobrovoljnog istraživanja kao i čimbenika koji na nju utječu. U nastavku je dan pregled dijela tih istraživanja s osvrtom na dobivene razultate.

[12] Nobes (1983) je razvio klasifikaciju računovodstvenih sustava prema kojoj se računovodstvena praksa može podijeliti u dvije različite skupine (vrste): makroorijentirani i mikroorijentirani računovodstveni sustavi, a zatim je svaka skupina podijeljena u dva podrazreda. Makroorijentirani računovodstveni sustavi dijele se na sustave zasnovane na utjecaju državne vlasti na ekonomiju i na sustave koji se zasnivaju na zakonima i porezima. Mikroorijentirani računovodstveni sustavi dijele se na sustave koji se zasnivaju na teoriji poslovne ekonomije i na sustave koji se zasnivaju na poslovnoj praksi. Kod makroorijentiranih sustava računovodstvo je usmjereno prema potrebama društva kao cjeline dok kod mikroorijentiranih računovodstvenih sustava računovodstvo služi prvenstveno udovoljavanju potreba poslovnih subjekata i dioničara (Nobes 1983).

- Singhvi i Desai (1971), SAD, istražili su kvalitetu financijskog izvještavanja u SAD-u i utvrdili da na kvalitetu izvještavanja utječu veličina društva, profitabilnost, vrsta revizora i kotacija na burzi.
- Buzby (1975), SAD, jedan od prvih radova koji su istraživali dobrovoljno izvještavanje. Dobiveni rezultati pokazali su da postoji pozitivna povezanost veličine društva i izvještavanja, a kotirajući status društva, odnosno kotira li društvo na burzi ili ne, nema utjecaja na izvještavanje.
- Firth (1979), Ujedinjeno Kraljevstvo, istražio je utjecaj triju čimbenika: veličine društva, kotacije na burzi i vrste revizora na dobrovoljno izvještavanje. Rezultati istraživanja pokazali su da na dobrovoljno izvještavanje utječu veličina društva i kotacija na burzi.
- McNelly et al. (1982), Novi Zeland, istražili su čimbenike koji utječu na kvalitetu izvještavanja na Novom Zelandu i utvrdili da veličina društva pozitivno utječe na izvještavanje.
- Verrecchia (1983), SAD, istražio je razloge zašto menadžeri nekad ne objavljuju informacije i utvrdio je da neobjavljivanje informacija korisnici shvaćaju kao loše vijesti i tako se snižava vrijednost društva. Preporuka menadžerima je bolje objaviti što znaju.
- Cooke (1989), Švedska, istražio je dobrovoljno izvještavanje u Švedskoj i čimbenike koji na njega utječu. Dobiveni rezultati pokazuju da pozitivan utjecaj na dobrovoljno izvještavanje imaju veličina društva, broj dioničara, visina prihoda kao i da postoji razlika u izvještavanju između vrsta djelatnosti. Trgovina je istaknuta kao djelatnost koja objavljuje najkvalitetnije izvještaje.
- Meek i Gray (1989), Engleska, istražili su ispunjavaju li društva iz Europe koja kotiraju na londonskoj burzi zahtjeve za izvještavanjem. Utvrdili su da ispunjavaju i ističu da su zahtjevi londonske burze za izvještavanjem relativno mali u odnosu na zahtjeve investitora. Naime, da bi došli do sredstava za financiranje poslovanja, društva moraju udovoljiti zahtjevima investitora za informacijama o poslovanju.
- Gray et al. (1990), Ujedinjeno Kraljevstvo i SAD, istražili su koji troškovi odnosno koji problemi zabrinjavaju multinacionalna društva iz Ujedinjenog Kraljevstva i SAD-a prilikom dobrovoljnog izvještavanja. Rezultati istraživanja pokazali su da je najveća briga zbog mogućega gubitka položaja na tržištu, a nakon toga slijede troškovi prikupljanja i obrade podataka kao i troškovi revizije.

- Lev i Penman (1990), SAD, istraživali su predviđanje budućih poslovnih rezultata i utvrdili da menadžeri dobre vijesti koriste kao signal tržištu i na takav način podižu vrijednost vrijednosnica.
- Diamond i Verrechia (1991), SAD, proveli su istraživanje kojim su željeli dokazati da povećana objava informacija smanjuje informacijsku asimetriju, smanjuje troškove kapitala i to na način da raste interes velikih investitora. Porast interesa velikih investitora, osim smanjenja troškova kapitala, dovodi i do povećanja likvidnosti izdanih vrijednosnica. Rezultati istraživanja pokazuju i da velika društva objavljuju više informacija jer imaju više koristi. Ako je informacijska asimetrija velika, njezino smanjenje povećava cijenu vrijednosnica.
- Cooke (1992), Japan, istražio je utjecaj veličine društva, kotacije na burzi i vrste djelatnosti na izvještavanje u godišnjim izvještajima u Japanu. Dobiveni rezultati pokazuju da veličina društva i kotacija na burzi imaju pozitivan utjecaj na izvještavanje u godišnjim izvještajima. Osim toga, utvrđena je i razlika u izvještavanju između vrsta djelatnosti. Proizvodnja je istaknuta kao djelatnost s najkvalitetnijim izvještavanjem.
- Craswel i Taylor (1992) istražili su izvještavanje naftnih i plinskih društava u Australiji. Istaknuli su pozitivan utjecaj vrste revizora (Velika šestorka) i broja dioničara na izvještavanje.
- Imhoff (1992), SAD, istražio je kvalitetu računovodstvenih podataka koje društva objavljuju i utvrdio da je kvaliteta računovodstvenih podataka povezana s ostvarenom dobiti.
- Cooke (1993), Japan, istražio je razliku u izvještavanju između društava koja kotiraju na burzi u Tokiju, društava koja osim na tokijskoj kotiraju i na drugim burzama kao i onih društava koja ne kotiraju na burzi. Rezultati provedenog istraživanja pokazuju da najkvalitetnije izvještavaju društva koja kotiraju na više burzi.
- Lang i Lundholm (1993), SAD, prilikom istraživanja kvalitete izvještavanja, za ocjenu kvalitete izvještavanja koristili su FAF Reports odnosno ocjenu Financial Analysts Federation Corporate Information Committee. Utvrdili su da veća društva, društva koja isplaćuju veću dividendu kao i ona koja izdaju vrijednosnice kvalitetnije izvještavaju o svojem poslovanju.
- Wallace et al. (1994), Španjolska, istražili su izvještavanje u Španjolskoj i utvrdili da na količinu informacija objavljenih u godišnjim izvještajima pozitivno utječu veličina društva i kotacija na burzi, a likvidnost utječe negativno.

- Raffournier (1995), Švicarska, istražio je čimbenike koji utječu na dobrovoljno izvještavanje u Švicarskoj i utvrdio da velika društva, kao i društva koja posluju u više država imaju kvalitetnije godišnje izvještaje.
- Wallace i Naser (1995), Hong Kong, istražili su izvještavanje društava koja kotiraju na burzi u Hong Kongu i utvrdili da na izvještavanje pozitivno utječu veličina društva i vrsta djelatnosti, a dobit utječe negativno.
- Welker (1995), SAD, istražio je odnos informacijske asimetrije i likvidnosti vrijednosnica na tržištu kapitala. Dobiveni rezultati pokazuju da povećanje izvještavanja smanjuje informacijsku asimetriju i povećava likvidnost vrijednosnica na tržištu kapitala. Osim toga, autor je utvrdio da povećano izvještavanje negativno utječe na razliku između ponuđene i tražene cijene vrijednosnica (engl. *bid – ask spread*).
- Lang i Lundholm (1996), SAD, istražili su kvalitetu istraživanja iz aspekta analitičara i utvrdili da društva koja kvalitetnije izvještavaju imaju više potencijalnih investitora, što vodi smanjenju troška kapitala.
- Botosan (1997), SAD, istražila je odnos izvještavanja i troška kapitala. Utvrdila je za društva koja analitičari osobito ne prate da povećano izvještavanje dovodi do smanjenja troška kapitala, dok za društva koja analitičari redovno prate nema povezanosti između izvještavanja i troška kapitala.
- Inchausti (1997), Španjolska, istražila je izvještavanje u Španjolskoj i utvrdila da na kvalitetu izvještavanja utječu veličina društva, vrsta revizora i kotacija na burzi.
- Sengupta (1998), SAD, istražio je odnos kvalitete izvještavanja i troškova financiranja. Utvrdio je da društva s kvalitetnijim izvještavanjem plaćaju manje kamate. Osim toga, autor naglašava da je izvještavanje važnije što je tržište nesigurnije.
- Entwistle (1999), Kanada, istražio je izvještavanje o ulaganju u istraživanje i razvoj za društva koja se bave visokom tehnologijom, a kotiraju na burzi u Torontu. Rezultati pokazuju da postoji razlika u izvještavanju s obzirom na vrstu djelatnosti. Kao djelatnost u kojoj se najviše izvještava istaknuta je biotehnologija. Na izvještavanje pozitivno utječe i kotacija na burzi, dok veličina društva nema utjecaja na izvještavanje.
- Healy et al. (1999), SAD, istražili su koristi koje donosi povećano dobrovoljno izvještavanje. Dobiveni rezultati pokazuju da je povećano dobrovoljno izvještavanje dovelo do povećanja dividendi, povećanja institucionalnog vlasništva, povećanja zainteresiranih analitičara kao i do povećanja likvidnosti dionica.

- Bushee i Noe (2000), SAD, istražili su utječe li kvaliteta izvještavanja na strukturu vlasništva i utvrdili su da društva s kvalitetnijim izvještavanjem imaju veći postotak institucionalnih vlasnika.
- Depoers (2000), Francuska, istražila je dobrovoljno izvještavanje u Francuskoj. Rezultati istraživanja pokazuju da na dobrovoljno izvještavanje utječu veličina društva i međunarodna aktivnost (poslovanje na inozemnim tržištima).
- Leuz i Verrecchia (2000), Njemačka, istražili su njemačka društva koja su, umjesto njemačkih, počela koristiti Međunarodne računovodstvene standarde odnosno američke GAAP standarde. Utvrdili su da im se smanjila kamata na zaduženje i da im se povećala likvidnost vrijednosnica.
- Healy i Palepu (2001), SAD, s obzirom na važnost izvještavanja zbog informiranja investitora, istražili su utjecaj napretka tehnologije, revizora i analitičara, kao i globalizacije na izvještavanje o poslovanju. Autori navode da napredak tehnologije, osobito interneta, kao i globalizacija, pridonose napretku u praksi izvještavanja. Za revizore i analitičare navode da sve više dovode u pitanje svoj kredibilitet s obzirom na to da se mnogi revizori bave konzultantskim poslovima, a mnogi analitičari postaju savjetnici društava koja analiziraju.[13]
- Bujaki i McConomy (2002), Kanada, istražili su izvještavanje na uzorku društava koja kotiraju na burzi u Torontu i utvrdili da izvještavanje ovisi o strateškim ciljevima menadžmenta.
- Camfferman i Cooke (2002), UK i Nizozemska, istražili su izvještavanje za društva iz Ujedinjenog Kraljevstva i Nizozemske. Dobiveni rezultati pokazuju da društva iz Ujedinjenog Kraljevstva objavljuju sadržajnije izvještaje. Takav rezultat autori objašnjavaju jačom zakonskom regulativom u Ujedinjenom Kraljevstvu. Osim toga, u obje države veličina društava ima utjecaj na izvještavanje.
- Chau i Gray (2002), Hong Kong i Singapur, istražili su povezanost dobrovoljnog izvještavanja i vlasničke strukture za društva koja kotiraju na burzama u Hong Kongu i Singapuru. Rezultati koje su dobili ukazuju na to da je strano vlasništvo pozitivno povezano s dobrovoljnim izvještavanjem. Osim toga, utvrdili su da društva koja kontroliraju obitelji izvještavaju manje od ostalih. Tu su karakteristiku naveli kao specifičnost Hong Konga i Singapura.

[13] Za ovo istraživanje važno je naglasiti da je provedeno prije afere Enron odnosno prije propasti jednog od pet velikih revizorskih društava, Arthur Andersena.

- Ferguson et al. (2002), Hong Kong, istražili su razliku u izvještavanju između društava koja su u državnom vlasništvu Kine, a kotiraju na burzi u Hong Kongu i ostalih društava koja kotiraju na istoj burzi. Dobiveni rezultati pokazuju da društva koja su u državnom vlasništvu Kine objavljuju više informacija o poslovanju. Kao moguće objašnjenje takvih rezultata autori dalje navode da su društva koja su u državnom vlasništvu Kine, a kotiraju na burzi u Hong Kongu izabrana i kao neka vrsta promocije Kine. Osim toga, autori navode i mogući utjecaj djelomične privatizacije kineskih društava.
- Lundholm i Myers (2002), SAD, istražili su kako objava budućih rezultata poslovanja utječe na emitirane dionice i utvrdili su da povećanje izvještavanja o budućim rezultatima poslovanja utječe na sadašnju vrijednost dionica (smjer utjecaja ovisi o tome kakvi se rezultati poslovanja očekuju).
- Byard i Shaw (2003), SAD, istražili su kako kvaliteta izvještavanja utječe na preciznost kojom analitičari izrađuju projekcije budućih poslovnih rezultata. Izvještavanje su podijelili na javno objavljene informacije i na informacije koje su dobivene direktnom komunikacijom s analiziranim društvima. Rezultati istraživanja pokazuju da veća kvaliteta izvještavanja poboljšava preciznost predviđanja budućih poslovnih rezultata. Osim toga, dobiveni rezultati istraživanja pokazuju da analitičari veću pozornost obraćaju na javno objavljene informacije, nego na informacije dobivene direktnom komunikacijom s analiziranim društvima.
- Clarkson et al. (2003), Australija, istražili su utjecaj vrste revizora na dobrovoljno izvještavanje i utvrdili da društva koja revidira Velika šestorka objavljuju više informacija o poslovanju.
- Eng i Mak (2003), Singapur, istražili su utjecaj vlasničke strukture i strukture uprave na dobrovoljno izvještavanje. Vlasničku strukturu razmotrili su iz aspekta menadžerskog vlasništva, postojanja velikih dioničara i državnog vlasništva. Strukturu uprave razmotrili su prema broju neovisnih odnosno vanjskih direktora. Rezultati do kojih su došli ukazuju na to da niži udio menadžerskog vlasništva i veći udio državnog vlasništva pozitivno utječe na izvještavanje. Postojanje velikih dioničara nije imalo utjecaj na izvještavanje. Veći udio vanjskih direktora ima negativan utjecaj na izvještavanje. Autori dalje navode da velika društva kao i društva s manjom zaduženošću objavljuju više informacija.
- Glaum i Street (2003), Njemačka, istražili su usklađenost izvještavanja između društava koja su usvojila Međunarodne računovodstvene standarde (MRS) odnosno

američke GAAP (engl. Generally accepted accounting principles) standarde, a kotiraju na burzi u Njemačkoj. Utvrdili su da su društva koja primjenjuju GAAP standarde puno usklađenija sa zahtjevima za izvještavanje od onih koji primjenjuju MRS-ove. Osim toga, vidljiv je utjecaj vrste revizora, odnosno Velike petorke. Društva čiji su oni revizori puno su usklađenija sa zahtjevima za izvještavanje, bez obzira na to primjenjuju li MRS ili GAAP standarde. Autori navode i da kotacija na američkoj burzi ima pozitivan utjecaj na usklađenost sa zahtjevima za izvještavanje. Ostali promatrani čimbenici, a to su vrsta djelatnosti, države pripadnosti, profitabilnost, multinacionalnost, vlasnička struktura, godine postojanja društva, nisu imali utjecaj na usklađenost sa standardima i na izvještavanje.

- Lee et al. (2003), Australija, istražili su društva koja prvi put izlaze na tržište kapitala i utvrdili da najvećim dijelom koriste usluge visokokvalitetnih revizora. Autori to objašnjavaju signalom tržištu, da su objavljene informacije točne.
- Gul i Leung (2004), Hong Kong, istražili su odnos dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na monistički odnosno dualistički sustav. Rezultati istraživanja pokazuju da društva koja imaju monistički sustav (predsjednik nadzornog odbora je ujedno i predsjednik uprave) imaju slabije dobrovoljno izvještavanje. Osim toga, društva s monističkim sustavom i većim brojem vanjskih (neizvršnih) direktora također imaju slabije dobrovoljno izvještavanje. Autori takve rezultate istraživanja objašnjavaju utjecajem vodeće osobe na izbor vanjskih direktora.
- Prencipe (2004), Italija, istražila je teorijsku pretpostavku da troškovi ograničavaju društva u dobrovoljnom izvještavanju. Rezultati istraživanja pokazuju da je teorijska pretpostavka točna.
- Beeks i Brown (2006), Australija, utvrdili su da društva kojima se bolje upravlja objavljuju informativnije izvještaje.
- Botosan (2006), SAD, istražila je odnos izvještavanja i troška kapitala te utvrdila da povećano izvještavanje smanjuje trošak kapitala.
- Beretta i Bozzolan (2008), Italija, pošli su od pretpostavke da je kvaliteta izvještavanja pozitivno povezana s preciznošću kojom analitičari predviđaju buduće poslovne rezultate, a negativno povezana s disperzijom predviđanja budućih poslovnih rezultata. Nakon toga daju svoj prijedlog kako mjeriti kvalitetu izvještavanja.
- Iatridis (2008), Ujedinjeno Kraljevstvo, istražio je financijsko izvještavanje u Ujedinjenom Kraljevstvu i motive koji potiču društva na izvještavanje. Dobiveni rezultati pokazuju da društva koja povećavaju kvalitetu financijskog izvještavanja žele

postići rast imovine, prihoda i zaduženosti. Osim toga, takva društva ne posluju s visokom profitabilnošću, nego je žele postići.

- Langberg i Sivaramakrishnan (2008), SAD, istražili su način na koji analitičari analiziraju dobrovoljno objavljene informacije i utvrdili da se dobre vijesti analiziraju temeljitije od loših. Osim toga, utvrdili su da se precizni i detaljni izvještaji objavljuju rjeđe od općenitih.
- Chi i Li-Chiu (2009), Tajvan, istražili su izvještavanje društava na Tajvanu. Rezultati koje su dobili ukazuju na to da izvještavanje o poslovanju ima važnu ulogu u predviđanju budućih rezultata poslovanja.
- Li (2009), Engleska, istražio je kako na dobrovoljno izvještavanje utječe povećanje konkurencije i utvrdio da društva povećavaju kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja ako postoji mogućnost dolaska novoga konkurenta na tržište.

Istraživanja na temu dobrovoljnog izvještavanja su se u zemljama s razvijenim tržištem kapitala počela provoditi ranije nego u ostalim zemljama što je i razumljivo jer tržište kapitala postoji duže vremena nego u ostalim zemljama i razvijenije je. Ukoliko se gleda od samih početaka istraživanja, primjećuje se napredak u metododama istraživanja. Analizirani čimbenici utjecaja su kao i kod svih drugih država.

2.3.3.2. Istraživanja provedena u zemljama u razvoju i u tranziciji

Broj istraživanja provedenih u zemljama u razvoju i u tranziciji je manji. Tome doprinosi slabija razvijenost tržišta kapitala i slabiji interes ulagača. U nastavku su navedena neka od istraživanja.

- Chow i Wong-Boren (1987), Meksiko, istražili su utjecaj veličine društva i zaduženosti na dobrovoljno izvještavanje. Rezultati koje su dobili pokazuju da veličina društva pozitivno utječe na izvještavanje, a da zaduženost nema utjecaja.
- Owusu-Ansah (1998), Zimbabve, istražio je izvještavanje u Zimbabveu i utvrdio da veličina društva, vlasnička struktura, godine postojanja društva, multinacionalnost i profitabilnost pozitivno utječu na izvještavanje. Vrsta revizora, vrsta djelatnosti i likvidnost nisu imali utjecaj.
- Van Staden (2001), Južna Afrika, istražio je koliko se u Južnoj Africi za analizu koristi izvještaj o dodanoj vrijednosti, s obzirom na to da je njegova objava dobrovoljna. Utvrdio je da se koristi malo, zbog sumnje u namještanje.

- Haniffa i Cooke (2002), Malezija, istražili su dobrovoljno izvještavanje u Maleziji i istaknuli obilježja koja najviše utječu na razinu dobrovoljnog izvještavanja. Dualistički sustav negativno utječe na razinu dobrovoljnog izvještavanja. Isto tako, veći broj članova vlasnikove obitelji u upravi negativno utječe na dobrovoljno izvještavanje. Broj direktora koji su pripadnici malajskog naroda i po vjeroispovijesti muslimani, pozitivno utječe na dobrovoljno izvještavanje. Autori su ovakve rezultate povezali s kulturnim i vjerskim nasljeđem i, prema njima, Malajci su skloniji većem objavljivanju dobrovoljnih informacija od Kineza.
- Naser et al. (2002), Jordan, istražili su napredak izvještavanja nakon što su Međunarodni računovodstveni standardi prihvaćeni u Jordanu. Rezultati istraživanja ukazuju da se izvještavanje neznatno poboljšalo. Osim toga, utvrdili su da na izvještavanje pozitivno utječu veličina društva, vrsta revizora, likvidnost, zaduženost i profitabilnost.
- Ali et al. (2004) proveli su istraživanje za Indiju, Pakistan i Bangladeš. Dokazali su da postoji razlika u izvještavanju između navedenih zemalja kao i da veličina društva, profitabilnost i multinacionalni status imaju utjecaj na izvještavanje. Rezultati istraživanja pokazali su da zaduženost i vrsta revizora nemaju utjecaj na izvještavanje.
- Akhtaruddin (2005), Bangladeš, dokazao je da godine postojanja i veličina društva pozitivno utječu na izvještavanje, a da profitabilnost nema utjecaja. Za Bangladeš je utvrdio da je izvještavanje o poslovanju društava loše.
- Momany i Al-Dain Al-Shorman (2006), Jordan, istražili su dobrovoljno izvještavanje na internetu za društva koja kotiraju na jordanskoj burzi. Dobiveni rezultati pokazuju da na dobrovoljno izvještavanje na internetu pozitivno utječu veličina društva, zaduženost, koncentriranost vlasništva i postojanje međunarodnih investitora.
- Agca i Onder (2007), Turska, dokazali su da profitabilnost i veličina društva utječu na objavu strateških informacija, vrsta revizora i veličina društva utječu na objavu financijskih informacija, zaduženost utječe na objavu nefinancijskih informacija, a vrsta revizora, profitabilnost i veličina društva utječu na ukupno izvještavanje.
- Barako (2007), Kenija, utvrdila je da veličina društva, broj neizvršnih direktora, postojanje revizijskog odbora i vrsta revizora utječu na dobrovoljno izvještavanje. Osim toga, utvrdila je i da postoji razlika u izvještavanju s obzirom na vrstu djelatnosti.
- Al-Shammari et al. (2008) su za zemlje Zaljevskog saveza (engl. *Gulf Co-Operation Council member states*), a to su Bahrein, Oman, Kuvajt, Katar, Saudijska Arabija i

Ujedinjeni Arapski Emirati utvrdili da postoji značajna razlika u kvaliteti izvještavanja među državama i preporučili su uvođenje MRS-ova kako bi došlo do ujednačavanja.

- Umoren (2008), Nigerija, istražila je dobrovoljno izvještavanje u Nigeriji i utvrdila je da na dobrovoljno izvještavanje utječu veličina društva i vrsta revizora. Profitabilnost, zaduženost, godine kotiranja na burzi, vrsta djelatnosti i multinacionalnost (promatrano kroz strukturu vlasništva) nisu imali utjecaja.
- Bogdan et al. (2009), Rumunjska, istražili su dobrovoljno izvještavanje na internetu u Rumunjskoj za razdoblje od 2005 do 2007 godine i utvrdili da je u Rumunjskoj, koju su ocijenili konzervativnom državom s nedostatkom znanja, mali interes za takvu vrstu izvještavanja.
- Dahawy (2009), Egipat, istražio je koji čimbenici utječu na izvještavanje kotirajućih društava u Egiptu. Najvažniji čimbenik koji pozitivno utječe na izvještavanje je vrsta revizora. Za veličinu društva i zaduženost rezultati istraživanja pokazuju da nemaju utjecaja na izvještavanje. Autor dalje navodi da je egipatska kultura, koja na određeni način kao vrijednost promiče čuvanje tajni, jedan od glavnih razloga lošeg izvještavanja kotirajućih društava u Egiptu.
- Hossain i Hammami (2009), Katar, istražili su koji čimbenici utječu na dobrovoljno izvještavanje u Kataru. Rezultati istraživanja pokazuju da godine postojanja, veličina društva, složenost (mjereno brojem podružnica), i udio dugotrajne imovine u ukupnoj imovini utječu na dobrovoljno izvještavanje, a profitabilnost nema utjecaja.
- Yuen et al. (2009), Kina, istražili su čimbenike koji utječu na dobrovoljno izvještavanje u Kini i utvrdili da privatno vlasništvo, postojanje revizorskog odbora, veličina društva, zaduženost, menadžerske nagrade i dionički interesi utječu na dobrovoljno izvještavanje društava koja kotiraju na burzi u Šangaju.
- Li i Zhao (2011), Kina, istražili su karakteristike dobrovoljnog izvještavanja u Kini. Navode da na dobrovoljno izvještavanje pozitivan utjecaj imaju veličina društva, profitabilnost, optimalna struktura uprave i učinkovit vanjski nadzor odnosno regulatori tržišta kapitala i revizori.
- Binh (2012), Vijetnam, istražio je dobrovoljno izvještavanje u Vijetnamu i ocijenio ga vrlo lošim.

Istraživanja na temu dobrovoljnog izvještavanja u zemljama u razvoju i u tranziciji su se počela provoditi kasnije nego u zemljama s razvijenim tržištem kapitala. To je razumljivo jer su i tržišta kapitala u tim zemljama nastala kasnije. Čimbenici čiji se utjecaj na dobrovoljno

izvještavanje analizirao su isti ili slični. Ono što čini bitnu razliku u odnosu na zemlje s razvijenim tržištem kapitala je manja kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja.

2.3.3.3. Ostala istraživanja

U nastavku su navedeni radovi čiji uzorak nije geografski ograničen na određenu državu nego se istražuje kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na određene karakteristike kao što su obiteljsko vlasništvo, karakteristike menadžmenta itd. Tu je također naveden i rad (Singhvi 1968) koji je u uzorak uzeo države koje se ne mogu svrstati u istu skupinu.

- Singhvi (1968) je istražio izvještavanje u godišnjim izvještajima društava iz SAD-a i Indije. Utvrdio je da na izvještavanje utječu veličina društva, menadžment i broj dioničara.
- Titman i Trueman (1986) istražili su utjecaj revizora i investicijskih bankara prilikom izlaska društava na tržište kapitala. Utvrdili su da društva s boljim rezultatima biraju visokokvalitetne revizore i investicijske bankare kao potvrdu svoje vrijednosti. Autori su razvili i teorijski model koji to potvrđuje.
- Malone et al. (1993) istražili su što utječe na kvalitetu izvještavanja plinskih i naftnih društava. Utvrdili su da na izvještavanje utječu kotacija na burzi, zaduženost i broj dioničara.
- Meek et al. (1995) istražili su koji čimbenici utječu na dobrovoljno izvještavanje multinacionalnih društava iz SAD-a, Ujedinjenog Kraljevstva i Europe. Utvrdili su da su to veličina društva, kotacija na burzi i vrsta djelatnosti. Osim toga, postoje i razlike u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja koje ovise o državi u kojoj je sjedište društva.
- Ali et al. (2004) su na uzorku odabranom od društava s liste Standard & Poor's 500 dokazali da društva koja se svrstavaju u „obiteljska“ društva[14] imaju manje agencijskih problema, ali problemi rastu između velikih i malih dioničara. Osim toga, obiteljska društva bolje izvještavaju o financijama, prati ih više analitičara i jeftinije se zadužuju.
- Beattie et al. (2004) istražili su što dobrovoljno izvještavanje čini kvalitetnim. Gledali su tri aspekta: pravovremenost informacija, financijske informacije i količinu objavljenih informacija. S obzirom na postojeća ograničenja istraživanja, nisu naveli

[14] „Obiteljska“ društva su, prema autoru, ona društva gdje je osnivač ujedno i član menadžmenta ili je na neki drugi način u hijerarhiji odlučivanja iznad ostalih dioničara.

konačan model po kojem bi se mjerila kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja, nego su dali smjernice za poboljšanje kvalitete dobrovoljnog izvještavanja.

- Botosan (2004) je istražila što definira kvalitetu izvještavanja i dala svoje prijedloge što bi trebalo određivati kvalitetu izvještavanja.
- Bushman et al. (2004) istražili su transparentnost društava u više država i to na način da su izvještavanje podijelili na dva segmenta: financijsko izvještavanje i izvještavanje uprave. Rezultati koje su dobili ukazuju na to da financijsko izvještavanje ovisi o stanju ekonomije promatrane države, a izvještavanje uprave ovisi o pravnom sustavu.
- Berglof i Pajuste (2005) analizirali su izvještavanje društava srednje i istočne Europe. Rezultati njihova istraživanja pokazuju da društva koja su veća, manje zadužena, koja imaju koncentrirano vlasništvo i koja imaju veću tržišnu od knjigovodstvene vrijednosti dionica objavljuju više informacija.
- Einhorn (2005) je istražila međuodnos obaveznog i dobrovoljnog izvještavanja. Rezultati do kojih je došla ukazuju na to da obavezno izvještavanje ima važnu ulogu za dobrovoljno izvještavanje. Autorica navodi da sklonost nekog društva objavljivanju dobrovoljnih informacija ovisi o obilježjima regulacije obaveznog izvještavanja.
- Daske i Gebhardt (2006) istražili su kvalitetu izvještavanja otkad su uvedeni Međunarodni standardi financijskog izvještavanja. Istraživanje su proveli u tri države – Austriji, Njemačkoj i Švicarskoj. Rezultati njihova istraživanja pokazuju da je od uvođenja Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja kvaliteta izvještaja značajno porasla.
- Brown i Hillegeist (2007) istražili su kako kvaliteta izvještavanja utječe na informacijsku asimetriju i utvrdili da se informacijska asimetrija smanjuje s porastom kvalitete godišnjih izvještaja.
- Einhorn (2007) je istražila zašto neki menadžeri ne objavljuju informacije o poslovanju ili ih objavljuju djelomično, usprkos tome što znaju da investitori i analitičari neobjavljivanje informacija tumače kao loše vijesti o poslovanju. Autorica je utvrdila da društva čije se poslovanje više analizira objavljuju i više informacija. Neobjavljivanje informacija tumači kalkulacijama menadžera, odnosno ciljevima koje žele postići.
- Francis et al. (2008) istražili su odnos dobrovoljnog izvještavanja u godišnjim izvještajima s dobiti i troškom kapitala. Rezultati istraživanja ukazuju na to da dobit pozitivno utječe na dobrovoljno izvještavanje i da opsežnije dobrovoljno izvještavanje ima pozitivan utjecaj na trošak kapitala.

- Ball et al. (2009) dokazali su da je visina revizorskih naknada pozitivno povezana s menadžerskim predviđanjima poslovnih rezultata kao i da u tom slučaju tržište bolje reagira (veća likvidnost vrijednosnica) na izvještaje.

2.3.3.4. Istraživanja provedena u Hrvatskoj

U ovom radu se istražuje kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj. S obzirom na to, istraživanja provedena u Hrvatskoj su izdvojena od ostalih i navedena u nastavku.

- Pervan (2006) je istražio dobrovoljno izvještavanje kotirajućih društava u Hrvatskoj i Sloveniji. Za Hrvatsku je uzorak iznosio 55 kotirajućih društava, a za Sloveniju 30. U radu je dokazano da na dobrovoljno izvještavanje u Hrvatskoj pozitivno utječu veličina društva, profitabilnost, broj dioničara i promet dionica na burzi. Osim toga, postoji negativna veza između dobrovoljnog izvještavanja i djelatnosti turizma i brodskog transporta. Za Sloveniju je u istom radu dokazano da, za razliku od Hrvatske, veličina, profitabilnost i broj dioničara nemaju značajan utjecaj na dobrovoljno izvještavanje. U Sloveniji su značajne varijable službena kotacija, udio tržišne kapitalizacije kao i omjer tržišne i knjigovodstvene cijene dionica.
- Crnković i Mijoč (2009) su ukazali na poteškoće financijskog izvještavanja u primjeni jedinstvenog računovodstvenog seta MRS/MSFI, u zakonodavnom okruženju Hrvatske i Europske unije.
- Pervan (2009) je na uzorku od 55 kotirajućih društava u Hrvatskoj dokazao da u promatranom razdoblju postoji rast odnosno napredak u dobrovoljnom izvještavanju.
- Pervan et al. (2010) su istražili usklađenost financijskog izvještavanja kotirajućih društava šest istočnoeuropskih država (Slovenija, Hrvatska, Bosna i Hercegovina, Srbija, Crna Gora i Makedonija) s EU regulativom. Utvrdili su da postoji neusklađenost i da je velik prostor za napredak.
- Rogošić et al. (2010) su na uzorku od 50 hrvatskih društava usporedile objavu financijskih izvještaja na internetu za društva koja su usvojila standard ISO 9001 i koja nisu. Utvrdile su da društva s orijentacijom na kvalitetu, odnosno s usvojenim standardom ISO 9001 češće objavljuju financijske izvještaje na internetu i da su transparentnije u odnosu na specifične informacije menadžmenta.

- Pervan i Sabljić (2011) su utvrdili napredak u dobrovoljnom izvještavanju u Hrvatskoj za razdoblje od 2005. do 2010. godine. Osim toga, utvrdili su da na povećanje dobrovoljnog izvještavanja pozitivno utječu veličina društva i službena kotacija.
- Aljinović Barać (2012) je istražila dobrovoljno izvještavanje o gotovinskom tijeku na uzorku društava koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi d. d. Rezultati istraživanja pokazuju da kotirajuća društva rijetko objavljuju informacije o gotovinskom tijeku.
- Pervan i Bartulović (2012) su istražili značajnost računovodstvenih informacija koje objavljuju društva koja kotiraju na burzama u Sloveniji, Hrvatskoj, Srbiji i Bosni i Hercegovini. Utvrdili su da na značajnost objavljenih računovodstvenih informacija utječu vlasnička koncentracija, veličina nadzornog odbora i uprave, zaduženost, prava investitora i kvaliteta revizora.
- Pivac et al. (2013) su istražili kvalitetu izvještavanja u godišnjim izvještajima na uzorku kotirajućih društava iz Hrvatske i Slovenije. Rezultati istraživanja pokazali su da slovenska kotirajuća društva kvalitetnije izvještavaju od hrvatskih.
- Pervan (2013) je usporedio hrvatsku i europsku regulativu za izvještavanje kotirajućih društava i utvrdio da hrvatska regulativa treba još prilagodbi s europskom. Kao glavna područja za napredak naveo je računovodstvene politike, bilješke uz financijske izvještaje, informacije o segmentima poslovanja, revizorska izvješća, menadžerska obrazloženja uz poslovne rezultate i glavne rizike u poslovanju.
- Bartulović i Pervan (2014) su istražili dobrovoljno izvještavanje društava koja kotiraju na burzama u Zagrebu, Ljubljani, Beogradu, Sarajevu i Banja Luci. Utvrdili su da na količinu objavljenih informacija utječu službena kotacija, prihod, veličina imovine i vrsta djelatnosti.
- Aljinović Barać et al. (2014) su istražile karakteristike društava i kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj. Utvrdile su da veličina, kotacija na burzi i vrsta djelatnosti utječu na dobrovoljno izvještavanje. U istom radu 72 % godišnjih izvještaja ocijenile su ispodprosječnim.
- Aljinović Barać i Granić (2015) su istražile praksu dobrovoljnog izvještavanja hrvatskih menadžera u godišnjem izvještaju i ocijenile je nezadovoljavajućom.
- Bilić (2016) je istražio utjecaj vrste revizora i područja djelatnosti na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Dobiveni rezultati istraživanja pokazali su da društva koje revidira netko od revizora Velike četvorke objavljuju kvalitetniji godišnji izvještaj (aproksimirano količinom objavljenih informacija o poslovanju). Također, utvrđena je razlika između društava koja posluju u različitim područjima djelatnosti s obzirom na

kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja, pri čemu je utvrđeno da najkvalitetnije godišnje izvještaje imaju društva koja posluju u djelatnosti informacije i komunikacije, a najmanju kvalitetu godišnjih izvještaja imaju društva koja posluju u djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane.

3. KONCEPTUALNO ODREĐENJE DODANE VRIJEDNOSTI

Suvremeno poslovanje i nove strategije poslovanja kao što su npr. kooperacija, *leasing, outsorcing* i sl. donose promjene zbog kojih klasični pokazatelji poslovanja nisu uvijek dovoljni da bi se na ispravan način i u potpunosti interpretirala postignuća nekog društva. Belak (2003: 18) navodi da strategija kooperacije može višestruko povećati prihod društva, ali to povećanje neće adekvatno oslikati promjene rezultata. Isti autor dalje navodi da se u slučaju *outsourcinga* prihod ne mijenja iako dolazi do bitnih promjena u strukturi rezultata. Navedeni razlozi doveli su do toga da se, uz postojeće, traže novi načini mjerenja postignuća nekog društva.

Jedan od suvremenih načina mjerenja uspješnosti je mjerenje dodane vrijednosti. Pojam dodane vrijednosti (engl. *value added*) koristi se kao mjera bogatstva i ima široku primjenu, a isto tako postoji više definicija i načina mjerenja dodane vrijednosti.

Belak (1995: 89) definira dodanu vrijednost kao vrijednost koju društvo dodaje iz svojih vlastitih kapaciteta. Prema Ziegenbeinu (2008: 114), pod dodanom vrijednošću podrazumijeva se proces nastajanja vrijednosti (dinamički pojam stvaranja dodane vrijednosti) i rezultat toga procesa (statički pojam dodane vrijednosti). Pri tome se stvorena dodana vrijednost ne odnosi samo na stvaranje neke nove vrijednosti, nego i na povećanje neke već postojeće vrijednosti. Na Slici 3 je prikazano stvaranje dodane vrijednosti.

Slika 3: Stvaranje dodane vrijednosti



Izvor: preuzeto od Ziegenbein (2008: 114)

Dodanom vrijednošću se može mjeriti uspješnost na razini pojedinog društva, područja djelatnosti ili države u cjelini. Najjednostavniji način izračuna dodane vrijednosti je umanjenjem prodajne cijene za troškove nabavljenih sirovina, potrošene energije i korištenih vanjskih usluga prilikom proizvodnje. Ziegenbein (2008: 115) navodi da s motrišta tržišta, a time i krajnjih klijenata (kupaca), procesi u društvu:

- neposredno ili izravno stvaraju dodanu vrijednost ako se na proizvodu odnosno uslugama radi. Od toga su, međutim, izuzete reaktivne (prividne) usluge. Vlastita proizvodnja koja se ostvari za elektroničke mreže i medije ili pomoću njih naziva se i digitalnom dodanom vrijednošću.
- posredno ili neizravno stvaraju dodanu vrijednost ako su pretpostavka za obavljanje djelatnosti koje neposredno stvaraju dodanu vrijednost. Te posredne djelatnosti koje stvaraju dodanu vrijednost (kao primjerice rekonstrukcija, prijevoz, obrazovanje i usavršavanje zaposlenika, upravljačko računovodstvo ili kontroling) procesni menadžment treba ograničiti na primjerenu mjeru.
- ne stvaraju dodanu vrijednost ako ne stvaraju nikakvu mjerljivu korist za klijente i time predstavljaju rasipanje, kao primjerice svaki neželjeni rezultat (npr. škart), nepotrebne (suvišne) djelatnosti, usporavanja (faze ležanja odnosno čekanja) i dodatni radovi. Takve djelatnosti koje ne stvaraju dodanu vrijednost valja ukloniti.

Isti autor navodi i pokazatelje kojima se može ocjenjivati obujam dodane vrijednosti (Ziegenbein 2008: 115) :

$$\text{kvota dodane vrijednosti} = \frac{\text{dodana vrijednost x 100}}{\text{promet}} \quad (1)$$

$$\text{dubina dodane vrijednosti} = \frac{\text{dodana vrijednost x 100}}{\text{ukupni poslovni prihod}} \quad (2)$$

$$\text{proizvodnost rada} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{broj zaposlenika}} \quad (3)$$

Prema Belak (2003: 18), Wood dodanu vrijednost grupira u četiri kategorije:

1) za mjerenje *outputa*: za mjerenje *outputa* gospodarstva, za mjerenje poslovnih performansi, za mjerenje produktivnosti zaposlenih i kapitala
2) za komunikaciju: govori kakav je koji posao, prezentiranje računovodstvenih informacija, temelj za participaciju zaposlenih
3) za nagrađivanje zaposlenih: temelj za politiku zarada i plaća, temelj za određivanje nagrada menadžerima
4) za politiku poslovanja: marketinška strategija, politika kapitala, definiranje odnosa u poslovanju.

3.1. Koncepti dodane vrijednosti

Markota (2012: 22) navodi tri najvažnija koncepta dodane vrijednosti:

- osnovni koncept dodane vrijednosti temeljen na elementima računa dobiti i gubitka
- koncept ekonomske dodane vrijednosti (engl. *Economic Value Added* – EVA)
- koncept tržišne dodane vrijednosti (engl. *Market Value Added* – MVA).

3.1.1. Osnovni koncept dodane vrijednosti temeljen na elementima računa dobiti i gubitka

Osnovna definicija dodane vrijednosti glasi: dodana vrijednost je razlika između prihoda i kupljenih dobara i usluga (Belak 2003: 19). Postoje dvije vrste izračuna dodane vrijednosti temeljene na elementima računa dobiti i gubitka: bruto dodana vrijednost i neto dodana vrijednost. Ako je amortizacija uključena u dodanu vrijednost, tada se radi o bruto dodanoj vrijednosti, a ako je amortizacija izuzeta iz dodane vrijednosti, tada se radi o neto dodanoj vrijednosti. Prema Riahi-Belkaoui (1992: 6), računa se iz računa dobiti i gubitka na sljedeći način:

$$BDV = Pr - Kmiu = A + Pl + Kte + Di + Po + Dpo \quad (4)$$

$$NDV = Pr - Kmiu - A = Pl + Kte + A + Di + Po + Dpo \quad (5)$$

gdje je:

BDV – bruto dodana vrijednost

NDV – neto dodana vrijednost
Pr – prihodi
Kmiu – kupljeni materijali i usluge
A – amortizacija
Pl – plaće
Kte – kamate
Di – dividenda
Po – porez
Dpo – dobit poslije oporezivanja

Oba načina izračuna, bruto dodana vrijednost i neto dodana vrijednost, imaju svoje prednosti, a o korisniku izračuna ovisi koji mu je način izračuna potreban. Prema Morleyu (1979), „The Corporate Report" (ASSC 1975), predlaže izračun i korištenje bruto dodane vrijednosti zbog sljedećih prednosti:

- dodana vrijednost bit će objektivnije iskazana jer će se obračunom po principu bruto dodane vrijednosti isključiti mogućnost manipulacija prilikom obračuna amortizacije. Takav način izračuna uvjerit će zaposlenike u ispravnost određivanja osnovice za obračun bonusa jer se bruto dodana vrijednost smatra manje pogodnom za eventualne manipulacije
- izračunom bruto dodane vrijednosti lako se može odrediti ukupni iznos koji je na raspolaganju za reinvestiranje (zbroj amortizacije i zadržane dobiti), odnosno, bruto dodana vrijednost daje potpuniji uvid u financijsko stanje društva
- bruto dodana vrijednost je prikladnija ekonomistima koji se bave obračunima na razini države.

Međutim, isti autor (Morley 1979) navodi i prednosti koncepta neto dodane vrijednosti:

- neto dodana vrijednost jasnije iskazuje iznos stvorene dodane vrijednosti koja je spremna za raspodjelu. Bruto dodana vrijednost je uvećana za amortizaciju i kao takva ne iskazuje jasno iznos koji se može raspodijeliti
- iako postoji mogućnost manipulacije prilikom obračuna amortizacije, neto dodana vrijednost jasnije iskazuje osnovicu za obračun bonusa zaposlenicima
- eliminira eventualna dvostruka knjiženja amortizacije ako dolazi do razmjene dugotrajne imovine između društava i ako je ta imovina podcijenjena
- jasnije iskazuje raspodjelu između vjerovnika, zaposlenika, vlasnika i države.

Dodana vrijednost može se koristiti kao pokazatelj poslovanja. Kako navodi Belak (2003: 20), apsolutni iznosi dodane vrijednosti imaju određena ograničenja kad se radi o relativnim usporedbama. Naime, kod izračuna pokazatelja poslovanja na temelju dodane vrijednosti, potrebno je u odnos staviti *output* i *input*. Glavni inputi su materijal, radna snaga i kapital. Prilikom izračuna dodane vrijednosti materijal se oduzima jer je kupljen od drugih i ne ulazi u sastav dodane vrijednosti. Stoga kao inputi ostaju radna snaga i kapital. Stavljajući u odnos *output* i input dobije se indeks proizvodnosti prema formuli (Belak 2003: 20):

$$\text{Proizvodnost} = \frac{\text{output}}{\text{input}} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{radna snaga + kapital}} \quad (6)$$

Isti autor dalje navodi da je spoj radne snage i kapitala teorijski sporan i nije općenito prihvaćen pa se zbog toga za izračun proizvodnosti pomoću dodane vrijednosti uglavnom koriste pokazatelji koji odvojeno promatraju dodanu vrijednost kao *output* s radnom snagom i kapitalom kao inputima. Najčešće korišteni pokazatelji su (Belak 2003: 21):

$$\text{Proizvodnost ukupne aktive} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{aktiva}} \quad (7)$$

$$\text{Proizvodnost kratkotrajne imovine} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{kratkotrajna imovina}} \quad (8)$$

$$\text{Proizvodnost dugotrajne imovine} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{dugotrajna imovina}} \quad (9)$$

$$\text{Proizvodnost po zaposlenom} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{prosječan broj zaposlenih}} \quad (10)$$

$$\text{Proizvodnost po novčanoj jedinici izravne plaće} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{ukupne izravne plaće}} \quad (11)$$

$$\text{Proizvodnost rada i kapitala} = \frac{\frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{prosječan broj zaposlenih}}}{\frac{\text{kapital (korišteni)}}{\text{prosječan broj zaposlenih}}} = \frac{\text{dodana vrijednost}}{\text{kapital (korišteni)}} \quad (12)$$

3.1.2. Koncept ekonomske dodane vrijednosti

Općeprihvaćeno pravilo jest da je glavni zadatak menadžera uvećati bogatstvo dioničara koristeći sve raspoložive resurse. Uvećavanje bogatstva dioničara mjeri se ostvarenom dobiti ili pokazateljima poslovanja kao što su ROA, ROE, ROI. Uz navedene, postoje i drugi pokazatelji koje postojeći dioničari, potencijalni ulagači kao i svi zainteresirani za poslovanje određenog društva izračunavaju iz objavljenih financijskih izvještaja. Osim što se na takav način mjeri i ocjenjuje poslovanje nekog društva, računanjem pokazatelja pokušava se predvidjeti i buduće poslovanje. Prema Worthington i West (2001), javno dostupne informacije koje sadržavaju informacije o poslovanju prate se na tržištu i na takav način utječu na cijene vrijednosnica. Kako navodi Lee, godinama investitori i menadžeri traže pravovremeno i pouzdano mjerilo bogatstva dioničara. Pomoću takvog mjerila, investitori bi mogli prepoznati precijenjene i podcijenjene vrijednosnice, posuđivači kapitala mogli bi ispravno ocijeniti osiguranje njihovih kredita, a menadžeri bi mogli nadzirati profitabilnost njihovih tvornica, odjela i društava (Lee 1996: 32).

S obzirom na to da se koristi od devedesetih godina dvadesetog stoljeća, jedna od novijih mjera stvaranja bogatstva je ekonomska dodana vrijednost – EVA (engl. *economic value added*). EVA-u je razvilo američko konzultantsko društvo Stern Stewart and Co. Stewart navodi (1991: 66) da su dobit, dobit po dionici i rast dobiti nekorisne mjere poslovanja društva, a najbolja mjera je ekonomska dodana vrijednost. Prema istom autoru, EVA je mjerilo kojim se najbolje može izmjeriti stvarna ekonomska dobit nekog društva i to je mjerilo koje je direktno povezano sa stvaranjem bogatstva za dioničare. Stewart (1994) također navodi da je EVA najbolja pojedinačna mjera stvaranja bogatstva i 50 % bolja od

pokazatelja temeljenih na računovodstvenim podacima, kao što su EPS (dobit po dionici), ROE i ROA.

Ideja da se u mjerenje stvaranja bogatstva osim dobiti uključi i trošak kapitala nije nova. Već je 1890. godine Alfred Marshall u knjizi „Načela ekonomike“ naveo da bi se računovodstvena dobit trebala mjeriti s troškom kapitala, jer u protivnom podaci nisu valjani i mogu obmanuti onog tko ih čita. Također, i David Solomons (1965) prilikom operacionalizacije mjerenja bogatstva navodi razliku između neto dobiti i troška kapitala. Ali, tek su Stern Stewart and Co. uveli u praktičnu upotrebu pokazatelj EVA koji je stekao popularnost u cijelom svijetu.

EVA se računa tako da se od operativne dobiti poslije oporezivanja (engl. NOPAT – *net operating profit after taxes*) oduzme prosječni ponderirani trošak kapitala. Prilikom izračuna NOPAT-a, ne uzima se u obzir stvarni porez iskazan u računu dobiti i gubitka, nego se operativna dobit množi s razlikom broja jedan i važeće stope poreza na dobit. Izračun NOPAT-a može se iskazati formulom:

$$NOPAT = OD * (1 – PD) \quad (13)$$

gdje je:
OD – operativna dobit
PD – važeća stopa poreza na dobit.

NOPAT se može izračunati i na drugi način i to tako da se zbroji dobit nakon oporezivanja s umnoškom kamata na posuđeni kapital i razlike broja jedan i važeće stope poreza na dobit. U tom slučaju formula za izračun bi bila:

$$NOPAT = D + Kp * (1 – PD) \quad (14)$$

gdje je:
D – dobit nakon oporezivanja
Kp – kamate na posuđeni kapital
PD – važeća stopa poreza na dobit.

S obzirom na to da se EVA računa na način da se od NOPAT-a oduzme prosječni ponderirani trošak kapitala, u nastavku je objašnjen izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala.

Tablica 1: Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala

Opis	Definicije
Troškovi vlastitoga kapitala - Bezrizična stopa (RI) - Beta (β) - Premija tržišnog rizika - Troškovi vlastitoga kapitala	 Kamatna stopa na dugoročne državne obveznice Odstupanje individualnog prinosa u odnosu na tržišni portfelj Pedesetogodišnji prosjek = Rf + (β * Mp)
Troškovi dugoročnih dugova - Troškovi nakon oporezivanja	Tekuće kamatne stope na dugoročne kredite (umanjeno za 18 % zbog poreza na dobit)
Struktura kapitala - Vlastiti kapital - Dugoročni krediti	 Postotak vlastitoga kapitala u odnosu na ukupni kapital Postotak dugoročnoga duga u odnosu na ukupni kapital
Prosječna stopa troškova kapitala	(% vlastitoga kapitala) * (stopa troškova vlastitoga kapitala) + (% dugoročnih kredita) * (stopa troškova dugoročnih kredita nakon poreza)

Izvor: preuzeto i prilagođeno od Belak (2002: 44)

Troškovi vlastitoga kapitala (engl. *Cost of equity*) dobiju se kao zbroj bezrizične kamatne stope i premije tržišnog rizika pomnožene s koeficijentom sustavnog rizika mjereno betom (β). Bezrizična kamatna stopa trebala bi predstavljati siguran prinos. Često se kamatna stopa na državne obveznice koristi kao bezrizična kamatna stopa. Beta (β) je parametar koji mjeri sustavni rizik vrijednosnice. On opisuje funkcijsku vezu između iznadprosječnog prinosa pojedinačne vrijednosnice i prinosa tržišnog portfelja. Ako je vrijednost jedan, to znači da se iznadprosječni prinos od pojedinačne vrijednosnice kreće proporcionalno s iznadprosječnim prinosom tržišnog portfelja. Ako je beta veća od jedan, iznadprosječni prinos pojedinačne vrijednosnice raste više nego proporcionalno s porastom prinosa tržišnog portfelja. Ako je beta manja od jedan, to znači da vrijednosnica ima manji neizbježni ili sustavni rizik od tržišta u cjelini (Belak 2002: 44).

Troškovi dugoročnih dugova (engl. *Cost of debt*) računaju se kao prosjek tekućih kamata na dugoročne kredite. S obzirom na to da su kamate rashod i na njih se ne obračunava porez na dobit (tzv. porezni zaklon odnosno porezna ušteda), kamatna stopa se umanjuje za stopu poreza na dobit.

Struktura kapitala (engl. *Capital structure*) iskazuje udjele vlastitog i posuđenoga kapitala. Udjeli će se koristiti prilikom izračuna prosječnog ponderiranog troška kapitala. Prosječni ponderirani trošak kapitala (engl. *Weighted average cost of capital* – WACC) računa se kao zbroj umnoška postotnog udjela vlastitoga kapitala i stope troškova vlastitoga kapitala te umnoška postotnog udjela dugoročnih kredita i stope troškova dugoročnih kredita nakon oporezivanja (Belak 2002: 44).

Trošak kapitala računa se tako da se zbroje vlastiti kapital i dugoročni krediti, a zatim se zbroj pomnoži s prosječnim ponderiranim troškom kapitala.

Nakon što je izračunana operativna dobit nakon oporezivanja i trošak kapitala, može se izračunati i EVA. EVA se računa po formuli:

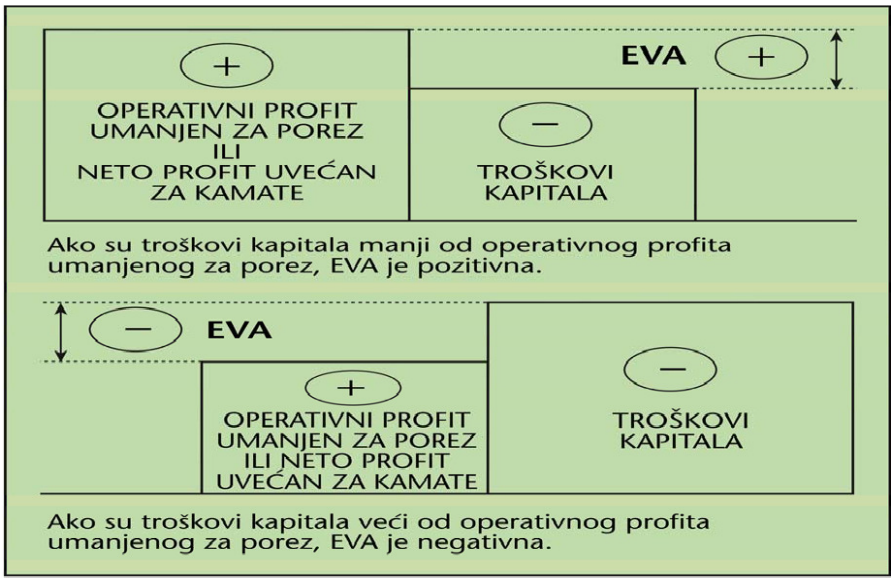
$$EVA = NOPAT - TK \tag{15}$$

gdje je:
EVA – ekonomska dodana vrijednost
NOPAT – operativna dobit nakon oporezivanja
TK – trošak kapitala.

Prikazani obrasci predstavljaju osnovni model izračuna pokazatelja EVA. U praksi je potrebno raditi prilagodbe prilikom računovodstvenih knjiženja. Osim toga, problem je i izračun troškova vlastitoga kapitala. Kamatna stopa na državne obveznice koja se koristi umjesto bezrizične kamatne stope u Hrvatskoj nije upotrebljiva. Državne obveznice nisu svima dostupne i nisu uvijek raspoložive za kupnju. Uz navedeno, problem je i izračun koeficijenta β zbog nerazvijenosti hrvatskog tržišta kapitala, pa je upitno koliko je koeficijent pouzdan.

EVA može biti pozitivna ili negativna. Ako je pozitivna, stvara se nova vrijednost odnosno bogatstvo za dioničare. Ako je negativna, smanjuje se bogatstvo dioničara.

Slika 4: Grafički prikaz izračuna EVA



Izvor: preuzeto od Belak (2002: 43)

Iz slike je vidljivo da EVA ne uzima u obzir ostvarenu dobit nakon oporezivanja. Tako na primjer, ako se društvu poveća vlastiti kapital a kratkoročne obveze smanje za isti iznos, to neće imati efekta na visinu dobiti poslije oporezivanja. Društvo bi imalo bolje pokazatelje likvidnosti. No, EVA bi bila negativna zbog povećanja troškova kapitala.

Kao što je već navedeno, prilikom izračuna pokazatelja EVA, potrebno je učiniti prilagodbe prilikom računovodstvenih knjiženja. Belak navodi da prilagodbe proizlaze iz razlika u računanju troškova i dobiti prema propisima financijskog računovodstva. Na primjer, financijski propisi priznaju troškove otpisa sumnjivih i spornih potraživanja što smanjuje dobit. Model EVA ne priznaje te troškove pa dobit treba uvećati za troškove otpisa. Isti je postupak i s određenim oblicima dugoročnih rezerviranja za rizike i troškove (npr. dugoročna rezerviranja za rizike popravaka u jamstvenom roku) (Belak 2003: 22).

Osim navedenih, postoji još niz prilagodbi koje je potrebno provesti. Weaver (2001) je proveo istraživanje na uzorku društava koja koriste EVA-u kao jedan od parametara uspješnosti poslovanja. Utvrdio je da postoje 164 moguće prilagodbe (ovisno o djelatnosti društva) koje bi trebalo provesti da bi se udovoljilo svim zahtjevima pravilnog izračuna EVA-e. Od navedene 164 prilagodbe, prosječan broj prilagodbi koje su provela društva iz uzorka je 19, u rasponu od 7 do 34 prilagodbe. Ovakav rezultat dovodi u pitanje ispravnost izračuna, a time i mogućnost pogrešnih poslovnih odluka prilikom usporedbe poslovanja društava. Worthington i West (2001) navode da postoji 120 do 150 mogućih prilagodbi iako iz Stern Stewarta navode da ih ne treba više od 15. Zimmerman (1997) naglašava da mogućnost

prilagodbi vodi prema riziku sudskih tužbi jer postoji mogućnost da financijski izvještaji ne iskazuju stanje realno i fer. Osim toga, prema istom autoru, povećavaju se troškovi administracije jer računovodstveni sustav postaje kompliciraniji i skuplji. Weaver (2001) je naveo i pet glavnih razloga korištenja EVA-e koje su navela društva iz uzorka:

1) unapređenje financijskog menadžmenta
2) unapređenje metrike za određivanje nagrada
3) utjecaj EVA-e na cijenu dionica
4) utjecaj EVA-e na gotovinski tijek
5) utjecaj EVA-e na neto sadašnju vrijednost.

U istom istraživanju, Weaver (2001) je ispitao koji su najvažniji pokazatelji poslovanja koje društva iz uzorka koriste. Iako se koristi i EVA, kao pet najvažnijih pokazatelja poslovanja navedeni su: dobit po dionici, operativna dobit, stopa rasta cijene dionica, stopa rasta prihoda ili prodaje te prihod ili prodaja.

3.1.3. Koncept tržišne dodane vrijednosti

Uz tradicionalne pokazatelje uspješnosti poslovanja, kao što su povrat na investiciju, povrat na dionicu itd., od devedesetih godina dvadesetog stoljeća puno pažnje usmjereno je na pokazatelje dodane vrijednosti. Jedan od takvih pokazatelja je i tržišna dodana vrijednost. Tržišna dodana vrijednost (engl. *Market Value Added* – MVA) je mjera stvaranja vrijednosti društva. Prema Peterson i Peterson (1996: 4), za izračun MVA-e, potrebno je:

- izračunati tržišnu vrijednost društva
- izračunati uloženi kapital
- usporediti tržišnu vrijednost društva s uloženim kapitalom.

Izračunom MVA-e može se utvrditi uvećava li menadžment vrijednost društva ili ga smanjuje. Računa se tako da se od tržišne vrijednosti društva odbije ukupni kapital (Belak 2003: 22):

Tržišna dodana vrijednost (MVA) = tržišna vrijednost društva – ukupni kapital

Izraženo formulom, izračun MVA-e je:

$$MVA = V - K \tag{16}$$

gdje je:

V – tržišna vrijednost društva

K – kapital investiran u društvo.

Tržišna vrijednost društva računa se na burzi ili se utvrđuje temeljem procjene. Ako dionice i dužničke vrijednosnice društva kotiraju na burzi, onda je njihova vrijednost na burzi ujedno i najpreciznija način izračuna tržišne vrijednosti društva:

MVA = trž. vrijed. dionica i obveznica – knjigovod. vrijed. dionica i obveznica. (17)

Ako nema dužničkih vrijednosnica, MVA se računa na sljedeći način:

MVA = (broj dionica x tržišna vrijednost dionice) – knjigovod. vrijed. dionica. (18)

Ukupni kapital je vrijednost uloženoga kapitala, vlastitog i tuđeg. Ako nema dužničkoga kapitala, nego postoji samo vlasnički kapital, računa se prema formuli:

K = BD x KVD (19)

gdje je:

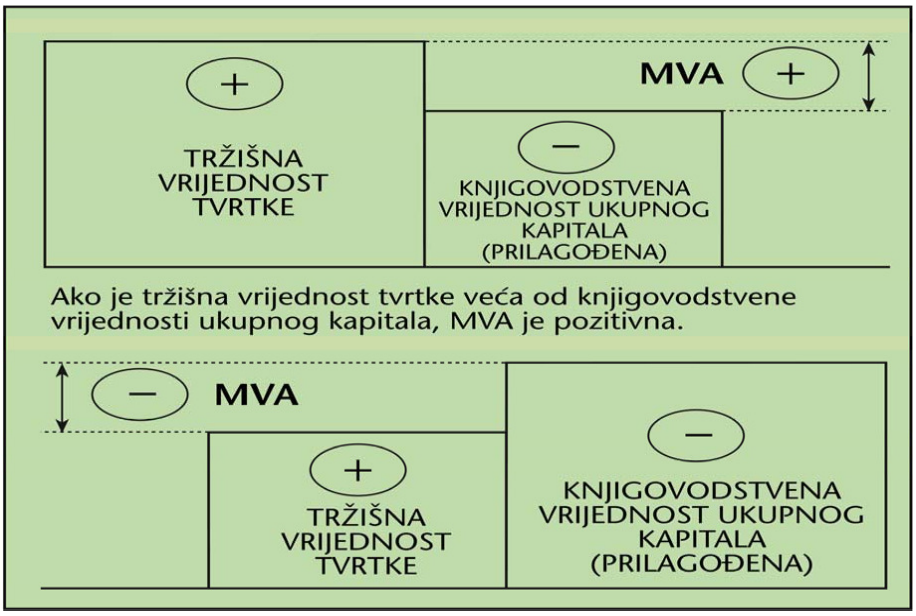
BD – broj dionica

KVD – knjigovodstvena vrijednost dionice

Na drugi se način kapital može izračunati kao zbroj neto radnoga kapitala i dugotrajne imovine.

Konzultanti društva Stern i Stewart smatraju da knjigovodstvenu vrijednost ukupnoga kapitala treba korigirati na ekonomsku knjigovodstvenu vrijednost odnosno knjigovodstvenu vrijednost ukupnoga kapitala potrebno je uvećati za vrijednost troškova uloženih u istraživanje i razvoj kao i za amortizirani *goodwil* (Ehrbar 1998: 46). S obzirom na to da se MVA računa kao razlika tržišne vrijednosti društva i ukupnoga kapitala, može biti pozitivna i negativna, ovisno o tome je li se vrijednost društva povećala ili smanjila.

Slika 5: Grafički prikaz izračuna MVA-e



Izvor: preuzeto od Belak (2003: 23)

Prednost MVA je u tome što se može koristiti za usporedbu postignuća društava u različitim industrijama, pa čak i u različitim državama. U tom slučaju, računa se koeficijent MVA koji pokazuje koliko na tržištu vrijedi jedna novčana jedinica uložena u društvo:

$$\text{MVA koeficijent} = \frac{\text{tržišna vrijednost društva}}{\text{ukupni kapital}} \qquad (20)$$

MVA se može definirati i u odnosu s drugim pokazateljem dodane vrijednosti, EVA-om. Prema Thenmozhiju (2000), MVA i EVA su u direktnoj vezi odnosno MVA je sadašnja vrijednost svih budućih EVA. Ailawadi et al. navode da je MVA indikator tržišne snage koja je akumulirana za ostvarenje dobiti u budućim razdobljima. Ako je društvo povećalo tržišnu snagu i stoga se očekuje povećanje EVA-e u budućnosti, efikasno tržište kapitala će to prepoznati i sudionici na tržištu kapitala će to saznanje uzeti u obzir prilikom procjene vrijednosti vrijednosnica. Stoga se očekuje da će se buduće povećanje EVA-e odraziti i na povećanje MVA-e (Ailawadi et al. 1995). Ovdje je potrebno naglasiti da samo efikasan rast odnosno efikasne investicije kojima se ostvaruje povećanje EVA-e vode povećanju MVA-e. U protivnom, ako rast ne vodi povećanju EVA-e, neće rasti ni MVA. Osim toga, važno je imati u vidu i efikasnost tržišta. Efikasna tržišta uzimaju u obzir sve informacije i sve pokazatelje. Što je tržište manje efikasno, manje informacija i pokazatelja uzima se u obzir prilikom formiranja cijene vrijednosnica.

Prema Žager et al. (2008), temeljna prednost tržišne dodane vrijednosti u odnosu na ostale pokazatelje uspješnosti poslovanja je u tome što snažno korelira s promjenama tržišne vrijednosti društva. Vrlo je praktična i efikasna za upotrebu, međutim, ipak ne toliko kao mjera interne profitabilnosti. Primjerice, nije primjenjiva kao mjera uspješnosti na nižim organizacijskim jedinicama unutar društva niti je primjenjiva na sva društva jer ne kotiraju sva društva na burzama. Prema istim autorima, iz tog razloga je upitan izračun ovog pokazatelja. Nadalje, tržišne vrijednosti podložne su značajnim fluktuacijama koje često nisu posljedica operativnih odluka menadžmenta.

Peterson i Peterson (1996) istražili su koliko su mjere dodane vrijednosti povezane s povratom na dionice, za koji navode da je izuzetno dobar pokazatelj uspješnosti poslovanja društva. Prema dobivenim rezultatima, MVA statistički značajno korelira s povratom na dionice. Ipak, nisu savršeno korelirani jer MVA uključuje eventualne promjene u knjiženju vrijednosti duga kao i preferencijalne dionice, dok s povratom na dionice to nije slučaj. Stoga se MVA treba koristiti s oprezom, uz provjeru je li došlo do promjene u knjiženju duga i postoje li preferencijalne dionice. Osim toga, MVA je dobra, ali ne i savršena mjera uspješnosti menadžmenta jer postoji mogućnost događanja na tržištu na koja menadžment nema utjecaj. Ipak, Peterson i Peterson (1996) nisu utvrdili da je MVA značajno više povezana s povratom na dionice od tradicionalnih pokazatelja. Osim toga, naglašavaju da MVA nije bolja mjera uspješnosti poslovanja od tradicionalnih pokazatelja uspješnosti poslovanja i navode sljedeće razloge:

- MVA je podložna utjecaju veličine.[15] Osim toga, čak iako se provedu prilagodbe za smanjenje utjecaja veličine, MVA nije prilagođena za događanja izvan kontrole menadžmenta, kao što su događanja na tržištu kapitala.
- Povrat na dionice je odgovarajuća mjera uspješnosti poslovanja i ne ovisi o načinu računovodstvenoga knjiženja kapitala. Povrat na dionice može se računati za bilo koje vremensko razdoblje i ne ovisi o računovodstvenim knjiženjima, koja se provode u određenim vremenskim intervalima (npr. kvartalno).
- Ako je cilj menadžmenta maksimizirati vrijednost temeljnoga kapitala, onda je povrat na dionice (koji je pokazatelj prilagođen za događanja na tržištu kapitala) bolji

[15] Peterson i Peterson su kao mjeru veličine uzeli iznos kapitala. Utvrdili su da društva s većim kapitalom generiraju više tržišne dodane vrijednosti.

pokazatelj poslovanja od MVA-e. Iz perspektive analitičara, MVA ne daje više informacija o poslovanju od povrata na dionice.

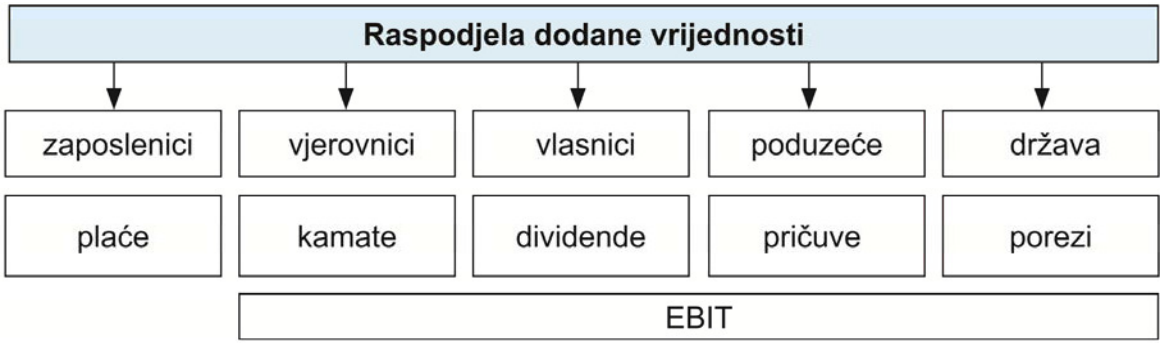
- Iako ima nedostataka, MVA je koristan pokazatelj koji omogućava menadžmentu orijentirati se na povećavanje vrijednosti društva umjesto na kratkoročnu uspješnost poslovanja.

3.2. Značenje dodane vrijednosti iz perspektive dionika

Izvještavanje o dodanoj vrijednosti pokazuje povećanje bogatstva koje stvara društvo koristeći sve svoje resurse, a zatim pokazuje raspodjelu tog bogatstva svim dionicima:

- zaposlenicima: plaće, nagrade, bonusi, menadžerske nagrade
- vjerovnicima: oni su vlasnici dužničkoga kapitala i dobivaju kamate
- vlasnici (dioničari): oni su vlasnici temeljnoga kapitala i dobivaju dividendu
- država: porezi
- društvo: zadržana dobit, a ako se na zadržanu dobit pribroji amortizacija, dobije se iznos koji se može reinvestirati u poslovni proces. Na Slici 6 je prikazana raspodjela dodane vrijednosti prema namjeni, odnosno prema zainteresiranim dionicima.

Slika 6: Raspodjela dodane vrijednosti prema namjeni



Izvor: preuzeto od Ziegenbein (2008: 115)

Dodatni razlog za upotrebu koncepta dodane vrijednosti je mjerenje nacionalnog bogatstva. Riahi-Belkaoui (1999: 7) navodi da je dodana vrijednost nekog društva stvorena aktivnošću društva i njegovih zaposlenika te se može mjeriti kao razlika tržišne vrijednosti proizvoda i usluga koji su plasirani i troška dobara, materijala i usluga pribavljenih od drugih društava. Takav način mjerenja isključuje doprinos drugih proizvođača od ukupne vrijednosti plasiranih proizvoda i usluga, tako da je rezultat u osnovi tržišni učinak koji je proizvelo

odnosno izvršilo promatrano društvo. Ako se na takav način izmjeri učinak svih društava u državi, dobije se tržišna vrijednost koju je proizvela odnosno izvršila cijela ekonomija promatrane države. Na takav način se financijsko računovodstvo integrira u makroekonomski sustav. Naravno, tu postoje razlike kojima se treba prilagoditi. Riahi-Belkaoui (2010: 17) navodi sljedeće primjere: učinak javnog sektora (Ministarstvo obrane i sl.) je potrebno pribrojiti izračunu dodane vrijednosti, ovisno o tome računa li se bruto domaći ili bruto društveni proizvod ostvarenje inozemnih podružnica se uključuje ili isključuje itd.

Izračun i objava ostvarene dodane vrijednosti stvara osjećaj zajedničke odgovornosti među dionicima kao i osjećaj pripadnosti društvu. Također, fer raspodjela dodane vrijednosti dodatno osnažuje odgovornost svih dionika. Uz navedeno, izvještavanje o dodanoj vrijednosti osnažuje položaj menadžmenta. Riahi-Belkaoui (1999: 9) navodi da razlozi za objavu izračuna dodane vrijednosti mogu biti i:

- uvođenje promjena odnosno prijenos dijela upravljanja s vlasnika na ostale dionike
- obavještavanje o uvođenju promjena u poslovanje
- menadžmentsko poticanje vlasnika na donošenje razumnih i prihvatljivih odluka.

3.2.1. Izvještaj o dodanoj vrijednosti

Za poslovni uspjeh nekog društva, osim menadžmenta, zaslužni su i ostali dionici: vlasnici, zaposlenici, vjerovnici i država. Da bi se zadovoljile njihove potrebe za informacijama o poslovanju, nije dovoljan samo račun dobiti i gubitka jer iz njega nije jasno vidljivo koliko tko dobiva. Zbog tog razloga izvještaj od dodanoj vrijednosti (engl. *value added statement* – VAS) je, gledajući iz aspekta društveno odgovornog izvještavanja, prihvatljiviji.

Glavni razlog zbog kojeg se izrađuje izvještaj o dodanoj vrijednosti je to što se iz njega jasno vidi kolika je ostvarena dodana vrijednost i kako je raspodijeljena. Prema van Staden (2000: 2), prvi izvještaji o dodanoj vrijednosti koristili su se u Ujedinjenom Kraljevstvu i njima je menadžment djelatnicima objašnjavao ostvarene rezultate. Takav je pristup bio važan u vrijeme nakon Drugog svjetskog rata, ali takva je praksa prestala pedesetih i šezdesetih godina prošlog stoljeća. Nakon toga, izvještaj se ponovo počeo objavljivati sedamdesetih godina prošlog stoljeća. Prema Gray i Maunders (1980), interes za izvještajem o dodanoj vrijednosti počinje od objave izvještaja „Korporativni izvještaj“ (engl. *The Corporate Report*)

(ASSC 1975). „Korporativni izvještaj“ je izdalo udruženje certificiranih računovođa Engleske i Velsa u svrhu razumljivosti i pouzdanosti financijskih izvještaja, te su preporučili izradu i objavu izvještaja o dodanoj vrijednosti. Engleska vlada je 1977. godine izdala izvještaj „Budućnost korporativnog izvještavanja“ (engl. *The Future of Company Reports*), u kojem su i oni preporučili objavu istog dokumenta, uz bilancu i račun dobiti i gubitka. Tada su i društva iz drugih država, prvenstveno Nizozemske, Francuske i Njemačke, počela objavljivati izvještaj o dodanoj vrijednosti. Osim njih, isti je izvještaj prihvaćen i u Danskoj, Švicarskoj i Italiji, a osobito u državama koje su bivše engleske kolonije. Mandal i Goswami (2008: 103) navode da iako zakonski nije obavezno objavljivanje, 63 % australskih društava objavljuje izvještaj o dodanoj vrijednosti. U Južnoj Africi 1997. godine (van Staden 2000: 1) više od 200 od ukupno 400 industrijskih društava koja su kotirala na Johanesburškoj burzi u godišnjem izvještaju su objavila izvještaj o dodanoj vrijednosti. U SAD-u nikad nije osobito prihvaćen (Markota 2012: 74).

Mandal i Goswami (2008: 104) navode ciljeve koji se postižu izradom izvještaja o dodanoj vrijednosti:

- iskazati dodanu vrijednost koju je društvo ostvarilo u određenom vremenskom periodu
- izmjeriti zaradu koju je društvo ostvarilo u svrhu vrednovanja poslovnih jedinica
- iskazati raspodjelu dodane vrijednosti svim dionicima – zaposlenicima, vjerovnicima, državi i vlasnicima
- iskoristiti izvještaj o dodanoj vrijednosti kao osnovu za analize, za određivanje ciljeva i planiranje, za poboljšanje proizvodnosti itd.

Izvještaj o dodanoj vrijednosti sastoji se od dva dijela. U prvom su dijelu navedeni prihodi i rashodi, a u drugom dijelu je navedena raspodjela dodane vrijednosti. Pri tome se izrađuje u vertikalnoj ili horizontalnoj formi. Osim vertikalne i horizontalne forme, izrađuje se na principu neto dodane vrijednosti ili na principu bruto dodane vrijednosti. U nastavku su primjeri izvještaja o dodanoj vrijednosti s istim ostvarenim prihodima i rashodima, po neto i bruto principu.

Tablica 2: Primjer izvještaja o neto dodanoj vrijednosti

IZVJEŠTAJ O DODANOJ VRIJEDNOSTI			
GODINA	2013	2014	2014/2013
Prihod od prodaje	1.160.503	1.222.706	105 %
Povećanje zaliha	17.291	30.086	174 %
Kapitalizirani vlastiti troškovi	3.439	2.499	73 %

Ostali prihodi	16.343	32.531	199 %
Financijski prihodi	3.965	7.740	195 %
UKUPNO	1.201.541	1.295.562	108 %
Minus			
Materijalni troškovi	911.571	909.418	100 %
Deprecijacija i amortizacija	30.041	33.837	113 %
Vrijednosna usklađenja	3.472	1.329	38 %
Rezerviranja	3.301	438	13 %
Ostali troškovi	63.765	151.842	238 %
UKUPNO	1.012.150	1.096.864	108 %
NETO DODANA VRIJEDNOST	189.391	198.698	105 %
Korištenje			
Za osoblje	154.871	166.888	108 %
Za javni sektor – porez na dobit	3.485	2.407	69 %
Za kreditore	15.159	18.436	122 %
Društvu i dioničarima	15.876	10.967	69 %
NETO DODANA VRIJEDNOST	189.391	198.698	105 %

Izvor: doktorandova izrada (2017)

Tablica 3: Primjer izvještaja o bruto dodanoj vrijednosti

IZVJEŠTAJ O DODANOJ VRIJEDNOSTI			
GODINA	2013	2014	2014/2013
Prihod od prodaje	1.160.503	1.222.706	105 %
Povećanje zaliha	17.291	30.086	174 %
Kapitalizirani vlastiti troškovi	3.439	2.499	73 %
Ostali prihodi	16.343	32.531	199 %
Financijski prihodi	3.965	7.740	195 %
UKUPNO	1.201.541	1.295.562	108 %
Minus			
Materijalni troškovi	911.571	909.418	100 %
Vrijednosna usklađenja	3.472	1.329	38 %
Rezerviranja	3.301	438	13 %
Ostali troškovi	63.765	151.842	238 %
UKUPNO	982.109	1.063.027	108 %
BRUTO DODANA VRIJEDNOST	219.432	232.535	106 %
Korištenje			
Deprecijacija i amortizacija	30.041	33.837	113 %
Za osoblje	154.871	166.888	108 %
Za javni sektor – porez na dobit	3.485	2.407	69 %
Za kreditore	15.159	18.436	122 %
Društvu i dioničarima	15.876	10.967	69 %
BRUTO DODANA VRIJEDNOST	219.432	232.535	106 %

Izvor: doktorandova izrada (2017)

Izvještaj o dodanoj vrijednosti trebao bi se raditi na bruto i neto principu, ako se predviđa da će ga koristiti veći broj korisnika u razne svrhe. U slučaju visoke inflacije moraju se obaviti

prilagodbe jer bi u protivnom izrada izvještaja o dodanoj vrijednosti bila besmislena. Ako izvještaj o dodanoj vrijednosti izrađuje društvo matica koje ima društva kćeri, poželjno je učiniti segmentaciju kako bi se vidjelo što je tko ostvario.

3.2.2. Prednosti i nedostaci izvještaja o dodanoj vrijednosti

Na temelju svega prethodno iznesenog, u nastavku su navedene prednosti izvještavanja o dodanoj vrijednosti:

- organiziranje zaposlenika: izvještavanje o dodanoj vrijednosti doprinosi dobroj „organizacijskoj klimi“ ističući doprinos zaposlenika u konačnom rezultatu društva
- određivanje nagrada i bonusa menadžmentu: izvještavanje o dodanoj vrijednosti sagledava doprinos društva svim dionicima i na takav način sagledava učinak menadžmenta
- omogućuje preciznije planiranje: izvještaj o dodanoj vrijednosti omogućuje jasnije sagledavanje mogućnosti društva, a time i preciznije planiranje
- mjerenje postignuća na razini države: izvještaj o dodanoj vrijednosti sadrži informacije korisne makroekonomistima (mjerenje ekonomskog razvoja države i sl.)
- ukazuje na značaj društva: u nekim slučajevima, iz izvještaja o dodanoj vrijednosti najbolje se može procijeniti važnost društva za lokalnu zajednicu, vrstu djelatnosti u kojoj posluje kao i o utjecaju na društva koja se bave drugim djelatnostima (s obzirom na velik broj kooperanata kao i na velik utrošak materijala, npr. brodogradnja)
- efikasnije pregovaranje sa sindikatima: izvještaj o dodanoj vrijednosti daje jasnu sliku o postignuću društva i o raspodjeli ostvarene dodane vrijednosti, što je dobro polazište za pregovore sa sindikatima
- predviđanja investitora: izvještaj o dodanoj vrijednosti sadrži informacije koje postojećim i potencijalnim investitorima mogu biti od koristi prilikom donošenja odluka o prodaji ili ulaganju u vrijednosnice
- mjera uspješnosti: u nekim slučajevima je neto dodana vrijednost bolja mjera uspješnosti od dobiti nakon oporezivanja, osobito u slučajevima manipulacija kada se, primjenjujući računovodstvene tehnike, želi iskazati gubitak umjesto dobitka
- baza za ekonomske pokazatelje: osim tradicionalnih pokazatelja poslovanja temeljenih na bilanci i računu dobiti i gubitka, dodana vrijednost također može poslužiti pri izračunu pokazatelja poslovanja.

Osim navedenih prednosti, u literaturi se spominju i nedostaci izvještaja o dodanoj vrijednosti. U nastavku su navedeni neki od njih (Riahi-Belkaoui 1999: 10):

- izvođenje pogrešnih zaključaka:
    a) društvo je kooperativno udruženje
    b) vlada države je dio tog udruženja
    c) svi dionici pripadnici su kooperativnog udruženja
- mogućnost nerazumijevanja izvještaja, osobito u slučajevima kad bogatstvo (mjereno dodanom vrijednošću) raste, a dobit ili neke druge sastavnice dodane vrijednosti padaju
- neadekvatno usmjeravanje menadžmenta: rezultati iskazani u izvještaju o dodanoj vrijednosti mogu usmjeriti menadžment da pod svaku cijenu želi povećati dodanu vrijednost ili neke njezine dijelove
- neadekvatno tumačenje izvještaja o dodanoj vrijednosti može rezultirati sljedećim zabludama:
    a) rast dodane vrijednosti mora povećati dobit
    b) rast dodane vrijednosti po zaposlenom mora donijeti korist dioničarima
    c) moguće je unaprijed odrediti odgovarajuće promjene u raspodjeli dodane vrijednosti
    d) visoka dodana vrijednost po zaposlenom naznačuje superiorne rezultate poslovanja
    e) zaposlenici dobivaju prevelik dio dodane vrijednosti
- pogrešne predodžbe: dodana vrijednost je različita od dobiti. Dobit se mjeri povratom dioničarima, dok se dodana vrijednost mjeri novostvorenim bogatstvom za one koji su sudjelovali u njezinu nastajanju, a to su zaposlenici, vlasnici, vjerovnici i država. Izvještaj o dodanoj vrijednosti ne služi za obračun poreza na dodanu vrijednost. Da bi se dobile poveznice između izvještaja o dodanoj vrijednosti i poreza na dodanu vrijednost, potrebno je napraviti određene preinake jer:
    a) dodana vrijednost ostvarena u društvima kćerima sa sjedištem u drugim državama ne podliježe oporezivanju u državi u kojoj se nalazi matično društvo
    b) ovisno o državi gdje društvo ima sjedište, različite su politike oporezivanja porezom na dodanu vrijednost kad se radi o nabavci dugotrajne imovine itd.

3.3. Istraživanja na temu dodane vrijednosti

Brojna su istraživanja ekonomske dodane vrijednosti u svijetu. U nastavku su navedena samo neka, a iz njih je vidljivo da je primjena EVA-e kao glavnog pokazatelja stvaranja bogatstva za dioničare upitna. Lovata i Costigan (2002) utvrdili su da društva koja koriste EVA-u imaju više institucionalnih vlasnika od onih društava koja ne koriste EVA-u. Grant (1996) je utvrdio da EVA značajno utječe na vrijednost društva.

Stewart (1994) je utvrdio da EVA određuje cijenu dionica bolje nego ostali pokazatelji temeljeni na podacima iz financijskih izvještaja. Lefkowitz (1999) je na uzorku društava iz SAD-a istražio koreliranost EVA-e i tradicionalnih pokazatelja s povratom na dionice i utvrdio je da je EVA jače korelirana s povratom na dionice od tradicionalnih pokazatelja. Machuga et al. (2002) navode da EVA unapređuje predviđanja buduće dobiti. Lehn i Makhija (1997) istražili su stupanj korelacije EVA-e i tradicionalnih pokazatelja s povratom na dionice. Rezultati koje su dobili pokazali su da EVA ima najviši stupanj korelacije s povratom na dionice. Chen i Dodd (1997) također navode da EVA pruža više informacija o dobiti od ostalih pokazatelja. Worthington i West (2004) su na uzorku australskih društava utvrdili da je EVA povezanija s povratom na dionice od dobiti i neto gotovinskog tijeka.

Prethodni autori utvrdili su superiornost EVA-e u predviđanju povrata na dionice, međutim postoje i autori čija su istraživanja dala suprotne rezultate. Biddle et al. (1997) su istražili povezanost EVA-e i dobiti s povratom na dionice i utvrdili su da je dobit povezanija s povratom na dionice. Ismail (2006) je istražio povezanost grupe pokazatelja s povratom na dionice i utvrdio je da operativna dobit nakon oporezivanja i neto dobit bolje objašnjavaju povrat na dionice od EVA-e. Također su Peterson i Peterson (1996) utvrdili da EVA zaostaje za tradicionalnim pokazateljima u prognozi povrata na dionice. Biddle (1998) kao glavne razloge rezultata koji pokazuju da su tradicionalni pokazatelji bolji u predviđanju povrata na dionice od EVA-e navodi dva razloga: pogreške u izračunu troška kapitala i računovodstvene prilagodbe prilikom izračuna EVA-e.

S obzirom na to da je Stewart (1991) utvrdio da postoji jaka korelacija između EVA-e i tržišne dodane vrijednosti (engl. *market value added* – MVA), dio istraživanja proveden je s ciljem da se provjeri ta veza. O'Byrne (1996) i Finegan (1991) utvrdili su da je EVA povezana s MVA-om i da je EVA jasan pokazatelj ulagačkih očekivanja. Ghanbari i More (2007)

istražili su odnos EVA-e i MVA-e na primjeru indijske automobilske industrije i rezultati koje su dobili pokazali su jaku povezanost između EVA-e i MVA-e.

Dio provedenih istraživanja dao je suprotne rezultate. Kramer i Pushner (1997) utvrdili su jaču vezu između NOPAT-a i MVA-e nego između EVA-e i MVA-e. Fernandez (2001) je pratio rast MVA-e kroz 10 godina i utvrdio je veću povezanost između NOPAT-a i MVA-e nego između EVA-e i MVA-e. Za ovo je istraživanje interesantno navesti da je uzorak iznosio 582 društva. Za 296 društava pokazala se jača korelacija između NOPAT-a i MVA-e nego između EVA-e i MVA-e, a za 210 društava iz uzorka korelacija između EVA-e i MVA-e bila je negativna. Wet (2005) je na uzorku društava iz Južne Afrike istražio povezanost EVA-e i dobiti po dionici s MVA-om. Utvrdio je slabu povezanost EVA-e i dobiti po dionici s MVA-om, a najjače je s MVA-om bio povezan gotovinski tijek.

I istraživanja na temu tržišne dodane vrijednosti uglavnom uspoređuju MVA sa ostalim pokazateljima. Altaf (2016) je na uzorku od 325 indijskih društava ispitao povezanost MVA-e s EVA-om kao i s tradicionalnim pokazateljima poslovanja kao što su operativna dobit, dobit nakon oporezivanja, povrat na investiciju (ROI) itd. Iako je utvrđena povezanost EVA-e i MVA-e, rezultati istraživanja pokazali su da su tradicionalni pokazatelji povezaniji s MVA-om od EVA-e, a operativni prihod je najjače povezan s MVA-om. Lee i Kim (2009) istražili su koji od pokazatelja – EVA, MVA i REVA (engl. *Refined economic value added*) najbolje vrednuje uspješnost poslovanja društava koja se bave hotelijerstvom i ugostiteljstvom. U istraživanju su uzeli pokazatelje EVA, MVA i REVA kao i tradicionalne pokazatelje poslovanja. Prema dobivenim rezultatima, MVA i REVA pokazale su se najboljim za vrednovanje uspješnosti poslovanja društava iz djelatnosti hotelijerstva i ugostiteljstva.

Kramer i Peters (2001) istražili su je li EVA najbolji pokazatelj za predviđanje MVA. Utvrdili su da je operativna dobit nakon oporezivanja (NOPAT) bolja od EVA-e u predviđanju MVA-e. Thenmozhi je istražio povezanost MVA-e i tradicionalnih pokazatelja povrat na investiciju (ROI), i povrat na dionicu (EPS) s cijenom dionica. Rezultati dobiveni ovim istraživanjem pokazuju da su MVA i MVA po dionici (engl. *market value added per share* – MVAPS) bolji pokazatelji kretanja cijena dionica, ali Thenmozhi također naglašava da se navedeni pokazatelji ne bi trebali koristiti pojedinačno jer je rezultatima istraživanja utvrđeno da nijedan od testiranih pokazatelja pojedinačno ne daje zadovoljavajuće rezultate (Thenmozhi 2000).

Hillman i Keim (2001) istražili su odnose bogatstva dioničara i socijalne zahtjeve imajući u vidu sve dionike. Tumačeći rezultate istraživanja, naglasili su da MVA može biti napredak u odnosu na tradicionalne pokazatelje imajući u vidu sve dionike. De Wet (2005) je istražio povezanost EVA-e i tradicionalnih pokazatelja: dobit po dionici, dividenda po dionici, ROA-e i ROE s MVA-om. Dobiveni rezultati pokazali su da EVA nema prednost nad tradicionalnim pokazateljima kad se radi o povezanosti s MVA-om. Kaur i Narang (2009) su na uzorku od 104 indijska društva istražili povezanost EVA-e i tradicionalnih pokazatelja s MVA-om. Iako dobiveni rezultati pokazuju da su EVA i MVA povezane, dobit nakon oporezivanja pokazala se boljim pokazateljem za tumačenje MVA-e. Nakhaei (2016) je na uzorku od 395 društava koja kotiraju na malezijskoj burzi istražio povezanost MVA-e i tradicionalnih pokazatelja s povratom na dionice. Dobiveni rezultati pokazuju veću povezanost neto prihoda i operativne dobiti nakon oporezivanja s povratom na dionice. Pandyja (2014) je na uzorku od 21 indijske banke ispitao povezanost MVA-e i tradicionalnih pokazatelja s povratom na dionice. Dobiveni rezultati pokazuju da ni jedan pokazatelj ne postiže zadovoljavajuće rezultate pa ih autor preporučuje koristiti zajedno.

Ovdje su navedeni samo neki od mnogobrojnih znanstvenih radova u kojima se istražila povezanost MVA-e s ostalim pokazateljima poslovanja, osobito s EVA-om i s povratom na dionice. Neki od radova MVA pokazuju kao superioran pokazatelj poslovanja, dok drugi prednost daju ostalim, ili kako ih autori nazivaju, tradicionalnim pokazateljima poslovanja. U svakom slučaju, za ispravnu analizu poslovanja bi trebalo koristiti više pokazatelja a ne samo jedan.

4. TEORIJSKA PODLOGA ISTRAŽIVANJA KVALITETE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA I ODNOSA S DODANOM VRIJEDNOŠĆU

U prvom dijelu poglavlja obrazložena je važnost informacije u računovodstvenoj teoriji. Zatim su obrazložene teorije koje služe kao podloga istraživanju. Za sve je teorije zajedničko da je od velike važnosti pristup informacijama, što smanjuje informacijsku asimetriju. Osim toga, menadžeri određuju koje će se informacije javno objaviti. Teorije objašnjavaju motive i ponašanje menadžera, što je u direktnoj vezi s njihovom odlukom o objavi informacija, a rezultira određenom razinom kvalitete dobrovoljnog izvještavanja.

4.1. Važnost informacije u računovodstvenoj teoriji

Kako navodi Scott (2009), početkom osamnaestog stoljeća u Engleskoj počinje se razvijati koncept dioničkih društava. Mogućnost promjene vlasništva dionica dovela je do nastanka burzi, kao organiziranih mjesta trgovanja, gdje se dionice mogu prodati i kupiti. Potencijalni investitori su, u svrhu smanjenja rizika, tražili da im se na raspolaganje stave informacije o poslovanju društava za koja su zainteresirani. Na takav se način počeo razvijati sustav izvještavanja investitora, s obzirom na to da oni do tada nisu bili u stanju pratiti poslovanje dioničkih društava. Društva su imala korist jer su mogla doći do sredstava potrebnih za poslovanje i razvoj, a investitori su dolazili do informacija neophodnih da bi rizik ulaganja učinili prihvatljivim. S obzirom na to da su objavljene informacije trebale biti vjerodostojne, došlo je do razvoja revizije i potrebe za državnom regulacijom tržišta kapitala. Godine 1844. dolazi do objave dokumenta „Companies Act“ kojim je određeno izdavanje revidirane bilance (Scott 2009).

Međutim, sve do početka dvadesetog stoljeća, objava financijskih izvještaja i informacija o poslovanju bilo je prepušteno dobroj volji društava. Također, otegotna okolnost bila je i nepostojanje jasnih računovodstvenih standarda, pa tako nije bilo jasno kako se što knjiži (na primjer, smanjuje li amortizacija dobit ili ne). Početkom dvadesetog stoljeća, dolazi do snažnog razvoja gospodarstva SAD-a, što dovodi do daljnjeg razvoja tržišta kapitala. Ipak, tek su slom burze u SAD-u 1929. godine i velika kriza koja je potom uslijedila doveli do velikih

promjena u izvještavanju. Securities Exchange Act of 1934[16] je dokument kojim je u cilju regulacije tržišta kapitala kao i bolje zaštite i izvještavanja investitora osnovana Securities and Exchange Commission (SEC), koja je od tada regulator tržišta kapitala u SAD-u. Prije osnivanja SEC-a, u SAD-u je, na području izvještavanja, postojalo razdoblje koje se nazivalo „blue sky laws." Društva su izvještavala kako im je odgovaralo (u prvom redu štiteći svoj položaj); trgovanje „insajderskim" informacijama bilo je rasprostranjeno, imovina društava često je bila precijenjena itd. Smatra se da je takav način izvještavanja doprinio slomu burze 1929. godine. Stoga se 1934. godina i osnivanje SEC-a drži jednom od prekretnica u poslovanju tržišta kapitala ne samo u SAD-u, nego i u svijetu.

Godine 1940. Paton i Littleton izdali su knjigu „Uvod u korporativne računovodstvene standarde" (engl. *An Introduction to Corporate Accounting Standards*) (Scott 2009). Cilj autora nije bio postaviti standarde nego ih razvijati, a računovodstveni standardi se dijele na dva dijela: na standardizirano računovodstvo, kojim se ograničuje sloboda računovođa i računovodstvene principe, kojim se nalaže univerzalnost i kontinuitet u primjeni. Prema Scott (2009), navedena knjiga je prekretnica u korporativnom izvještavanju jer naglašava značaj računa dobiti i gubitka.

Osnovna svrha informacija koje društva objavljuju u izvještajima namijenjenim javnosti je korisnost. Objavljene informacije trebaju biti korisne prilikom donošenja poslovnih odluka. FASB i IASB kao cilj financijskog izvještavanja navode objavu informacija koje će biti korisne korisnicima informacija u procesu donošenja poslovnih odluka. Iako FASB i IASB zasebno obrađuju kriterije kvalitete računovodstvenih informacija, između njihovih zahtjeva za kvalitetom informacija nema većih suštinskih razlika. Scott navodi da je važna ona informacija koja može prouzročiti promjenu odluke i to na način da pomaže korisniku informacije potvrditi ili promijeniti zaključke o prošlosti i sadašnjosti kao i predvidjeti buduća događanja. Važna informacija poboljšava korisnikovu mogućnost donošenja ispravnih odluka poboljšavajući njegova dosadašnja znanja i unapređujući njegova predviđanja. Znanje o onome što se dogodilo poboljšat će korisnikovu mogućnost predviđanja rezultata sličnih ili

[16] Securities Exchange Act of 1934 je u literaturi još poznat pod nazivima Securities Act of 1934, Exchange Act ili 1934 Act. Prethodio mu je Securities Act of 1933 koji se u literaturi još naziva Truth in Securities Act, Federal Securities Act ili samo 1933 Act. Svrha Securities Act of 1933 je bila povećati povjerenje javnosti u tržište kapitala na način da se postave standardi izvještavanja za društva čije vrijednosnice kotiraju na tržištu kapitala.

istih događanja u budućnosti. Bez informacija o prošlosti, osnova za predviđanje nije čvrsta. Bez interesa za buduće poslovne događaje, znanje o prošlosti je nepotrebno (Scott 2009: 86).

Suvremeni koncepcijski okviri definiraju kvalitativna obilježja računovodstvenih informacija, odnosno problematika kvalitete financijskih izvještaja razmatra se u FASB-ovom SFAC No. 2 – Kvalitativna obilježja računovodstvenih informacija, te u IASB-ovom Okviru za sastavljanje i prezentiranje financijskih izvještaja (točke 24 – 46). Računovodstvene informacije su upotrebljive za korisnike ako posjeduju četiri glavna obilježja a to su:

- razumljivost
- važnost
- pouzdanost
- usporedivost.

Kriterij razumljivosti pretpostavlja da su izvještaji sastavljeni na način koji je razumljiv korisnicima. Kriterij važnosti pretpostavlja da računovodstvena informacija mora biti važna da bi bila korisna prilikom donošenja odluka. Korisne informacije su one koje mogu utjecati na proces odlučivanja korisnika informacija. Na važnost informacije utječe njezina značajnost, a prema IASB-u, informacija je značajna ako njezino izostavljanje ili pogrešno prikazivanje može utjecati na ekonomske odluke korisnika donesene na temelju financijskih izvještaja (Bartulović 2013: 10). Kriterij pouzdanosti pretpostavlja sljedeće kriterije: vjerno predočavanje, prevaga biti nad formom, neutralnost, opreznost i potpunost. Kriterij usporedivosti ima dva aspekta – prostorni i vremenski. Ako je kriterij usporedivosti ispunjen, tada korisnici informacija mogu usporediti poslovanje više društava kao i usporediti i analizirati poslovanje određenog društva kroz više obračunskih razdoblja.

FASB prema kvaliteti financijskih izvještaja razlikuje dvije razine:

- primarnu
- sekundarnu.

Primarna kvaliteta računovodstvenih informacija određena je dvama kriterijima: relevantnošću (važnošću) i pouzdanošću. Prema Bartulović (2013: 10), da bi bila važna, računovodstvena informacija mora utjecati na odluku korisnika te sadržavati sljedeće karakteristike: vrijednost predviđanja (sagledavanje budućnosti), vrijednost povratne veze i pravovremenost. Računovodstvena informacija koja posjeduje odliku važnosti pomaže korisniku u predviđanju budućnosti te korigira ili potvrđuje procjene iz prošlosti.

Pravovremenost objave informacija također je značajna jer korisniku mora biti dostupna prije donošenja odluke. Ako nije objavljena pravovremeno, korisnik informacije više nema mogućnost mijenjanja odluke.

Pouzdanost je drugi kriterij koji određuje primarnu kvalitetu računovodstvenih informacija. Pouzdana je ona računovodstvena informacija koja vjerno predočava događaje i koja je oslobođena pogrešaka i pristranosti. Da bi bila pouzdana, računovodstvena informacija mora imati sljedeće tri karakteristike: dokazivost, nepristranost i istinitost (Bartulović 2013: 11). Prema Žager i Žager (1999: 89), informacija mora biti dokaziva (što je posebno važno u provođenju kontrole i revizije poslovanja) i nepristrana, što znači da se za različite korisnike ne mogu u istoj pojavi prezentirati različite proturječne informacije.

Iz aspekta sekundarne kvalitete računovodstvenih informacija, korisna je ona koja je usporediva i dosljedna. Prema Bartulović (2013: 11), usporedivost postoji ako je računovodstvene informacije određenog društva moguće usporediti s drugim društvima (prostorna usporedivost) kao i analizirati poslovanje društva tijekom određenog vremenskog razdoblja (vremenska usporedivost). Uvjet dosljednosti je zadovoljen ako društvo dosljedno primjenjuje usvojene računovodstvene metode i postupke pri evidentiranju poslovnih događaja i sastavljanju financijskih izvještaja.

Temeljna pretpostavka za efikasno funkcioniranje tržišta kapitala je pravovremena dostupnost potpunih i točnih informacija svim sudionicima tržišta. Na takav način postiže se optimalna alokacija sredstava od onih koji imaju višak sredstava prema onima kojima sredstva nedostaju. Također, zbog raspolaganja svim potrebnim informacijama, rizik ulaganja sveden je na minimum. Međutim, ovakva idealna situacija, na tržištu se gotovo nikad ne događa. Uglavnom investitori nemaju sve informacije o drugoj strani. Takav fenomen naziva se informacijska asimetrija a Akerlof (1970) ga je definirao kao problem nepovoljnog izbora.[17]

Dvije su vrste informacijske asimetrije:

- skrivena informacija (engl. *hidden information*; *adverse selection*)
- skriveno djelovanje (engl. *hidden action*; *moral hazard*).

[17] Akerlof (1970) je problem nepovoljnog izbora nazvao i „problem tržišta limuna“ te ga je objasnio na primjeru tržišta rabljenih automobila.

Zbog mogućnosti postojanja skrivene informacije i skrivenog djelovanja, vlasnici i kreditori pokušavaju naći načine kontrole menadžera. O tome će biti više riječi prilikom obrazloženja agencijskog problema i ostalih teorija, koji su teorijska podloga ovom radu.

4.2. Pozitivna računovodstvena teorija

Autori pozitivne računovodstvene teorije su Watts i Zimmerman (1978; 1986). Pozitivna računovodstvena teorija nastala je kao pokušaj autora da predvide događanja u poslovnom svijetu i protumače ih kroz računovodstvene politike. Za razliku od normativne teorije koja preporučuje što bi se trebalo učiniti, pozitivna računovodstvena teorija pokušava objasniti i predvidjeti koje će se računovodstvene politike u društvima s određenim karakteristikama koristiti i koji će se rezultati postići korištenjem odabranih računovodstvenih politika. Pozitivna računovodstvena teorija zasniva se na tri pretpostavke i naglašava problem oportunističkog ponašanja menadžera.

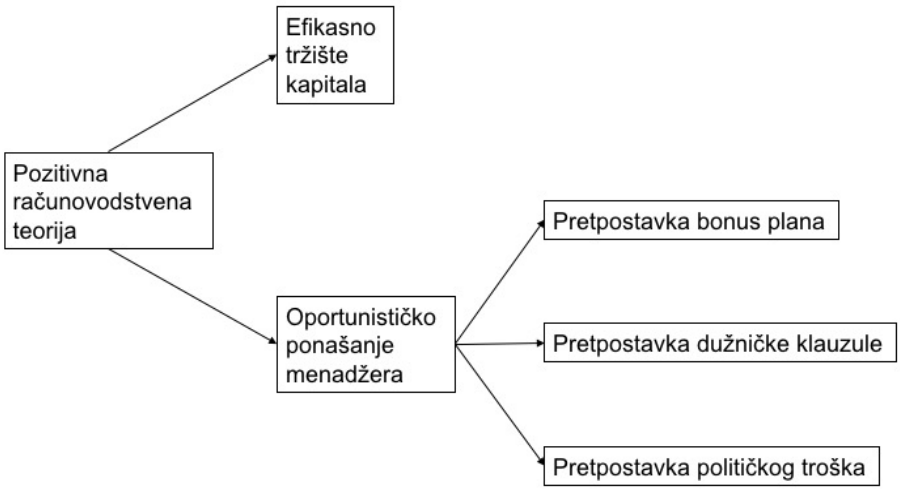
Izbor računovodstvene politike odražava se na poslovne rezultate društva, a samim tim i na vrijednost društva. Stoga je izbor računovodstvenih politika važno pitanje za menadžment kao i za investitore.

Zef navodi da zbog „ekonomskih posljedica“ postoji utjecaj računovodstvenih izvještaja na odluke menadžera, vlade i kreditora i to naziva „intervencijom treće strane“. Isti autor dalje navodi da intervencija treće strane komplicira uvođenje računovodstvenih standarda. Ako bi računovodstvene politike bile nevažne, njihov izbor bi se odvijao između zakonodavnih tijela s jedne i računovođa i revizora s druge strane. Kad bi samo ove strane bile uključene, računovodstveni model postavljen na konceptu suprotstavljanja troškova i prihoda bio bi prihvaćen i nikoga osim njih ne bi bilo briga koje se politike koriste. Odnosno, utjecaj računovodstvenih politika bi tada bio neutralan (Zef 1978).

Prema Scott (2009), teorija efikasnog tržišta kapitala govori da na efikasnom tržištu ne bi bilo promjene cijene vrijednosnica u slučaju promjene računovodstvene politike. Teorija efikasnog tržišta podrazumijeva potpuno izvještavanje, uključujući i izvještavanje o računovodstvenim politikama. U tom slučaju, svi zainteresirani bi pravodobno mogli jasno protumačiti utjecaj promjene računovodstvenih politika. Međutim, nijedno tržište nije potpuno efikasno. Pozitivna računovodstvena teorija pokušava predvidjeti i objasniti kad se i zašto menadžeri odlučuju na primjenu različitih računovodstvenih politika. Na Slici 7 je

prikazan razvoj pozitivne računovodstvene teorije u slučaju efikasnog tržišta i u slučaju oportunističkog ponašanja menadžera.

Slika 7: Razvoj pozitivne računovodstvene teorije u slučaju efikasnog tržišta i u slučaju oportunističkog ponašanja menadžera



Izvor: preuzeto i prilagođeno od Zakaria et al. (2012)

Pozitivna računovodstvena teorija polazi od pretpostavke da se društva pokušavaju organizirati na najefikasniji mogući način, vodeći pri tome računa o okruženju, konkurenciji i vrsti djelatnosti kojom se bave. Da bi mogla postojati i obavljati svoju djelatnost, društva sklapaju velik broj ugovora. To su ugovori sa zaposlenicima, kreditorima, dobavljačima itd. Zbog efikasnosti, društva nastoje smanjiti troškove navedenih ugovora koliko god je to moguće. Mnogi od ugovora uključuju podatke iz računovodstvenih izvještaja. Tako ugovori sa zaposlenicima uključuju nagrade ovisno o ostvarenom rezultatu, ugovori s dobavljačima ovise o pokazateljima likvidnosti, ugovori s kreditorima često ovise o pokazateljima kao što su ROA, ROE itd.[18]

Iz navedenog proizlaze tri temeljne pretpostavke pozitivne računovodstvene teorije (Scott 2009: 287):

- pretpostavka bonus-plana (engl. *the bonus plan hypothesis*)

[18] Dobavljači često odobravaju dodatne rabate urednim platišama. To je osobito izraženo u državama kao što je Hrvatska, gdje se često ne poštuju rokovi plaćanja računa. Isto tako, urednim dužnicima banke odobravaju nižu kamatnu stopu, zbog manjega kreditnog rizika.

- pretpostavka dužničke klauzule (engl. *the debt covenant hypothesis*)[19]
- pretpostavka političkog troška (engl. *the political cost hypothesis*).[20]

Pretpostavka bonus-plana govori da će menadžeri, ako imaju ugovorene bonuse temeljem ostvarenih poslovnih rezultata, izabrati one računovodstvene politike koje će im omogućiti da dobit, koja bi trebala pripadati budućim obračunskim razdobljima, iskažu u tekućem obračunskom razdoblju, kako bi ostvarili korist za sebe.

Pretpostavka dužničke klauzule govori da će menadžeri, ako ugovori o zaduženju sadržavaju određene klauzule, izabrati računovodstvene politike kojima će dobit iz budućih obračunskih razdoblja iskazati u tekućem razdoblju. Ugovori o zaduženju ponekad sadržavaju klauzule koje društva moraju ispunjavati do konačne otplate duga (za cijelo vrijeme trajanja ugovora o zaduženju). To mogu biti uvjeti kao što je održavanje ugovorene razine neto radnoga kapitala, ostvarenje određenog postotka povrata na imovinu, održavanje određenog odnosa duga i vlastitoga kapitala i sl. Ako takve klauzule postoje, tada postoje i mjere koje će se poduzeti u slučaju neispunjenja, kao što su povećanje kamatne stope, zabrana isplate dividendi i sl. Time bi menadžeri na određeni način bili kažnjeni, pa će učiniti sve što mogu da do toga ne dođe.

Pretpostavka političkog troška govori da će menadžeri, u slučaju političkog rizika,[21] odgovarajućim računovodstvenim politikama dobit iz tekućeg obračunskog razdoblja nastojati iskazati u budućim obračunskim razdobljima. Ostvarivanje visoke dobiti privlači pozornost javnosti, medija i političara. Takva pozornost može rezultirati povećanjem postojećih ili uvođenjem novih poreza. Poznat je primjer iz SAD-a kad je za naftne kompanije uveden poseban porez. Isto tako, društva mogu odgađanjem iskazivanja dobiti pokušati ostvariti korist na način da traže porezne olakšice ili određenu vrstu zaštite od inozemne konkurencije.

---

[19] U određenom broju radova s engleskoga govornog područja, ova se pretpostavka ponekad naziva „The debt / equity hypothesis". Razlog takvog naziva je u tome što vjerovnici često žele da se održava određeni odnos duga i vlastitoga kapitala.

[20] U određenom broju radova s engleskoga govornog područja, ova se pretpostavka ponekad naziva „The size hypothesis." Takav naziv postoji jer su velika društva osobito važna za zajednicu u kojoj posluju pa je i zanimanje svih dionika za njihovo poslovanje veliko.

[21] S gledišta investitora, pod političkim rizikom ne podrazumijeva se samo politička nestabilnost u zemlji, kao što je mogućnost državnog udara ili izbijanja ratnog sukoba. Politički rizik predstavljaju i mjere koje se mogu uvesti i na takav način ugroziti poslovanje ili ga učiniti manje profitabilnim. Jedan od takvih rizika je i mogućnost povećanja postojećih ili uvođenje novih poreza.

Tri navedene pretpostavke su osnova pozitivne računovodstvene teorije. Očekivano je da će menadžeri koji žele povećati dobit u tekućem razdoblju koristiti manje konzervativne računovodstvene politike od onih koji žele smanjiti dobit u tekućem razdoblju. Pozitivna računovodstvena teorija ne predviđa točno koje će računovodstvene politike određeni menadžer odnosno određeno društvo izabrati, ali tvorci pozitivne računovodstvene teorije, Watts i Zimmerman, tvrde da ih se može grupirati u navedene tri skupine kao i da se kasnijim istraživanjima to može empirijski dokazati.

Watts i Zimmerman (1978) navode da će pozitivna računovodstvena teorija pomoći boljem shvaćanju izbora računovodstvenih politika, uvođenje računovodstvenih standarda kao i učinak određenih računovodstvenih standarda na određene grupe i pojedince. U istom radu, autori su svoje tvrdnje dokazali provedenim istraživanjem na uzorku od 53 društva, od kojih je 49 kotiralo na burzi u New Yorku.

Nakon toga slijedila su brojna istraživanja pristalica i kritičara pozitivne računovodstvene teorije. Healy (1985) je na uzorku 94 od 250 najvećih industrijskih društva SAD-a istražio ponašanje menadžera ako imaju ugovoren bonus u slučaju dobiti. Rezultati istraživanja pokazali su da menadžeri češće mijenjaju računovodstvene politike ako imaju ugovorene bonuse. Dichev i Skinner (2002) istražili su pretpostavku dužničke klauzule. Rezultati koje su dobili pokazali su da je najveći dio uvjeta ugovora o zaduženju poštovan, što potvrđuje predviđanje pozitivne računovodstvene teorije. Autori su dobivene rezultate objasnili nastojanjima menadžera da se izbjegne trošak i gubitak reputacije koji bi se mogao dogoditi u slučaju nepoštovanja svih klauzula ugovora o zaduženju. Jones (1991) je istražio iskazivanje dobiti za društva koja su se nalazila pod istragom zbog uvoza robe u SAD. Naime, u SAD-u, International Trade Commission (ITC) je odgovorno tijelo za zaštitu domaćih proizvođača od nelojalne inozemne konkurencije. Osim zaštite domaćih proizvođača, ITC štiti i domaće kupce odnosno posebnu pozornost obraća da domaći kupci ne bi plaćali cijenu određenog proizvoda više nego što moraju. Rezultati istraživanja pokazuju da su društva koja su bila pod istragom za promatrana obračunska razdoblja iskazivala manju dobit nego kad nisu bila pod istragom, što je u skladu s pretpostavkom političkog troška.

Postoji velik broj istraživanja koja potvrđuju pretpostavke Wattsa i Zimmermana (više u Watts i Zimmerman 1990). Isto tako, postoji i velik broj kritičara pozitivne računovodstvene teorije. Kritičari kao zamjerke navode nemogućnost znanstvenog dokazivanja (iako autori teorije tvrde suprotno), zatim da se ne radi o znanstvenoj teoriji, nego „mješavini“ teorije

efikasnog tržišta i agencijske teorije. Osim toga, pojedini kritičari navode da se pozitivna računovodstvena teorija ne razvija, nego da je ostala na tri pretpostavke kao i na samom početku. U svom radu na temu pozitivne računovodstvene teorije Watts i Zimmerman kao kritičare izdvajaju (prema Watts i Zimmerman 1990: 141): Ball i Foster (1982), Tinker et al. (1982), Christenson (1983), Holthausen i Leftwich (1983), Lowe et al. (1983), McKee et al. (1984), Whittington (1987), Hines (1988).

Milne (2002) navodi da se hipoteza političkog troška koristi kako bi se objasnilo dobrovoljno izvještavanje. Kao primjere navodi radove (prema Milne 2002: 369): Belkaoui i Karpik (1989), Ness i Mirza (1991), Panchapakesan i McKinnon (1992), Lemon i Cahan (1997), Deegan i Hallam (1991) te naglašava kako nijedno istraživanje nije uzelo u obzir sve tri pretpostavke pozitivne računovodstvene teorije. Kao mjerilo političkog rizika uglavnom se uzima veličina društva što nije dovoljno dobar argument. Osim toga, nijedno istraživanje nije uzelo u obzir ponašanje menadžera u cijelosti, nego se analiziraju samo pretpostavke pozitivne računovodstvene teorije, što ne daje vjerodostojne rezultate (Milne 2002: 385).

4.3. Agencijska teorija

Agencijska teorija (engl. *Agency theory*) proučava jedan od temeljnih problema korporativnog upravljanja, sukob interesa između ključnih čimbenika društva – vlasnika i menadžera. Svrha agencijske teorije je razvijanje mehanizama za rješavanje takvih sukoba. Važnost agencijske teorije za ovaj doktorski rad proizlazi iz činjenice da menadžeri odlučuju o tome koje će se informacije javno objaviti i kad.

Cerović et al. (2011) navode da su agencijskoj teoriji prethodile teorija maksimizacije prihoda (Baumol 1959), teorija maksimizacije korisnosti (Williamson 1966) i teorija maksimizacije rasta poduzeća (Penrose 1959; Marris 1964). Navedene teorije nisu mogle u potpunosti objasniti ponašanje društava, što se može obrazložiti utjecajem rasta tehnološke učinkovitosti poslovanja te novih mogućnosti financiranja poslovanja, kao i općeg povećanja konkurentnosti tržišta. Zato se novim teorijama, nastalima sedamdesetih godina dvadesetog stoljeća, nastojalo proniknuti u događanja unutar društava[22] (Cerović et al. 2011: 420).

[22] Prema Cerović et al. (2011), ovdje u prvom redu treba navesti bihevioristička teoriju ili teoriju zadovoljavajućeg ponašanja društva (Simon, Cyert i March 1963) te agencijsku teoriju (Jensen i Meckling 1976).

Agencijska teorija na društvo gleda kao na skup ugovornih odnosa od kojih su najvažniji ugovori između vlasnika (principala) i menadžera (agenta), a cilj agencijske teorije je naći optimalan ugovor koji će zadovoljiti i principala i agenta. Prema Tipurić (2008), autori teorije, Jensen i Meckling (1976), pokušali su pokazati kako se društva ne ponašaju prema načelu maksimizacije, ponajprije zbog konflikta interesa koji postoji među ključnim upravljačkim subjektima. Danas je domena agencijske teorije znatno proširena: može biti vrlo korisna kad god je moguće prepoznati situaciju delegiranja neke aktivnosti u cilju provedbe određene zadaće.

Tipurić (2008) dalje navodi da odnos principal – agent nastaje kad jedna strana angažira drugu stranu da obavi određeni posao, uključujući i delegiranje određenih ovlasti odlučivanja. Principal je strana koja povjerava obavljanje zadaće agentu. Principal raspolaže resursima za njezino obavljanje, ali mu je potreban agent za provedbu zadaće kako bi ostvario željene učinke. Principal angažira agenta:

- kad nema potrebnih znanja i sposobnosti ili je posao previše složen pa mu nedostaje znanja za provedbu pojedinih faza posla
- kad nema dovoljno snage i/ili raspoloživog vremena zato što je prevelik opseg posla, prekratko vrijeme potrebno za provedbu, ili je zauzet drugim poslovima.

Kad principal delegira posao agentu, nastaje agencijski odnos. Stoga, ostvarena korist principala izravno ovisi o djelovanju agenta. Agent za provedbu očekuje odgovarajuću nagradu i principal ju je dužan isplatiti. Principal snosi rizik zbog eventualnog neuspjeha, ali i prisvaja efekte provedene zadaće, umanjene za dogovorenu isplatu agentu. Visina agentske naknade najčešće ovisi o interesu koji principal ima u realizaciji postavljene zadaće (Tipurić 2008: 116).

Odnos principala i agenta je polazišna točka agencijske teorije. Principal želi maksimizirati svoju korist, a minimizirati davanja agentu. S druge strane, agent također želi maksimizirati svoju korist. Prema agencijskoj teoriji, bogatstvo principala neće se maksimizirati jer principal i agent:

- imaju različite ciljeve
- imaju različit pristup informacijama (principal ne može u potpunosti pratiti djelovanje agenta i ne može znati koje informacije agent ima)
- nemaju jednaku sklonost riziku.

Agencijski problem nastaje ako agent djeluje suprotno interesima principala. Bez obzira na koji način provodi kontrolu, principal ne može biti potpuno siguran radi li agent u njegovu najboljem interesu pa treba naći način kako djelovanje agenta usmjeriti prema ostvarivanju njegovih ciljeva. Da bi agent mogao ostvariti ciljeve principala, on mu mora dati odgovarajuće ovlasti. Prema Müller i Turner (2005), delegiranje ovlasti agentu uzrokuje sljedeće probleme:

- interesi principala i agenta divergiraju budući da obojica nastoje maksimizirati svoju korist
- principal ne može (bez naknade) nadgledati agenta[23]
- principal nema informacije koje ima agent.[24]

Iz navedenog je jasno da je principal u pravilu manje informiran od agenta, odnosno da postoji informacijska asimetrija. Osim toga, agenti mogu neracionalno koristiti principalova sredstva odnosno ponašati se oportuno. Oportunizam je sebično djelovanje agenta sukladno pretpostavci da svi pojedinci teže maksimizaciji vlastite koristi. Tako su i agenti motivirani samo vlastitim interesom i skloni su iskoristiti svaku situaciju u svoju korist. Agent će birati onu razinu truda (napora) u obavljanju zadaće koja maksimizira njegovu korist. Neskloni radu, agenti će alocirati svoj trud kako bi maksimizirali vlastitu korist, čak i na štetu principala koji ga plaća (Tipurić 2008: 118).

4.3.1. Informacijska asimetrija

Prema Scott (2009: 13), **skrivena informacija** (engl. *hidden information*, *adverse selection*) je vrsta informacijske asimetrije gdje jedna ili više strana u poslovnoj transakciji ili potencijalnoj poslovnoj transakciji imaju informacijsku prednost pred drugim stranama. Skrivena informacija događa se kad određene osobe (često su to menadžeri) znaju više o sadašnjem stanju i perspektivama društva od investitora. Postoje razni načini na koje menadžeri mogu iskoristiti tu svoju prednost. Informacije se mogu proslijediti samo određenim investitorima koji na takav način dolaze u bolji položaj u odnosu na ostale. Ili,

[23] Iako prate i analiziraju poslovanje društva, a samim tim i menadžera, nadzorni odbor ipak ne može provjeriti svaku odluku koju donese menadžment.

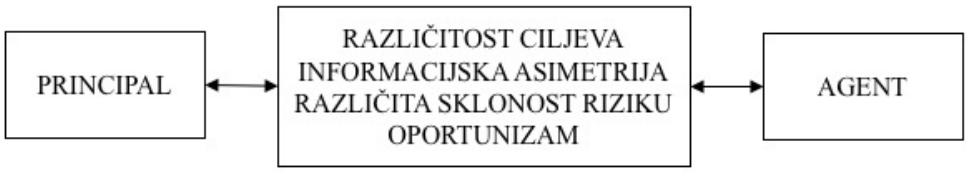
[24] Za razliku od menadžmenta, nadzorni odbor često nema informacije o poslovnim prilikama koje su se ukazale ili se ukazuju.

menadžeri mogu pričekati s objavom informacija kako bi u njima odgovarajućem trenutku podigli ili spustili cijenu vrijednosnica i na takav način ostvarili korist sebi ili samo određenim investitorima. Takvo oportunističko ponašanje menadžera u pravilu se događa na štetu većine drugih investitora kojima nisu dostupne sve potrebne informacije. Takvo ponašanje izaziva velik oprez kod investitora i onemogućuje efikasno funkcioniranje tržišta kapitala.

Druga vrsta informacijske asimetrije je **skriveno djelovanje** (engl. *hidden action*, *moral hazard*). Prema Scott (2009: 14), skriveno djelovanje je vrsta informacijske asimetrije gdje jedna ili više strana u poslovnoj transakciji ili potencijalnoj poslovnoj transakciji mogu u potpunosti kontrolirati odvijanje transakcije, dok druge strane to ne mogu. U praksi se skriveno djelovanje pojavljuje u velikim poslovnim sustavima, gdje je vlasništvo razdvojeno od operativnog upravljanja i kontrole. U tom slučaju, dioničari i kreditori ne mogu u potpunosti nadgledati i kontrolirati poslovni proces što menadžerima daje mogućnost za provedbu skrivenog djelovanja. Na takav način, menadžeri mogu ulagati u dijelove poslovanja u kojima su oni dobri, propuštajući pri tome neke bolje poslovne prilike. Ovakvo oportunističko ponašanje menadžera šteti tržištu kapitala i ekonomiji u cjelini.

Uglavnom agent (menadžer) ima više informacija što principalu (vlasniku) otežava nadgledanje rada agenta. Što je veća informacijska asimetrija, veća je mogućnost oportunističkog djelovanja agenta. Na Slici 8 prikazan je odnos principala i agenta s problemima koji se pojavljuju u njihovu odnosu.

Slika 8: Odnos principala i agenta



Izvor: preuzeto od Tipurić (2008: 117)

Do skrivene informacije dolazi već prije potpisivanja ugovora i stupanja u agencijski odnos. Zbog posjedovanja i skrivanja informacija do kojih principal ne može doći, agent se prikazuje boljim nego što stvarno jest. Za principala je problem odabrati odgovarajućeg agenta i motivirati ga za posao. Stoga prilikom izbora principal mora biti osobito oprezan jer

pogrešan izbor agenta može voditi troškovima kao što su sudski troškovi, troškovi otpremnina zbog raskida ugovora itd.

Više je načina kako principal treba odabrati agenta. Prvi način je temeljito istraživanje tržišta agenata. Drugi način je da se agentu ponudi nekoliko različitih ugovora. Ugovori se sastavljaju tako da loš agent prihvati ugovor koji zahtijeva nisku razinu truda i znanja. Dobri agenti prihvatit će ugovor koji zahtijeva visoku razinu truda i znanja jer očekuju da će zato biti odgovarajuće nagrađeni. Razlika između tih dvaju ugovora naziva se informacijska renta i ta je razlika dodatak koji dobiva dobar agent za otkrivanje svojih sposobnosti (Macho-Stadler i Perez-Castrillo 2001). Treći način je signaliziranje. Ako je zainteresiran za posao, dobar agent će naći način kako ukazati na svoju kvalitetu. Takav signal može biti razina edukacije (diploma prestižnog fakulteta, specijalizirani tečajevi, poslijediplomski studij) kao i razni oblici jamstva da će posao biti dobro obavljen.

Agencijska teorija pretpostavlja da će agent zbog svojeg interesa skrivati informacije od principala. Zbog posjedovanja informacija, agent će izabrati lakši i za njega povoljniji način obavljanja povjerenog posla. Prema Tipurić (2008), ako se radi o problemu skrivene informacije, nadgledanje agenta nema svrhe jer principal ne posjeduje informacije koje posjeduje agent pa ne može ni znati je li djelovanje agenta ispravno.

Situacija kad principal ne može provjeriti što agent radi naziva se skriveno djelovanje. U tom slučaju principal vidi samo konačni rezultat, ali ne može biti siguran je li agent uložio dovoljan trud i sve svoje znanje. Do skrivenog djelovanja dolazi nakon potpisa ugovora i zapošljavanja agenta. Skriveno djelovanje očituje se kroz nedovoljno ulaganje truda u upravljanje principalovom imovinom. Primjeri skrivenog djelovanja su neopravdani rizici, neopravdane investicije u svrhu brzog rasta (rast društva povećava reputaciju agenta, a često su bonusi koji se trebaju isplatiti agentu povezani s rastom društva) i sl. Skriveno djelovanje očituje se i ako agent ulaže u dio poslovanja koji je njemu u interesu (tamo gdje njegove sposobnosti najviše dolaze do izražaja). Osim toga, agent može propuštati poslovne prilike jer se ne želi zaduživati i na takav način riskirati. Prema Dechow i Sloan (1991), ulaganja u istraživanje i razvoj smanjuju se ako se glavni menadžer bliži umirovljenju. Razlog tome je što menadžer želi ostvariti veće bonuse. Kao razloge zbog kojih principal ne može ocijeniti djelotvornost agentovih akcija Tipurić (2008) navodi:

- velik trošak nadgledanja agenta
- znatan utjecaj čimbenika iz okoline na učinak agentova djelovanja.

Postojanje skrivenog djelovanja dovodi do problema prilikom ugovaranja nagrade za agenta. Detaljno nadgledanje je skupo, a nagrađivanje temeljem ostvarenih rezultata donosi dvojbu koliko je agent doprinio ostvarenom rezultatu. Zbog toga principal nastoji razviti sustav nagrađivanja koji agenta motivira na rad. Takav sustav podrazumijeva agentov potpuni angažman, i ono što je principalu osobito važno, suzbijanje problema skrivene informacije i problema skrivenog djelovanja. Važno je da principal i agent sustav nagrađivanja prihvate kao optimalan kompenzacijski sustav jer iako su motivirani vlastitim interesom, pretpostavka je da se radi o racionalnim osobama.

Petersen (1993) je osnovne pretpostavke agencijske teorije grupirao u pet kategorija:

- agenti se razlikuju po vrsti (neki su marljivi i vrijedni, drugi su lijeni, neki su pedantni, drugi rade na brzinu, neki su pouzdaniji, a neki sposobniji) odnosno razlikuju se po sposobnosti da obave posao koji su dogovorili s principalom
- agentov uloženi trud utječe na rezultat (agencijska teorija pretpostavlja da će, neovisno o utjecaju nekontroliranih vanjskih čimbenika, rezultat biti bolji što je agentov trud veći)
- postoje slučajni utjecaji na rezultat, a izvan su kontrole principala i agenta
- rezultat djelovanja je mjerljiv i vidljiv (rezultat ovisi o agentovu djelovanju, kao i slučajnim vanjskim okolnostima, ali je vidljiv i agentu i principalu, jer isplata ovisi o rezultatu)
- postoji informacijska asimetrija (obje strane vide ostvareni rezultat, ali samo agent zna koliki je trud uložio).

Prema Petersen (1993), agencijska teorija može pomoći:

- u odabiru instrumenata za ocjenjivanje i selekciju agenata prije uspostave ugovornog odnosa
- u pronalasku najboljeg sustava nagrađivanja za agentov trud (prema rezultatu ili prema trudu)
- u odgovoru na pitanje treba li isplata agentu biti temeljena na rezultatu ili nagrada treba imati fiksni i varijabilni dio
- u proučavanju odnosa principal – agent u dugom roku.

Čengić (2001: 14) odnos principala i agenta iz perspektive agencijske teorije opisuje kroz ciljeve principala, ciljeve agenta i razloge mogućega konflikta:

Ciljevi principala su:

- maksimizacija uložene vrijednosti uz proračunani rizik
- dobivanje relevantnih informacija o poduzeću i agentu
- kontrola agentova djelovanja (stvarnog i mogućeg)
- kontrola učinaka poduzeća
- ugovaranje optimalne (i poticajne) nagrade za agenta.

Ciljevi agenta su:

- maksimizacija (optimalne) nagrade
- ugovaranje većih nagrada uz veće snošenje rizika
- što veća autonomija u procjeni nužnih i potrebnih akcija
- postizanje što boljih rezultata uz „standardne napore“
- „informacijska prednost“ u odnosu prema principalu (ali i drugim akterima).

Do konflikta između principala i agenta može doći zbog:

- informacijske asimetrije
- različitog viđenja maksimizacije uložene vrijednosti
- različitog viđenja optimalne nagrade
- različitog viđenja alokacije rizika
- različitih dugoročnih interesa
- nejednakosti u upravljačkom znanju
- nejednakosti formalnih položaja.

4.4. Teorija uslužnosti

Teorija uslužnosti (engl. *Stewardship theory*) je alternativa agencijskoj teoriji jer na drugačiji način predviđa odnos između vlasnika i menadžera. Dok agencijska teorija naglasak stavlja na mehanizme koji će spriječiti menadžera da ostvari vlastite interese na štetu interesa vlasnika, teorija uslužnosti naglašava da je potrebno izgraditi odnose u kojima menadžeri djeluju u interesu vlasnika jer je to i u njihovu interesu. Izgradnjom uslužnog odnosa, ciljevi vlasnika i menadžera su isti, pa menadžer u potpunosti postupa u interesu društva.

Teorija uslužnosti ima izvore u organizacijskoj psihologiji i sociologiji, a posebno u sociopsihološkom modelu ljudskog ponašanja koji pretpostavlja kako menadžer prakticira

proorganizacijsko i kolektivističko ponašanje, ostvarujući više zadovoljstva služeći grupi (organizaciji), nego zadovoljavajući vlastite ciljeve (Tipurić 2006). Teorija uslužnosti zastupa stajalište da razdvajanje vlasništva i upravljanja društvom ne vodi nužno do konflikta interesa vlasnika i menadžera.

Uslužnost se može definirati kao predanost menadžera pri osiguravanju opće dobrobiti na takav način da su dugoročni interesi organizacije prioritet u njegovu djelovanju, a ne vlastiti ciljevi i interesi, niti interesi drugih pojedinaca ili skupina (Tipurić i Podrug 2010), zbog čega se govori o odnosima principala i uslužitelja. Naravno, teorija uslužnosti ne podrazumijeva da menadžeri zapostavljaju svoje interese odnosno osobne potrebe i ambicije. Naprotiv, teorija uslužnosti predviđa da će menadžer, ponašajući se kao uslužitelj, maksimizirati (i) svoju funkciju korisnosti djelujući na način koji će osigurati uspješnost društva i maksimizirati bogatstvo dioničara (Davis et al. 1997).

Konfliktni ciljevi pojedinih interesno-utjecajnih skupina dodatni su argument za uslužnost menadžera. Odlučujući o najboljem interesu društva i uspješnim poboljšavanjem organizacijskih performansi, menadžeri – uslužitelji u najvećoj mjeri zadovoljavaju interese većine interesno-utjecajnih skupina (Tipurić 2008: 141). Osim što teorija uslužnosti podrazumijeva podudarnost ciljeva principala i uslužitelja, podrazumijeva i nesmetanu razmjenu informacija što smanjuje ili čak poništava informacijsku asimetriju. Za razliku od agenta, koji je zbog vlastitog interesa orijentiran na kratkoročni poslovni uspjeh društva, uslužitelj je orijentiran na uravnoteženi rast odnosno prvenstvo daje dugoročnom uspjehu društva.

Da bi se maksimizirale koristi uslužnog ponašanja, uslužitelju nisu potrebne posebne kontrole, nego mu se daje autonomnost. Teorija uslužnosti zastupa stajalište da bi posebne kontrole rezultirale kontraučinkom, jer bi u tom slučaju uslužitelj gubio motivaciju.

Za razumijevanje podudarajućih ciljeva principala i uslužitelja, Tipurić (2008) navodi da je potrebno promatrati psihološka obilježja menadžera kao i obilježja situacije. Psihološka obilježja koja utječu na menadžersku motivaciju i prethode uslužnom odnosu su (Tipurić 2008: 141): izvor motivacije, identifikacija s društvom i upotreba moći.

Izvor motivacije uslužitelja je u nematerijalnim stvarima kao što su napredovanje, razvoj, priznanje i sl. Prema uslužnoj teoriji, glavna motivacija uslužitelja nije novac, iako stvaranje i razvoj društva koje uspješno posluje donosi uslužitelju razne povlastice, pa tako i visoku

plaću i premije. Do identifikacije s organizacijom dolazi kad uslužitelj misiju, viziju i ciljeve društva počne doživljavati kao svoje. U tom slučaju, uslužitelj želi pripadati društvu u kojem je zaposlen i svojim djelovanjem želi zadržati takav status. Prihvaća organizaciju društva i nastoji je dalje razvijati u suradnji sa svim djelatnicima. Upotreba moći je utjecanje na druge kako bi se ostvarili zadani ciljevi. Moć, kao potencijalna sposobnost utjecanja na ponašanje drugih, može biti formalna odnosno institucionalizirana ili neformalna, koja je temeljena na socijalnim odnosima i osobnim karakteristikama (Bahtijarević-Šiber i Sikavica 2001: 314). Za razliku od odnosa principal – agent, gdje se koristi institucionalni izvor moći, u odnosu principal – uslužitelj koristi se neformalni izvor moći.

U svakom društvu prevladava određena menadžerska filozofija i ovisno o njoj razvija se agencijski ili uslužni odnos. Ako prevladava menadžerska filozofija koja se zasniva na jakoj kontroli i nepovjerenju, razvija se agencijski odnos. Ako prevladava odnos povjerenja i participativni način vođenja društva, razvija se uslužni odnos. Kulturološke razlike često utječu na formiranje agencijskog ili uslužnog odnosa jer kultura i običaji utječu na način na koji se nadređeni odnosi prema podređenom. Već sam odnos principala prema menadžeru na određeni način određuje i odnos menadžera prema zaposlenicima društva. Prema teoriji uslužnosti, povjerenje je osnovni preduvjet za stvaranje uslužnog odnosa. Nakon toga je važno jasno objašnjenje dužnosti, delegiranje ovlasti i nesmetan protok informacija. Pristaše teorije uslužnosti zastupaju stajalište da je takav način vođenja društva najefikasniji, osobito ako se radi o modernim društvima s kompleksnom organizacijom.

4.4.1. Razlike između agencijske teorije i teorije uslužnosti

Agencijska teorija i teorija uslužnosti su alternativne teorije. Donaldson i Davis (1993) navode da razlika između agencijske teorije i teorije uslužnosti proizlazi iz različitih modela ljudskog ponašanja: sociopsihološki model ljudskog ponašanja za teoriju uslužnosti i ekonomski model za agencijsku teoriju. Agencijski odnos i uslužni odnos su u suprotnosti s obzirom na odnos vlasnika i menadžera. U agencijskom odnosu naglasak je na izgradnji institucijskih i ugovornih mehanizama kako menadžeri ne bi ostvarili vlastite ciljeve na štetu ciljeva vlasnika, dok u uslužnom odnosu, ako se uspješno ostvari, takvih problema nema: ciljevi su zajednički pa je i djelovanje u skupnom interesu (Tipurić 2008). U Tablici 4 je dan pregled teorijskih postavki agencijske teorije i teorije uslužnosti.

Tablica 4: Pregled teorijskih postavki agencijske teorije i teorije uslužnosti

	Agencijska teorija	**Teorija uslužnosti**
menadžer	agent	uslužitelj
pristup upravljanju	ekonomski pristup	sociološki i psihološki pristup
način ponašanja	individualistički oportunistički orijentacija na sebe	kolektivistički proorganizacijski dostojan povjerenja
motivacija	vlastiti ciljevi	ciljevi principala
interesi menadžera i principala	divergentni	konvergentni
organizacijska struktura	struktura monitoringa i kontrole	struktura podrške i ovlašćivanja
pristup vlasnika	averzija prema riziku	sklonost riziku
temelj odnosa principal – menadžer	kontrola	povjerenje

Izvor: Vargas Sanchez (prema Tipurić i Podrug 2010)

Prema Davis et al. (1997), odnos između vlasnika i menadžera ovisi o njihovu ponašanju. Ovisno o osobnim karakteristikama i viđenju situacije, menadžer će se ponašati kao agent ili kao uslužitelj. Principalovo ponašanje ovisi o njegovoj procjeni situacije, kao i o psihološkom profilu menadžera.

Ako principal i agent izaberu agencijski odnos, ostvarit će se očekivanja obiju strana i dolazi do odnosa koji postoji da bi minimizirao eventualne gubitke principala i agenta. Ako principal i menadžer izaberu uslužni odnos, također se ostvaruju očekivanja obiju strana i to na način da je menadžer uslužitelj i ciljeve principala i društva doživljava kao svoje. Do problema može doći ako principal i menadžer nemaju isti pristup njihovu odnosu. U slučaju da principal odabere agencijski, a menadžer odabere uslužni odnos, menadžer se osjeća prevarenim jer nema priliku ostvariti svoje želje i ambicije. Takav odnos dovodi do gubitka menadžerove motivacije. U slučaju da principal odabere uslužni, a menadžer agencijski odnos, principal se osjeća prevarenim jer se menadžer ponaša oportunistički. Takve situacije dovode do pojačane principalove kontrole, a često i do promjene menadžera.

Odnos između principala i menadžera neizbježno se odražava i na odnos prema zaposlenicima, a samim tim i zaposlenici imaju drugačiji stav prema menadžmentu kao i prema društvu u kojem su zaposleni. Ako se radi o agencijskom odnosu, zaposlenici za svoj rad primaju materijalnu kompenzaciju. Problem takvog odnosa je u tome što se zaposlenici osjećaju kao roba na tržištu. Prema Barlett i Ghosal (2002), zadatak viših hijerarhijskih razina menadžmenta je stvoriti organizaciju kojoj zaposlenici žele pripadati. Prema istim autorima, takva organizacija osigurava ne samo izvršenje zadataka, nego i razvoj zaposlenih, što potiče inovativnost, odgovornost i fleksibilnost zaposlenika.

Prema Tipurić i Podrug (2010: 78), literatura o teoriji uslužnosti potvrđuje kako teorija uslužnosti dominira u početnoj fazi poslovanja. Tada je teško mjeriti ostvarivanje ciljeva, a i ne postoje razrađeni kontrolni mehanizmi, nego se odnosi unutar novoosnovanog društva temelje na povjerenju, što je u skladu s uslužnim odnosom. Podrug i Šutalo (2011) navode da su znanje i informacije bili koncentrirani na vrhu hijerarhijske ljestvice pod neposrednim nadzorom menadžmenta. Međutim, u modernom poslovanju informacije moraju barem jednim dijelom biti dostupne svakom članu društva kako bi se omogućilo nesmetano poslovanje.

Tipurić (2006) navodi da je teorija uslužnosti još uvijek u embrionalnoj fazi s puno otvorenih pitanja, dok je agencijska teorija rafinirani instrument s visokom razinom predikcijske moći. Obrasci ponašanja koji bi jasno definirali uslužnost još uvijek ne postoje što je dodatni argument zastupnicima agencijske teorije koji navode da je uslužni odnos nemoguć. Gledano s druge strane, to zastupnicima teorije uslužnosti otvara niz poticaja u svrhu unapređenja korporativnog upravljanja u budućnosti.

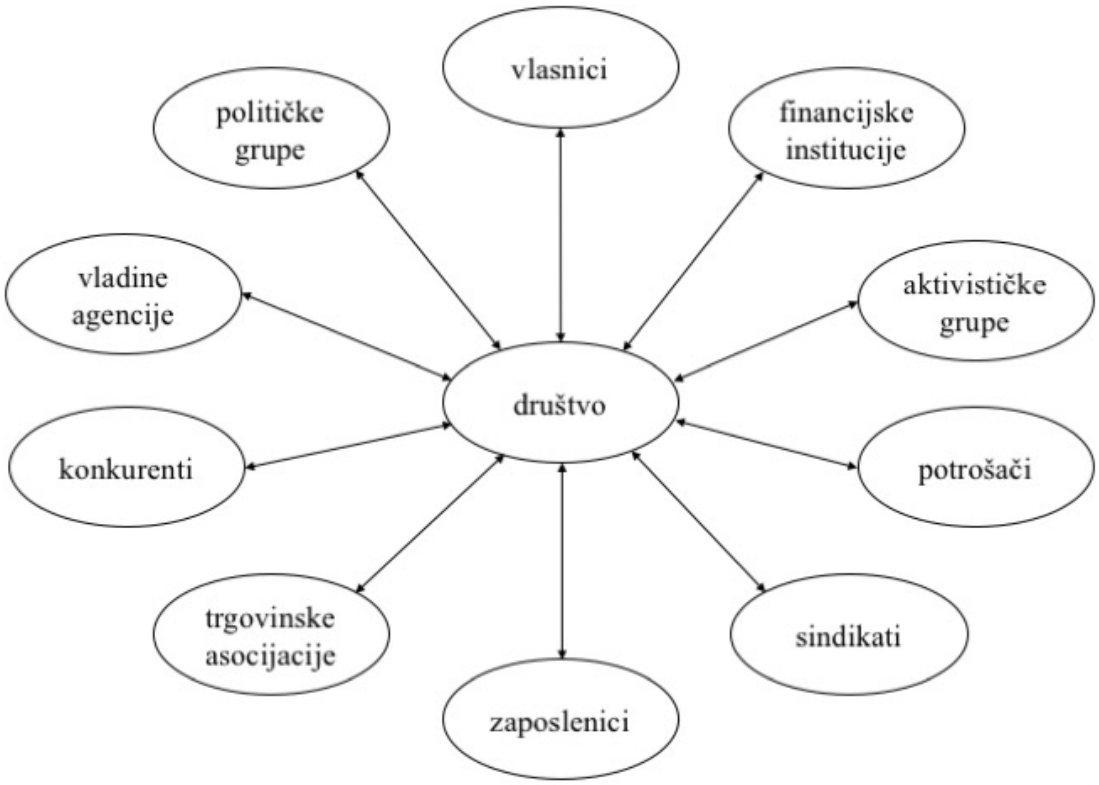
4.5. Dionički koncept

U ovom radu, za interesno utjecajne skupine u društvu i izvan njega koristi se pojam *dionik*. Osim toga, koristi se izraz „dionički koncept“ (pojedini autori upotrebljavaju i izraz dionički pristup), u smislu pojma, zamisli, mišljenja ili načela na kojima se zasniva predmet rasprave.

Dionički koncept razvio se u okviru teorija korporativnog upravljanja. Uspješno korporativno upravljanje treba uravnotežiti ciljeve društva i zahtjeve interesno-utjecajnih skupina – dionika. U dioničkom konceptu naglašava se da jedina mjera uspjeha društva ne

može biti samo sposobnost stvaranja bogatstva za dioničare. Mjera uspjeha, smatraju pristaše ovoga koncepta, sposobnost je stvaranja bogatstva koje ne pripada isključivo vlasnicima kapitala, a raspodjela stvorene vrijednosti mora se više brinuti o socijalnoj pravednosti (Sisek i Strahonja 2012: 130). Na Slici 9 dan je prikaz odnosa društva i pripadajućih dionika.

Slika 9: Prikaz društva i pripadajućih dionika



Izvor: preuzeto od Tipurić (2008: 171)

Prema Tipurić (2008), najstarije definicije dionika nastale su u šezdesetim godinama prošlog stoljeća i obuhvaćale su grupe čije su postojanje i potpora presudni za opstanak i uspješnost društva. Bez postojanja i potpore tih grupa, svako bi društvo prestalo postojati. Tako su prve definicije pod interesno-utjecajnim skupinama podrazumijevale dioničare, zaposlenike, kupce i društvenu zajednicu u kojoj poduzeće postoji i djeluje (Key 1999). Tijekom vremena autori koji su se bavili dioničkim konceptom postavljali su nove definicije i širili pripadnost dionika. Tako su u dionike, osim već navedenih dioničara, zaposlenika, kupaca i društvene zajednice svrstane i političke grupe, vladine agencije, konkurencija, trgovinska udruženja, sindikati, aktivističke grupe i financijske institucije. Pojedini autori

dionike dijele na dionike u užem smislu i dionike u širem smislu.[25] Odnosno, u dionike su svrstani svi oni koji na posredan ili neposredan način mogu djelovati na poslovanje društva i/ili oni na koje poslovanje društva može djelovati.

Tipurić (2008) navodi da postoje tri pristupa dioničkom konceptu:

- normativni pristup
- instrumentalni pristup
- deskriptivni pristup.

Normativni pristup polazi od pretpostavke da društvo ima moralne obaveze postupati s dionicima na odgovarajući i njima prihvatljiv način. Prema normativnom pristupu, pridržavanje bitnih moralnih načela rezultirat će zadovoljstvom dionika kao i poboljšanjem financijskog rezultata društva. Kritike upućene normativnom pristupu odnose se na njegovu neodređenost. Nije jasno definirano tko su dionici, nego se normativni pristup temelji na pogrešnim pretpostavkama da su granice između različitih interesno-utjecajnih skupina lako prepoznatljive, a interesi, zahtjevi, potrebe i očekivanja unutar svake skupine homogeni i statični (Tipurić 2008: 173).

Instrumentalni pristup polazi od pretpostavke da je glavni motiv društva poslovni uspjeh. Stoga društvo koristi sve čimbenike, kako unutar društva, tako i u okruženju, kako bi se postigao što bolji financijski rezultat. U tom slučaju, interes koji menadžment pokazuje za dionike je način za postizanje što boljeg poslovnog rezultata. Tipurić (2008) navodi da kod instrumentalnog pristupa etično ponašanje vrijedi, ali ne zato što je dobro samo po sebi, nego zato što se isplati. Isti autor navodi da instrumentalni pristup konceptu dioništva sugerira da će ono ponašanje društva koje osigurava da najveće dobro za jednu skupinu dionika bude u suglasju s najmanjom štetom za ostale rezultirati superiornom ekonomskom i socijalnom izvedbom. Tako su, prema instrumentalnom pristupu, dionici instrumentalizirani.

Deskriptivni pristup opisuje aktivnosti društva kojima se nastoji zadovoljiti interese dionika. U te aktivnosti mogu se svrstati porezni poticaji investiranju u zaštitu okoliša,

[25] Tipurić (2008) pod dionicima u užem smislu podrazumijeva pojedince i skupine o kojima ovisi dugoročni opstanak društva. To su zaposlenici, potrošači, ključni dobavljači, ključne vladine agencije, dioničari i financijske institucije. Isti autor pod dionicima u širem smislu podrazumijeva interesno-utjecajne skupine kao što su ostale vladine agencije, trgovinske asocijacije, konkurenti i sindikati.

zaposleničko dioničarstvo, promoviranje upravljačke odgovornosti, kodeksi korporativnog upravljanja, zaštita interesa manjinskih dioničara itd.

Sisek (2008) navodi da je pomirba vlasničkog i dioničkoga koncepta važnija nego razlike unutar dioničkih pristupa. Cilj društva i dalje mora biti efikasnost i stvaranje dobiti, a odnos s dionicima ulazi u poslovnu strategiju kojom se određuje način i smjer djelovanja u svrhu ostvarenja navedenih ciljeva. Želje i potrebe dionika mogu se ispunjavati ako to pridonosi dugoročnom opstanku društva. I drugi autori navode da vlasnička i dionička orijentacija nisu u suprotnosti i da se mogu uskladiti. Tako da postoji mogućnost usklađenja dioničkog i vlasničkog menadžmenta jer jedino uvažavajući interese dionika društvo može maksimizirati svoju vrijednost.

Sisek i Strahonja (2012) kao pozitivne primjere dioničkoga koncepta navode njemačke i japanske korporacije koje se brinu o širokom krugu dionika. Suprotno od toga, u SAD-u i Velikoj Britaniji prednost se daje vlasničkom pristupu koji se temelji na prepoznavanju svrhe društva kao instrumenta zadovoljenja interesa vlasnika.

Iako je dionički koncept barem jednim dijelom primijenjen u mnogim zemljama svijeta, osobito u Europi i Aziji, postoje i određeni problemi prilikom uvođenja takvoga koncepta. Osnovni problem je što može doći do konfliktnih situacija između pojedinih kategorija dionika. Osim toga, rastuća globalizacija umnogome otežava primjenu dioničkoga koncepta. Sisek (2001) navodi:

- globalizacija je potkopala odnose unutar nacionalnih ekonomija na kojima se zasniva koncept dioničke ekonomije
- sudionici procesa globalizacije „ispremiješani“ su u tolikom rasponu odnosa koji daleko premašuje nacionalne granice.

Prema Tipurić (2008), kritičari dioničkoga koncepta smatraju da je dionički koncept, kao alternativna forma prevalentnom sustavu korporativnog upravljanja, ne samo inferioran, nego i potpuno pogrešan (iz normativnog pristupa), a instrumentalni pristup može služiti kao koristan vodič menadžerima u određivanju uspješnih strategija koje će istodobno maksimizirati vrijednost za dioničare i vratiti etiku na poslovnu scenu uzimajući u obzir interese i zahtjeve različitih dionika.

4.6. Teorija signaliziranja

S obzirom na to da je teorija signaliziranja u ovom radu više puta navedena (jednako kao i autori koji se na nju pozivaju) i samim tim već dijelom objašnjena, obrađena je sažetije nego prethodne teorije u ovom poglavlju. Tvorcem moderne teorije signaliziranja smatra se dobitnik Nobelove nagrade za ekonomiju 2001. godine Michael Spence,[26] koji je 1973. godine dokazao teoriju signaliziranja na primjeru tržišta radne snage.

Teorija signaliziranja polazi od asimetrije informacija, odnosno od činjenice da nijedno tržište nije savršeno, što znači da postoji manja ili veća asimetrija informacija. Jedna strana posjeduje informacije koje druga strana ne posjeduje. Strana koja posjeduje informacije bira hoće li i kako te informacije pustiti na tržište, a druga strana (primatelji informacija) određuje kako će te informacije, odnosno signal, interpretirati i koje će radnje poduzeti. Connelly et al. (2011) podijelili su proces signaliziranja u četiri koraka:

1. postoje informacije koje su nepoznate tržištu
2. osoba ili društvo koje posjeduje informacije plasira ih na tržište
3. primatelji informacija ih primaju i interpretiraju
4. učinci objave informacija (radnje koje su poduzeli primatelji informacija) vidljivi su osobi ili društvu koje je plasiralo informacije.

Scott (2009) signaliziranje dijeli na izravno (direktno) i neizravno (indirektno). Kao primjer direktnog signaliziranja navodi projekciju gotovinskog tijeka. Menadžeri u svojim izvještajima mogu objaviti projekciju gotovinskog tijeka. Na temelju te projekcije, postojeći i potencijalni investitori kao i analitičari mogu procijeniti buduću uspješnost poslovanja društva. Ispravna procjena smanjuje rizik ulaganja i pomaže pri donošenju poslovne odluke. Naravno, postoji sumnja je li projekcija gotovinskog tijeka ispravno izrađena ili je u pitanju manipulacija. S obzirom na to da će tržište „kazniti“ one koji plasiraju netočne informacije, čak iako je to nenamjerno, u većini slučajeva je projekcija gotovinskog tijeka ispravno izrađena. Kao primjer indirektnog signaliziranja isti autor navodi vrstu revizora. Ako je revizor netko od Velike četvorke, radi se o signalu tržištu da su objavljene informacije istinite.

[26] Punim imenom Andrew Michael Spence 2001. godine dobio je Nobelovu nagradu za ekonomiju. Osim njega, 2001. godine dobitnici Nobelove nagrade za ekonomiju su George Akerlof i Joseph E. Stiglich.

Osim projekcije gotovinskog tijeka, bilo koja projekcija ili plan (kao npr. plan prodaje), ako je argumentirana, može biti signal tržištu. Signal su također informacije o istraživanju i razvoju. Ako naftna kompanija objavi vijesti o pronalasku novih nalazišta nafte, porast će vrijednost dionica i obveznice će se lako plasirati na tržište, jer se zna zašto se društvo zadužuje. Isto vrijedi i za farmaceutsku industriju. Farmaceutska industrija u pravilu ne objavljuje pronalazak novog lijeka dok on nije klinički ispitan, ali već i same informacije da su blizu pronalasku izazivaju reakcije na tržištu kapitala.

Politika dividendi je također signal. Isplata visokih dividendi na tržištu se tumači kao signal uspješnosti poslovanja. Ako bi se društvo koje je isplatilo visoke dividende uskoro zadužilo, to bi se smatralo lažnim signalom i dionice tog društva izgubile bi na vrijednosti. Osim toga, već se i iz financijskih izvještaja može vidjeti je li društvo u stanju isplatiti dividende. Uz navedene, još je puno vrsta signala. Promjena računovodstvene politike, promjena financijske politike društva, usvajanje standarda kao što su ISO i sl. također su signali tržištu koje na njih reagira.

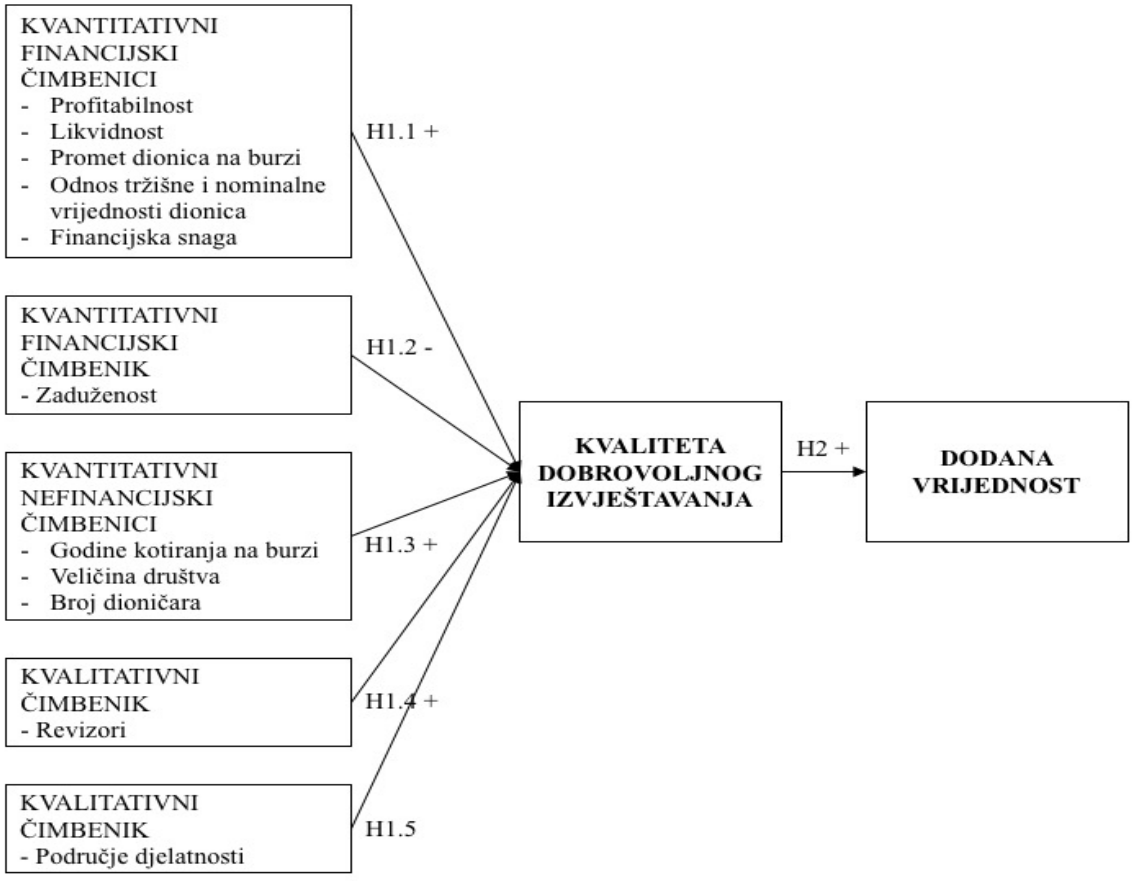
5. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE ČIMBENIKA KVALITETE DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJA I ODNOSA S DODANOM VRIJEDNOŠĆU U RH IZ PERSPEKTIVE DIONIKA

U ovom poglavlju je prikazan konceptualni model istraživanja. Nakon toga su obrazložene i argumentirane istraživačke hipoteze, definiran je uzorak i objašnjena operacionalizacija varijabli. Na kraju je obrazložena i metodologija empirijskog istraživanja.

5.1. Konceptualni model istraživanja i istraživačke hipoteze

Na Slici 10 je grafički prikaz konceptualnog modela, koji se sastoji iz dva dijela. Prvi dio je odnos kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i čimbenika koji utječu na nju, a drugi dio je odnos kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti.

Slika 10: Grafički prikaz odnosa neovisnih i ovisnih varijabli u istraživanju



Izvor: doktorandova izrada (2017)

Temeljem prethodno iznesenog predmeta i problema istraživanja te teorijske podloge istraživanja, konceptualnim modelom su definirane dvije istraživačke hipoteze.

H1. Postoji veza između kvantitativnih i kvalitativnih obilježja društava i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Ovako postavljena hipoteza H1 utemeljena je na rezultatima relevantnih istraživanja opisanim u prethodnim dijelovima rada, kao i na temelju prethodno objašnjenih različitih teorijskih postavki. S obzirom na različite grupe kvantitativnih i kvalitativnih čimbenika koji utječu na razinu dobrovoljnog izvještavanja te različit očekivani smjer utjecaja, ova istraživačka hipoteza razrađena je na pomoćne hipoteze čiji je cilj istražiti utjecaj pojedinih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

H1.1. Postoji pozitivna veza između kvantitativnih financijskih čimbenika (profitabilnost, likvidnost, promet dionica na burzi, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica, financijska snaga) i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Rezultati dosadašnjih istraživanja te očekivani smjer utjecaja svakog od navedenih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja rezimirani su u nastavku.

Profitabilnost (engl. *profitability*) je pokazatelj uspješnosti poslovanja i može se reći da je to vršni pokazatelj efikasnosti poslovanja društva. Izračunom profitabilnosti uspoređuje se financijski rezultat s investiranim kapitalom, ostvarenim prihodom, imovinom društva ili iznosom investicije. Prema teoriji signalizacije, društva na tržište plasiraju određene signale, kojima ukazuju na svoju snagu, a u ovom slučaju, na svoju uspješnost poslovanja. Time se distanciraju od manje uspješnih društava. Prema Wallace et al. (1994), menadžment će objaviti više informacija o poslovanju društva kad društvo ostvaruje bolje poslovne rezultate. U prilog navedenom govore istraživanja koja su proveli Cooke (1989), Archambault i Archambault (2003) i Vu (2012). Rezultati koje su dobili u svojim istraživanjima ukazuju na to da društva koja posluju s visokom profitabilnošću dobrovoljno objavljuju više informacija u svojim godišnjim izvještajima. Navedeni autori rezultate su obrazložili zaključkom da se na taj način signalizira tržištu da se radi o društvima s vrhunskim poslovanjem i da su pogodni za ulaganje (potencijalni investitori kapitala) i poslovanje (postojeći i potencijalni poslovni partneri). Prema Li i Zhao (2011), osim signaliziranja pogodnosti za ulaganje, objavom

informacija o profitabilnom poslovanju menadžment na takav način podiže vrijednost vrijednosnica društva.

Al-Zarouni (2008) navodi da će društva koja ne posluju profitabilno objaviti manje informacija o svojem poslovanju, s ciljem da se prikriju loši rezultati koje su ostvarili. Gray (1988), Zarzeski (1996) kao i Haniffa i Cooke (2002) navode da će društva koja posluju s visokom profitabilnošću objavljivati više informacija o svojem poslovanju kako bi povećala ugled društva i naglasila njegovu važnost za zajednicu u kojoj posluju. Osim toga, na takav način raste ugled i menadžmentu. Barakat (2016) navodi da društva s ostvarenom visokom profitabilnošću objavom informacija o svojem poslovanju žele naglasiti važnost za zajednicu u kojoj posluju i promovirati svoje socijalno odgovorno poslovanje. Prencipe (2004) također navodi da društva s ostvarenom visokom profitabilnošću žele potencijalnim investitorima signalizirati mogućnost kvalitetnog ulaganja.

Druga grupa autora koji su istraživali utjecaj profitabilnosti na kvalitetu izvještavanja kao teorijsku osnovu za svoja istraživanja navode agencijsku teoriju. Već u jednom od prvih istraživanja takve vrste, Singhvi i Desai (1971) navode da će menadžeri društava koja posluju s visokom profitabilnošću poslovno izvještavanje iskoristiti u svrhu ostvarivanja osobne koristi, odnosno da će na takav način promovirati sebe i tako ostvariti pravo na veće plaće, bonuse i ostale nagrade. Isti autori dalje navode da će menadžment društava s niskom profitabilnošću kao i društava koja ne posluju profitabilno objaviti manje informacija o poslovanju s ciljem prikrivanja razloga neefikasnog poslovanja. Isto tako, menadžment društava s visokom profitabilnošću pojedinačno će obrazložiti sve segmente poslovanja, dok će menadžment društava s niskom profitabilnošću objaviti zbirne rezultate, ne navodeći svaki segment posebno. Isti zaključak izveo je i Inchausti (1997).

Sumarno, istraživanja provedena u svrhu ispitivanja utjecaja profitabilnosti na dobrovoljno izvještavanje uglavnom su ukazala na pozitivan odnos između testiranih varijabli npr. Cerf (1961), Singhvi i Desai (1971), Owusu-Ansah (1998), Naser et al. (2002), Ali et al. (2004), Pervan (2006), Agca i Onder (2007), Li i Zhao (2011), Vu (2012) itd., Međutim, Malone et al. (1993), Meek et al. (1995), Akhtaruddin (2005), Al-Zarouni (2008), Umoren (2008), i Sanchez et al. (2011) nisu utvrdili postojanje veze između profitabilnosti i dobrovoljnog izvještavanja dok su Belkaoui i Kahl (1978) te Wallace i Naser (1995) utvrdili negativnu vezu odnosno, rezultati njihova istraživanja pokazali su da društva s lošijim

poslovnim rezultatima kvalitetnije izvještavaju o poslovanju. Navedeni su autori dobivene rezultate objasnili pokušajem menadžmenta da se loši rezultati opravdaju.

Likvidnost (engl. *liquidity*) je pokazatelj sigurnosti poslovanja. Pokazatelji likvidnosti mjere sposobnost društva u kontekstu sposobnosti podmirenja dospjelih kratkoročnih obveza (Žager i Žager 1999: 176). Najčešće korišten pokazatelj likvidnosti je koeficijent tekuće likvidnosti koji se računa na način da se u odnos stavi kratkotrajna imovina i kratkoročne obveze. Osim njega, često se koristi i koeficijent ubrzane likvidnosti koji se računa na način da se u odnos s kratkoročnim obvezama stavi kratkotrajna imovina umanjena za zalihe. Likvidnost govori o sposobnosti imovine društva da bez zastoja cirkulira u reprodukcijskom ciklusu odnosno govori o sposobnosti da se sredstva nesmetano pretvaraju iz materijalnog u novčani oblik i obratno, bez gubitaka vrijednosti.

Objašnjenje pokazatelja likvidnosti je važan dio godišnjeg izvještaja društva jer su državne institucije, sadašnji i potencijalni ulagači kao i poslovni partneri vrlo zainteresirani za mogućnost podmirivanja obveza društava. Nemogućnost podmirivanja dospjelih obveza može prouzročiti ozbiljne poremećaje u poslovanju, a nekad i stečaj.[27] Dobri pokazatelji likvidnosti smatraju se važnim signalom tržištu, koji ukazuje na sigurno poslovanje, a time i na sigurno ulaganje u vrijednosnice društva, odnosno poslovanje s njim (Belakaoui i Kahl 1978; Cooke 1989). Owusu-Anasah (1998) također navodi da je očekivano da društva s dobrim pokazateljima likvidnosti to naglase u svojim godišnjim izvještajima, što je jasan signal tržištu. Prema Naser et al. (2002), dobri pokazatelji likvidnosti su motivacija menadžmentu da se objavi više informacija o poslovanju društva i na taj način otkloni strah svih dionika. Za razliku od navedenih autora, Wallace et al. (1994) navode da je očekivano da društva sa slabim pokazateljima likvidnosti objavljuju više informacija o svojem poslovanju, kako bi se na taj način opravdala.

Istraživanja provedena u svrhu analize odnosa pokazatelja likvidnosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja dala su različite rezultate. Naser et al. (2002) dokazali su pozitivnu vezu između likvidnosti i dobrovoljnog izvještavanja. Wallace et al. (1994) dokazali su negativnu vezu između likvidnosti i izvještavanja, a rezultati istraživanja koje su proveli

[27] Ovaj je problem naglašen u Hrvatskoj. Kašnjenje s podmirivanjem dospjelih obveza je često. Velik je broj blokiranih društava, a isto tako, velik broj društava je u procesu predstečajne nagodbe.

Belkaoui i Kahl (1978), Owusu-Ansah (1998), Barako (2007) i Al-Zarouni (2008) pokazuju da likvidnost nema utjecaja na dobrovoljno izvještavanje.

Ako se ima u vidu da investitori žele što više informacija kako bi im ulaganja bila sigurnija, veći **promet dionica na burzi** ukazuje na to da su investitori dobili potrebne informacije. Teorijski, povezanost između prometa dionica i odnosa tržišne i nominalne vrijednosti dionica s kvalitetom dobrovoljnog izvještavanja može se argumentirati teorijom davanja u dionicama. Naime, vrlo često menadžerski ugovori uključuju različite oblike davanja u dionicama kao nagradu za uspješno poslovanje, čime ih se uključuje u vlasničku strukturu društva. Osim toga, Amihud (2002) navodi da povećan promet dionica povećava tržišnu vrijednost društva. U tom slučaju menadžeri će poduzimati aktivnosti kojima će poboljšati likvidnost dionica, između ostalog i dobrovoljnim javnim objavljivanjem svih raspoloživih informacija u cilju smanjenja informacijske asimetrije. U Hrvatskoj je pozitivnu vezu između prometa dionica na burzi i dobrovoljnog izvještavanja utvrdio Pervan (2006).

Diamond (1985), a zatim Diamond i Verecchia (1991) utvrdili su da menadžeri poboljšavaju dobrovoljno izvještavanje kad žele smanjiti informacijsku asimetriju, što pozitivno utječe na promet dionica na burzi. Prema Chen et al. (2011), smanjenje izvještavanja vodi prema padu vrijednosti dionica jer analitičari smanjenje izvještavanja tumače lošim signalom za buduće poslovanje društva. Balakrishnan et al. (2014) također su dokazali pozitivan odnos prometa dionica na burzi i dobrovoljnog izvještavanja i navode da društva čije poslovanje prati velik broj analitičara objavljuju veću količinu dobrovoljnih informacija o poslovanju. Takav navod je u skladu s radom koji su objavili Lang i Lundholm (1996).

Haddad et al. (2009) dokazali su da postoji pozitivna veza između prometa dionica na burzi i dobrovoljnog izvještavanja. Osim toga navode da povećanje prometa dionica na burzi i poboljšanje dobrovoljnog izvještavanja smanjuju razliku cijene koju na burzi nude prodavatelji i kupci (engl. *bid – ask spread*). U istraživanju koje su proveli Healy et al. (1995), utvrđena je pozitivna veza između prometa dionica na burzi i dobrovoljnog izvještavanja. Osim toga, isti autori utvrdili su da povećanje prometa dionica na burzi i poboljšanje dobrovoljnog izvještavanja dovode do povećanja zanimanja analitičara i institucionalnih investitora kao i do smanjenja troška kapitala. Takve navode potvrdili su Healy i Palepu (2001). Lakhal (2008) je u svojem radu dokazao pozitivnu vezu između dobrovoljnog izvještavanja i dobiti, cijene dionica kao i prometa dionica na burzi. Isti autor

navodi da su pozitivnu vezu između prometa dionica na burzi i dobrovoljnog izvještavanja dokazali i Copeland i Galai (1983), Glosten i Milgrom (1985), Welker (1995), Coller i Yohn (1997), Franckel et al. (1999), Leuz i Verrecchia (2000), Bushee et al. (2003), Heflin et al. (2005) (prema Lakhal 2008: 61).

Ako se za potrebe istraživanja istražuje kretanje cijene dionica, u praksi je uobičajeno koristiti **odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionica**. Navedeni pokazatelj su u svojim radovima koristili Chow i Wong-Boren (1987), Mitchell et al. (1995), Frankel et al. (1999), Aboody i Kaznik (2000), Eng i Mak (2003), Gul i Leung (2004), Cheng i Courtenay (2006), Baek et al. (2009) itd. U Hrvatskoj je prilikom istraživanja dobrovoljnog izvještavanja i čimbenika koji djeluju na dobrovoljno izvještavanje takvo istraživanje proveo Pervan (2006). Rezultati navedenog istraživanja pokazali su da odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti nema utjecaj na dobrovoljno izvještavanje u Hrvatskoj. Međutim, u Hrvatskoj se nakon osamostaljenja odvijala pretvorba, a zatim i privatizacija. Dionička društva su od 2002. regulativom bila prisiljena kotirati svoje dionice na burzi (Pervan 2006: 18). S obzirom na to da se radi o relativno kratkom vremenskom periodu postojanja tržišta kapitala u Hrvatskoj, za istraživanje u ovom radu će se, za razliku od prethodno navedenih autora, koristiti **odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica**. Naime, knjigovodstvena vrijednost dionica se, ovisno o uspješnosti poslovanja društva, može mijenjati na veću ili na manju vrijednost, a usporedbom tržišne s nominalnom vrijednošću dobio se bazni indeks za svako društvo u odnosu na godinu kada su dionice emitirane.

Pokazatelj **financijske snage** temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti iskazanog kroz dobit uvećanu za amortizaciju i pokrića svih obveza tim novcem, a definiran je kao jedan od financijskih pokazatelja u zbirnom indeksu BEX koji služi za ocjenu poslovne izvrsnosti društava čije dionice kotiraju na tržištu kapitala u Hrvatskoj (Belak i Aljinović Barać 2008). Veza između financijske snage društva i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja također dosad nije istraživana. U skladu s teorijom signalizacije, očekuje se pozitivan odnos financijske snage s kvalitetom dobrovoljnog izvještavanja.

H1.2. Postoji negativna veza između kvantitativnog financijskog čimbenika zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Zaduženost se računa koeficijentima zaduženosti i iskazuje značenje, odnosno veličinu duga nekog društva. Osnovni i najčešći koeficijenti zaduženosti računaju se iz bilance i dobiju se stavljajući u omjer ukupne obveze i ukupnu imovinu, vlasničku glavnicu i ukupnu imovinu

kao i vlasničku glavnicu i ukupne obveze. S obzirom na gospodarske probleme u Hrvatskoj, kao i na pad zarada za ulagače na Zagrebačkoj burzi, očekuje se da društva koja su iznadprosječno zadužena objavljuju manje informacija o poslovanju društva.[28] U prilog ovome govore i istraživanja koja su proveli Verrecchia (1983), Pae (2005) i Einhorn (2007). Usprkos stavu da su menadžeri dužni objaviti sve važne informacije o poslovanju društva, oni su dokazali da neki menadžeri manipuliraju informacijama. Ako nemaju dobro objašnjenje za loše informacije o poslovanju, često ih ne objave ili pričekaju da ih objave s nekim dobrim informacijama o poslovanju. U tom slučaju, jasno je vidljiv agencijski problem.

Eng i Mak (2003) koji su dokazali negativnu vezu između zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja također se pozivaju na agencijsku teoriju odnosno na rad koji je objavio Jensen. Prema Jensenu (1986), menadžeri i dioničari imaju konfliktne interese. Dioničari bi htjeli isplatu što većih dividendi, a menadžeri nastoje da dividende budu što manje, tako da im ostane što više sredstava na raspolaganju za rast društva i za investicije. Na takav način menadžerima raste ugled kao i nagrade, ako se mjere povećanjem obujma poslovanja. Međutim, gledano iz aspekta dioničara, postoji mogućnost da se sredstva ulože u projekte koji nisu profitabilni ili nisu dovoljno profitabilni. Zato dioničari preferiraju isplatu dividendi, a društvo se u tom slučaju financira dužničkim kapitalom. Tako će se menadžeri morati potruditi vraćati dugove i ne smanjivati dividendu, jer se na tržištu smanjivanje dividende smatra lošim signalom i dovodi do pada vrijednosti dionica (Jensen 1986: 326). Na takav način, kontrolirajući slobodni gotovinski tijek, smanjuje se agencijski problem, a time i potreba za objavljivanjem informacija o poslovanju (Eng i Mak 2003: 328).

Istraživanja odnosa zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja daju kontradiktorne rezultate. Negativnu vezu između zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja dokazali su Eng i Mak (2003), Berglof i Pajuste (2005) kao i Yuen et al. (2009). Pozitivnu vezu između zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja dokazali su Naser et al. (2002) kao i Momany i Al-Shorman (2006), dok su rezultati istraživanja koje su proveli Chow i Wong-Boren (1987), Alsaeed (2006) i Vu (2012) pokazali da zaduženost nema utjecaja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

[28] U Hrvatskoj je u zadnjih nekoliko godina sklopljen velik broj predstečajnih nagodbi. Ti problemi nisu nastali odjednom, nego su se kumulirali tijekom godina. O problemima u poslovanju pojedinih društava javnost uglavnom nije izvještavana ili nije dovoljno izvještavana. Za vrijeme pisanja ovog rada na vidjelo su izašli i veliki problemi sa zaduženošću najvećega koncerna u državi, Agrokora. I u ovom slučaju, javnost nije bila pravodobno obavještena.

H1.3. Postoji pozitivna veza između kvantitativnih nefinancijskih čimbenika (godine kotiranja na burzi, veličina društva, broj dioničara) i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Rezultati dosadašnjih istraživanja te očekivani smjer utjecaja svakog od navedenih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja, rezimirani su u nastavku.

U ovom radu očekuje se pozitivan utjecaj **duljine kotiranja na burzi** iskazane brojem godina kotiranja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Pretpostavka je da su društva koja dulje kotiraju na burzi stekla praksu potpunog izvještavanja. Owusu-Ansah (1998) navodi da količina objavljenih informacija o poslovanju nekog društva ovisi o godinama njegova postojanja. Isti argumenti se mogu navesti za godine kotiranja na burzi kao i za godine postojanja. Owusu-Ansah (1998) dalje navodi da se od društava koja dulje postoje očekuje da objave više informacija od društava koje kraće postoje jer:

- mlađa društva mogu izgubiti konkurentnost ako objave podatke o istraživanju, pribavljanju kapitala i razvoju proizvoda
- troškovi prikupljanja, obrade i objave informacija veći su za mlađa društva
- mlađa društva imaju manje informacija za objaviti.

Hossain i Hammami (2009) također navode da mlađa društva mogu imati problema s konkurentnošću ako objave određene vrste informacija. Prema Glaum i Street (2003), očekivano je da društva koja dulje kotiraju na burzi kvalitetnije izvještavaju o svojem poslovanju jer vođenje društva koje kotira na burzi zahtijeva dugotrajne prilagodbe računovodstvenog sustava i menadžmenta. Prema Vu (2012), društva koja dulje kotiraju na burzi objavljuju više informacija o poslovanju jer su iskusnija u izradi godišnjeg izvještaja. Za razliku od navedenih autora, Hanifa i Cooke (2002) pošli su od pretpostavke da će društva koja kraće kotiraju na burzi objavljivati više informacija jer je to način da dođu do jeftinijega kapitala.[29]

Provedena istraživanja dala su kontradiktorne rezultate. Owusu-Ansah (1998), Akhtaruddin (2005) kao i Hossain i Hammami (2009) dokazali su da godine postojanja društva imaju pozitivan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Vu (2012) je dokazao

[29] Investitori i analitičari već su dobro upoznali način izvještavanja i način poslovanja društava koja dulje kotiraju na burzi. Stoga mlađa društva moraju objaviti više informacija kako bi privukla pažnju investitora i analitičara.

da duljina kotiranja na burzi ima pozitivan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja, dok su rezultati istraživanja koje su proveli Hanifa i Cooke (2002) i Glaum i Street (2003) pokazali da godine kotiranja na burzi nemaju utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

Za **veličinu društva** može se reći da je to najčešći čimbenik koji se uzima u obzir prilikom istraživanja utjecaja različitih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Već je Cerf (1961) u istraživanju kvalitete izvještavanja i čimbenika koji na nju utječu kao jedan od čimbenika uzeo veličinu društva. Isto tako, veličinu društva koristili su i Singhvi i Desai (1971) kao i Buzby (1975). Nakon toga, najveći dio autora koji se bavi ovom problematikom kao jedan od čimbenika utjecaja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja istražuju utjecaj veličine društva.

U ovom radu, teorijska podloga za čimbenik „veličina društva" je dionički pristup. Što je društvo veće, to je važnije za dionike kao što su lokalna zajednica, zaposlenici, dobavljači, kreditori, investitori, državne institucije itd. Svi oni žele imati informacije o poslovanju društva koje smatraju važnim tako da stvaraju pritisak na menadžment koji tada, čak i nerado, objavljuje informacije. S druge strane, menadžment velikih društava je svjestan svojeg značaja za sve dionike, pa često koristi dobrovoljno izvještavanje kao svojevrsnu promidžbu, kako bi se taj značaj dodatno naglasio.

Pojedini autori u svojim istraživanjima koriste druge teorijske podloge. Tako Vu (2012) kao podlogu za istraživanje uzima agencijsku teoriju jer se dobrovoljnom objavom informacija o poslovanju smanjuje informacijska asimetrija, a time se smanjuju i agencijski troškovi, koji rastu s veličinom društva. Singhvi i Desai naveli su tri razloga zašto veličina društva utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja (Singhvi i Desai 1971: 131):

- za manja društva troškovi dobrovoljnog izvještavanja su veći, odnosno imaju veći značaj nego u velikim društvima. U velikim društvima informacije se obrađuju u svrhu izvještavanja vrhovnog menadžmenta tako da su već takve informacije dobrim dijelom pripremljene za objavu javnosti, bez većih dodatnih troškova
- menadžment velikih društava koristi prednosti kvalitetnog dobrovoljnog izvještavanja kao što je lakša utrživost vrijednosnica odnosno lakši pristup potrebnom kapitalu. Manja društva rijetko se financiraju putem izdavanja vrijednosnica i stoga nemaju razlog za poboljšavanje kvalitete dobrovoljnog izvještavanja
- manja društva puno više od velikih društava strahuju da bi potpuno izvještavanje ugrozilo njihovu konkurentnost.

Buzby (1975), Wallace i Naser (1995), Camfferman i Cooke (2002) i Nasser et al. (2002) također navode da je proces prikupljanja, obrade i javnog objavljivanja informacija o poslovanju manje značajan trošak za velika društva. Raffournier (1995) navodi da manja društva nerado objavljuju informacije o poslovanju jer objavom mogu izgubiti ili smanjiti konkurentnost. Prema Wallace et al. (1994), velika društva su „vidljivija" i zbog toga su pod većim političkim pritiskom.[30] Owusu-Ansah (1998) navodi da velika društva imaju kvalitetnije resurse za prikupljanje i obradu podataka. Prema Al-Zarouni (2008), velika društva uglavnom proizvode velik broj proizvoda i posluju na više područja. Stoga je većina potrebnih informacija već prikupljena u svrhu izvještavanja menadžmenta.

Pozitivan utjecaj veličine društva na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dokazali su Cerf (1961), Singhvi (1968), Singhvi i Desai (1971), Buzby (1975), Firth (1979), McNelly et al. (1982), Chow i Wong-Boren (1987), Cooke (1989), Cooke (1992), Lang i Lundholm (1993), Wallace et al. (1994), Meek et al. (1995), Raffournier (1995), Wallace i Naser (1995), Inchausti (1997), Owusu-Ansah (1998), Depoers (2000), Camfferman i Cooke (2002), Naser et al. (2002), Eng i Mak (2003), Ali et al. (2004), Akhtaruddin (2005), Berglof i Pajuste (2005), Momany i Al-Shorman (2006), Agca i Onder (2007), Barako (2007), Umoren (2008), Hossain i Hammami (2009), Yuen et al. (2009), Li i Zhao (2011). U Hrvatskoj su pozitivan utjecaj veličine društva na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dokazali Pervan (2006); Pervan i Sabljić (2011); Bartulović i Pervan (2014).

Iako rezultati najvećeg dijela istraživanja o utjecaju veličine društva na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja ukazuju na pozitivan utjecaj, rezultati istraživanja koje su proveli Entwisle (1999), Tower et al. (1999), Glaum i Street (2003) i Dahawy (2009) ukazuju na nepostojanje utjecaja. Istraživanje koje je proveo Al-Zarouni (2008) ukazuje na negativnu vezu između veličine društva i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja. Al-Zarouni dobivene rezultate objašnjava specifičnošću Ujedinjenih Arapskih Emirata, gdje je istraživanje provedeno. Socijalni i politički utjecaj je velik, a osim toga, društva u većinskom državnom vlasništvu imaju slabu kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Treći razlog je što u Ujedinjenim Arapskim Emiratima društva s visokom tržišnom kapitalizacijom izbjegavaju dobrovoljno izvještavanje kako bi izbjegla moguće kritike i iznošenje planova i ciljeva za budućnost.

[30] Navod Wallace et al. (1994) je u skladu s pozitivnom računovodstvenom teorijom. Pozitivna računovodstvena teorija navodi pretpostavku političkog troška. Sukladno tome, menadžeri nastoje iskoristiti sve prednosti koje su im na raspolaganju, za dobrobit društva ili svoju osobnu dobrobit.

Al-Zarouni (2008) navodi da velik **broj dioničara** stvara veći pritisak za objavu informacija o poslovanju jer svi dioničari žele znati kako posluje društvo u čiji su kapital uložili svoja sredstva, makar imali samo jednu dionicu. Suvremena dionička društva karakterizira razdvojenost vlasništva i kontrole nad poslovanjem. Razdvojenost vlasništva i kontrole dovodi do agencijskih troškova zbog suprotnih interesa menadžmenta i vlasnika (Jensen i Meckling 1976). Prema Watts (1977), agencijski troškovi su veći za društva s velikim brojem dioničara. Stoga dioničari traže što veću količinu informacija kako bi mogli nadgledati i kontrolirati poslovanje društva.

S druge strane, menadžeri društava s velikim brojem dioničara često i sami objavljuju informacije o poslovanju kako bi uvjerili dioničare da rade u njihovu interesu (Owusu-Ansah 1998). Isti autor dalje navodi da u državama u kojima je vlasništvo uglavnom koncentrirano, a to su Kina (državno vlasništvo), Njemačka i Japan (banke) kao i Hong Kong (obitelji) i gdje u takvim slučajevima ne postoji potpuna razdvojenost vlasništva i upravljanja, vlasnici dobivaju informacije o poslovanju direktno od društava. U takvim slučajevima, menadžeri javno ne objavljuju veliku količinu informacija o poslovanju jer su ih većinski vlasnici već dobili (Owusu-Ansah 1998). Ovakav navod je u skladu s istraživanjima koje su proveli Cooke (1992) i Wallace i Naser (1995).

Prema Yuen et al. (2009), društva s koncentriranim vlasništvom provode učinkovitiju kontrolu odnosno efikasnije nadgledaju menadžment od društava koja nemaju većinskog vlasnika. Isti autor dalje nastavlja da su društva s većinskim vlasnikom manje ovisna o transparentnosti i objavi informacija. Većinski vlasnici informacije dobivaju direktno iz samih društava pa takva društva ni ne žele objavljivati informacije o poslovanju.

Attig et al. (2006) navode da su društva koja imaju većinskog vlasnika povezana s većom informacijskom asimetrijom i većom razlikom između cijena koje nude kupci i cijena koje traže prodavatelji dionica. Isti autori nastavljaju da se većinski vlasnici nalaze u boljem položaju od malih dioničara i da je velika razlika u kontrolnim pravima. Stoga se većinski vlasnici ponašaju sebično. Da bi povećali mogućnost ostvarenja svojih ciljeva, većinski vlasnici tražit će da se smanji dobrovoljno izvještavanje tako da ostali dioničari ne mogu intervenirati, ili da oni svoje odluke temelje na neodgovarajućim informacijama. Nekvalitetno izvještavanje o poslovanju dovodi do veće cjenovne razlike između ponude i potražnje dionica kao i do nelikvidnosti dionica na tržištu (Attig et al. 2004: 6).

Dumontier i Raffournier (1998) također upozoravaju na agencijski problem i na nepovoljan položaj malih dioničara u odnosu na velike dioničare. Predlažu strogo pridržavanje računovodstvenih standarda kako bi se spriječile manipulacije i na takav način prisililo društva na objavu informacija o poslovanju. Na isti problem upozoravaju i Oyelere et al. (2003), a kao rješenje predlažu objavu putem interneta kako bi informacije bile pravovremene i dostupne velikom broju korisnika.

Barako et al. (2006) dokazali su negativan utjecaj većinskog vlasnika na dobrovoljno izvještavanje. Ntim et al. (2012) također su istražili utjecaj koncentracije vlasništva na dobrovoljno izvještavanje i utvrdili su da postojanje većinskog vlasnika smanjuje dobrovoljno izvještavanje. Osim toga, isti autori navode da većinski vlasnici svoj utjecaj koriste kao sredstvo za nadgledanje menadžmenta.

Pozitivan utjecaj broja dioničara na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dokazali su Cerf (1961), Singhvi (1968), Singhvi i Desai (1971), Cooke (1989), Malone et al. (1993), Hossain et al. (1994), Dumontier i Raffournier (1998), Oyerele et al. (2003), Barako et al. (2006), Pervan (2006), Ntim et al. (2012).

Negativan utjecaj broja dioničara na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dokazali su Owusu-Ansah (1998) i Haniffa i Cooke (2002), dok su Eng i Mak (2003) kao i Yuen et al. (2009) utvrdili da broj dioničara nema utjecaja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

H1.4. Postoji pozitivna veza između kvalitativnog čimbenika revizora Velike četvorke i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Rezultati dosadašnjih istraživanja te očekivani smjer utjecaja navedenog čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja, rezimirani su u nastavku.

Vrsta revizora (Velika četvorka ili ostali) je aproksimacija za kvalitetu revizije, a ova pomoćna hipoteza temelji se na teoriji signalizacije. Revizija je osjetljiv posao i greška može značiti kraj poslovanja za revizorsko društvo. Od četiriju velikih svjetskih revizorskih društava (Deloitte, KPMG, Ernst&Young i PWC) očekuje se visoka profesionalnost. U Hrvatskoj je objava revizorskih izvješća obavezna za sva društva koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi. Može se pretpostaviti da društva čiji su revizori jedni od Velike četvorke objavljuju kvalitetnija objašnjenja svojeg poslovanja odnosno da podatke koji su već objavljeni u revizorskim izvješćima dodatno pojašnjavaju. Scott navodi da revizorska izvješća članova

Velike četvorke moraju imati visoku vjerodostojnost jer zbog svoje veličine i opsega posla (a time i zarade) u slučaju pogreške mogu više izgubiti (Scott 2009: 447).

Ball et al. (2009: 33) navode da revizorska izvješća i dobrovoljno izvještavanje nisu zamjena jedno za drugo, nego su komplementarni izvještaji za komunikaciju s investitorima. Isti autori navode da društva koja su revidirali veliki revizori imaju više dobrovoljnih informacija o budućoj dobiti (istraživali su odnos revizora i projekcije budućih dobiti) kao i da investitori takve projekcije drže točnijim. Clarkson et al. u svojem su radu istražili odnos revizora i dobrovoljnog izvještavanja. Promatrali su 1998. godinu za koju navode da je reprezentativna jer za tu godinu zakonodavna tijela u Australiji nisu imala propisane upute kako izvještavati u godišnjim izvještajima. Njihovo istraživanje pokazuje da su izvještaji društava čiji su revizori bili netko od Velikih šest (tada je bilo šest velikih revizorskih društava) značajno obuhvatniji nego onih društava čiji revizori nisu bili netko od Velikih šest (Clarkson et al. 2003: 22).

Puno je autora istraživalo odnos veličine revizora i kvalitete revizije. Watts i Zimmerman (1981) razvili su teoriju koja pretpostavlja da veličina revizora naznačuje kvalitetu. Njihov argument za tu teoriju je da velika revizorska društva pružaju veću kvalitetu revizije jer bolje nadziru individualno ponašanje revizora (prema DeAngelo 1981: 184). Velika revizorska društva imaju i više iskustva u pripremanju dokumentacije, rade revizije velikih klijenata i imaju veće znanje o pojedinim industrijama. Kako navodi DeAngelo, poznato je da prilikom izlaska na tržište kapitala klijenti uglavnom odabiru velika revizorska društva. Razlog tome je i što investicijske banke često preporučuju najveća revizorska društva jer se, prema njima, vrijednosnice u tom slučaju prodaju po većoj cijeni (DeAngelo 1981: 194).

U svojim radovima Titman i Trueman (1986) i Datar et al. (1991) izbor revizora povezali su s teorijom signalizacije i razvili modele u kojima je izbor revizora signal. Titman i Trueman (1986) naveli su da kvaliteta revizora i investicijskog bankara osigurava pouzdane informacije o društvu koje izlazi na tržište i da to ima utjecaj na cijenu vrijednosnica. Isti autori navode da veća kvaliteta revizora omogućuje precizniju procjenu vrijednosti društva (Titman i Trueman 1986: 160). Tako je izbor revizora signal tržištu (uz ostale signale kao što su broj dionica koje posjeduje vlasnik, menadžerski izvještaj o društvu, razina zaduženosti, politika dividendi itd.) (Titman i Trueman 1986: 171). Datar et al (1991) razvili su model koji pokazuje da izborom visokokvalitetnog revizora poduzetnik bolje informira investitore,

odnosno smanjuje se problem informacijske asimetrije između poduzetnika koji izlaze na tržište i potencijalnih investitora.

Pozitivan utjecaj velikih revizorskih društava na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dokazali su Singhvi i Desai (1971), Titman i Trueman (1986), Craswel i Taylor (1992), Inchausti (1997), Naser et al. (2002), Clarkson et al. (2003), Glaum i Street (2003), Agca i Onder (2007), Barako (2007), Umoren (2008), Dahawy (2009) kao i Li i Zhao (2011). U Hrvatskoj su Pervan i Bartulović (2012) kao i Bilić (2016) utvrdili pozitivan utjecaj velikih revizorskih društava na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

Nepostojanje veze između vrste revizora i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja utvrdili su McNally et al. (1982), Malone et al. (1993), Wallace et al. (1994), Owusu-Ansah (1998), Depoers (2000), Chau i Gray (2002), Hanifa i Cooke (2002), Ali et al. (2004) i Al-Shammari et al. (2008).

H1.5. Postoje značajne razlike kvalitete dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na glavna područja djelatnosti društava

Prema Bilić (2016: 477), svako **područje djelatnosti** ima svoje specifičnosti, pa se očekuje i da postoji razlika kvalitete informacija koje se dobrovoljno objavljuju s obzirom na područje djelatnosti. Botosan u svojem radu navodi da uzima jedno područje djelatnosti u uzorak (proizvodnja metala i metalnih proizvoda) jer različita područja djelatnosti imaju različitu kvalitetu izvještavanja. Kao primjer navela je farmaceutsku industriju koja puno više izvještava o svojim programima istraživanja i razvoja od drugih područja (Botosan 1997: 327).

Wallace et al. (1994) navode kako, primjerice, društva u proizvođačkoj industriji i financijskom sektoru posluju u različitim okolnostima, što utječe na kvalitetu njihovih godišnjih izvještaja. Bewley i Li (2000) dokazali su da društva koja više zagađuju okoliš više i izvještavaju o zaštiti okoliša. To su obrazložili većom pažnjom javnosti i politike. Bozzolan et al. (2003) navode da društva koja se bave visokom tehnologijom objavljuju više informacija o svojem poslovanju. Hackston i Milne (1996) dokazali su da tehnološki visokorazvijene djelatnosti objavljuju više informacija o svojem poslovanju od drugih. Isti autori dalje navode da društva koja zagađuju okoliš i koja su orijentirana na velik broj kupaca iznadprosječnim objavljivanjem informacija o poslovanju žele pokazati odgovornost prema zajednici u kojoj posluju.

Meek et al. (1995) navode da je područje djelatnosti najvažnije od svih čimbenika koji utječu na dobrovoljno izvještavanje. Po kvaliteti izvještavanja izdvojili su naftnu i kemijsku industriju, rudarstvo, kao i tehnološki razvijene djelatnosti. Ponte i Rodriguez (2002) dokazali su da između raznih područja djelatnosti postoji značajna razlika u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja. Osim toga, dalje navode da društva koja se bave istom djelatnošću otprilike jednako kvalitetno i izvještavaju o svojem poslovanju. Takav rezultat istraživanja objašnjavaju činjenicom da bi se odstupanje od uobičajenog načina izvještavanja moglo protumačiti kao naznaka loših vijesti. Bukh et al. (2005) su utvrdili da postoji razlika između područja djelatnosti s obzirom na dobrovoljno izvještavanje, a najkvalitetnijim su ocijenili izvještavanje tehnološki visokorazvijenih društava, osobito onih koja se bave informatikom i biotehnologijom.

Robb i Zarzeski (2001) također su dokazali postojanje razlike u dobrovoljnom izvještavanju između djelatnosti, a kao najkvalitetnije izvještavanje navode izvještavanje društava koja se bave kemijskom industrijom. Bruggen et al. (2009) navode da je područje djelatnosti najvažnija odrednica za dobrovoljno izvještavanje, a kao najkvalitetnija navode društva koja se bave informatikom. Prema Owusu-Ansah (1998), intenzitet zakonske regulative razlikuje se među djelatnostima, što utječe i na dobrovoljno izvještavanje. Osim toga, razne djelatnosti ne mogu jednako kvalitetno izvještavati jer nemaju jednaku količinu informacija za objavljivanje.

Razliku u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na glavna područja djelatnosti društava utvrdili su Cooke (1992), Hackston i Milne (1996), Choi (1999), Watson et al. (2002), Bozzolan et al. (2003), Agca i Onder (2007) kao i Barako (2007), dok nalazi McNally et al. (1982) i Umoren (2008) govore o nepostojanju veze između glavnog područja djelatnosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja. U Hrvatskoj su Pervan (2006), Bartulović i Pervan (2014), Aljinović Barać et al. (2014) i Bilić (2016) utvrdili da postoji razlika u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na glavna područja djelatnosti društava.

Druga istraživačka hipoteza glasi:

H2 Postoji pozitivna veza između kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti kod kotirajućih društava u Hrvatskoj.

Ovako postavljena hipoteza utemeljena je na rezultatima prethodnih relevantnih istraživanja kao i na temelju prethodno objašnjenih različitih teorijskih postavki. Rezultati

dosadašnjih istraživanja te očekivani smjer utjecaja kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na dodanu vrijednost rezimirani su u nastavku.

Postavljena hipoteza temelji se na teoriji signaliziranja i polazi od pretpostavke da će viša kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja koja signalizira bolju reputaciju društva, manji informacijski rizik i s njim povezane troškove imati implikacije na visinu dodane vrijednosti koju društvo stvara, kao mjere uspješnosti poslovanja koja obuhvaća perspektive različitih dionika. Naime, propast društava kao što su Enron, Worldcom i sl. ugrozila je povjerenje investitora u tržište kapitala i dodatno naglasila potrebu za dobrovoljnim izvještavanjem. Bushman et al. (2004) definiraju dobrovoljno izvještavanje kao raspoloživost specifičnih informacija o društvu vanjskim investitorima i interesnim grupama (prema Chi 2009: 11200). Steering Committee kao učinke dobrovoljnog izvještavanja navodi niže troškove kapitala, povećanje kredibiliteta i odnosa s investitorima, lakši pristup financiranju i manje mogućnosti tužbi zbog dovođenja u zabludu (Steering Committee Report 2001: 17). I drugi su autori istraživali utjecaj dobrovoljnog izvještavanja na poslovni rezultat. Tako su Diamond i Verrechia (1991), Botosan (1997, 2006), Botosan i Plumlee (2002) dokazali da društva s kvalitetnijim dobrovoljnim izvještavanjem imaju niže troškove kapitala. Osim nižih troškova kapitala, Meek i Gray (1989) navode i lakši pristup financiranju, što omogućuje da se pravodobno reagira na prilike koje se ukazuju na tržištu, odnosno utječe na poslovni rezultat. Lang i Lundholm (1993) navode da kvalitetno dobrovoljno izvještavanje smanjuje informacijsku asimetriju i omogućuje dioničarima i investitorima učinkovito nadziranje menadžmenta i mogućnosti društva. Gompers et al. (2003) navode da su slabija prava dioničara (kao neinformiranost) povezana s manjom dobiti, manjim rastom prodaje i većim troškovima kapitala. Osim što smanjenje informacijske asimetrije utječe na učinkovito nadziranje menadžmenta, a time i na poslovni rezultat, smanjenje informacijske asimetrije povećava likvidnost vrijednosnica što podiže vrijednost društva. Kvalitetno dobrovoljno izvještavanje koristi i za povećanje prihoda. Li (2009) je dokazao da društva koja ulaze na novo tržište povećavaju dobrovoljno izvještavanje.

Rasprostranjeno je mišljenje da bolje dobrovoljno izvještavanje naznačuje bolje poslovanje društva (Chi 2009: 11200). Drobetz et al. (2004) također navode da je bolje poslovno izvještavanje povezano s boljim poslovnim rezultatom. U prilog tome govori i Scott, koji je, analizirajući modele raznih autora, zaključio da će bolje vijesti, odnosno bolji rezultati poslovanja, prije biti dobrovoljno objavljeni (Scott 2009: 453).

S obzirom na to da je jedan od ciljeva menadžmenta prikazati društvo transparentnim, može se pretpostaviti da društva s ostvarenom većom dodanom vrijednošću dobrovoljno objavljuju i veću količinu poslovnih informacija. Francis et al. navode da je prema provedenom istraživanju glavni motiv menadžmenta za dobrovoljno izvještavanje promocija društva (Francis et al. 2008: 26). Veća dodana vrijednost je dodatni argument menadžmentu za objavljivanje povoljnih informacija o poslovnim rezultatima društva, što je važna informacija za dioničare kao i za potencijalne kreditore i investitore.

Objava poslovnih informacija u prvom redu ovisi o odluci menadžmenta. Brown i Caylor (2006) naglašavaju da su društva s boljim upravljanjem profitabilnija, vrednija, manje rizična i isplaćuju veće dividende. Beeks i Brown (2006) utvrdili su pozitivnu vezu između učinkovitosti korporativnog upravljanja i kvalitete izvještavanja. Singhvi i Desai (1971) navode da kad društvo ostvaruje dobre poslovne rezultate, menadžeri su motivirani za izvještavanje, u svrhu potpore za njihove položaje i nagrade. Isto tako, kad društvo ostvaruje slabe poslovne rezultate, iznosit će se manje informacija da bi se prikrile slabosti društva. Penman (1980) kao i Lev i Penman (1990) također navode da su društva sklona kvalitetnijem izvještavanju kad ostvaruju dobit. Stoga je kvalitetno dobrovoljno izvještavanje način da društva signaliziraju njihovu kvalitetu i snagu (Chi 2009: 11199).

5.2. Definiranje/selekcija uzorka

Uzorak je selektiran iz liste izdavatelja društava čije dionice kotiraju na Zagrebačkoj burzi, javno dostupnoj na www.zse.hr. Prema podacima dostupnim na dan 30. lipnja 2014. godine, na Zagrebačkoj burzi d. d. kotirale su dionice ukupno 159 izdavatelja. Od tog broja isključeno je:

- 7 fondova
- 12 banaka
- 5 osiguravateljskih društava
- 6 ostalih trgovačkih društava.

Kriteriji za odabir u uzorak su da se radi o trgovačkom društvu i da kotira na burzi cijelo analizirano razdoblje, od 1. siječnja 2009. do 31. prosinca 2013. godine. Fondovi, banke i osiguravateljska društva isključeni su zbog drugačije računovodstvene regulative, a posljedično tome zbog drugačijih financijskih izvještaja. Od preostalih 6 društava, 2 su

isključena zbog stečaja u tijeku (HG Spot d. d., Kamensko d. d.), jedno društvo je isključeno jer ne kotira na burzi cijeli promatrani period, od 1. siječnja 2009. do 31. prosinca 2013. (hoteli Zlatni rat d. d. uvršteni su na burzu 2. siječnja 2014. godine). Društva Dalma d. d., Helios Faros d. d. i Jadran film d. d. isključeni su iz uzorka jer financijski i godišnji izvještaji za promatrano razdoblje nisu bili javno raspoloživi. Tako je formiran uzorak od 129 društava što predstavlja 81,13% osnovnog skupa, odnosno broja svih izdavatelja koji su u promatranom razdoblju kotirali na ZSE. S obzirom na to da je promatrano razdoblje pet godina, u ispitivanju prve hipoteze korišteno je 645 entiteta. U 2014. godini osam društava prestalo je kotirati pa je za ispitivanje druge hipoteze korišten jednak broj društava (129), ali broj entiteta je smanjen na 637. Nakon toga, isključen je jedan *outlier* (TLM d.d. Šibenik, koji je zapravo prestao s poslovanjem, a kasnije je završio u stečaju). Tako je konačni broj entiteta za ispitivanje druge hipoteze 636.

5.3. Operacionalizacija varijabli

U cilju provedbe empirijskog dijela istraživanja, u Tablici 5 dan je pregled varijabli koje će se koristiti za ispitivanje utjecaja pojedinih varijabli na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja, za ispitivanje veze između dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti te njihova operacionalizacija.

Tablica 5 : Pregled varijabli i indikatora koji će se koristiti za istraživanje utjecaja pojedinih varijabli na dobrovoljno izvještavanje i odnosa dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti

RED. BR.	VARIJABLA	INDIKATOR	IZVOR PODATAKA	METRIKA
1.	Kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja	Indeks transparentnosti	Godišnji izvještaj	$IT = \frac{\sum_{x=1}^{X=50} X_{i,t}}{N}$
2.	Dodana vrijednost	Iznos neto dodane vrijednosti po zaposlenom	Račun dobiti i gubitka	$NDV_{i,t} = \frac{TZ_{i,t} + KTA_{i,t} + PD_{i,t} + ND_{i,t}}{Z_{i,t}}$

3.	Profitabilnost	Rentabilnost vlastitoga kapitala (ROE), neto rentabilnost imovine (ROA)	Račun dobiti i gubitka, bilanca	$ROE_{i,t} = \frac{ND_{i,t}}{VK_{i,t}} * 100$ $ROA_{i,t} = \frac{ND_{i,t}}{UI_{i,t}} * 100$
4.	Zaduženost	Koeficijent zaduženosti	Bilanca	$KZ_{i,t} = \frac{UO_{i,t}}{UI_{i,t}} * 100$
5.	Likvidnost	Koeficijent tekuće likvidnosti, koeficijent ubrzane likvidnosti	Bilanca	$KTL_{i,t} = \frac{KI_{i,t}}{KO_{i,t}}$ $KUL_{i,t} = \frac{N_{i,t} + P_{i,t}}{KO_{i,t}}$
6.	Promet dionica na burzi	Broj prodanih dionica u promatranom razdoblju	Zagrebačka burza d. d.	Ukupan broj prodanih dionica u razdoblju od 1. 1. do 31. 12. za svaku promatranu godinu - $PROMET_{i,t}$
7.	Odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica	Koeficijent tržišne vrijednosti dionica	Zagrebačka burza d. d.	$KTVD_{i,t} = \frac{TVD_{i,t}}{NVD_i} * 100$
8.	Financijska snaga	Pokazatelj financijske snage	Račun dobiti i gubitka, bilanca	$FS_{i,t} = 5 * \frac{ND_{i,t} + A_{i,t}}{UO_{i,t}}$
9.	Godine kotiranja na burzi	Broj godina kotiranja na burzi	Zagrebačka burza d. d.	Broj godina kotiranja na burzi - GODINE
10.	Veličina društva	Prirodni logaritam aktive	Bilanca	$VD_{i,t} = \ln UI_{i,t}$
11.	Broj	Broj pravnih i fizičkih osoba	Revizijsko izvješće,	Ukupan broj pravnih i fizičkih osoba

	dioničara	koje posjeduju dionice društva	Središnje klirinško depozitarno društvo	koje posjeduju dionice društva - $BR_DION_{i,t}$
12.	Revizori	Jesu li revizori Velika četvorka	Zagrebačka burza d. d.	Dummy (da = 1; ne = 0) - $REV_{i,t} = dummy_{i,t}$
13.	Područje djelatnosti	Pripadnost području djelatnosti	Zagrebačka burza d. d.	Jednoslovna oznaka područja - $NKD_{i,t}$

Izvor: doktorandova izrada (2015)

U nastavku su navedena objašnjenja indikatora iz prethodne tablice:

- Indikator varijable kvalitete dobrovoljnog izvještavanja je indeks transparentnosti koji će se računati po formuli:

$$IT = \frac{\sum_{x=1}^{X=50} X_{i,t}}{N}$$

gdje je:

Xi,t: broj pozitivnih odgovora na pitanja iz upitnika za društvo i u godini t

N: ukupan broj pitanja iz upitnika

- Indikator varijable dodane vrijednosti je iznos neto dodane vrijednosti po zaposleniku. Računa se po formuli:

$$NDV_{i,t} = \frac{TZ_{i,t} + KTA_{i,t} + PD_{i,t} + ND_{i,t}}{Z_{i,t}}$$

gdje je:

TZi,t: troškovi zaposlenika odnosno ukupna davanja zaposlenicima društva i u godini t

KTAi,t: ukupne kamate koje je platilo društvo i u godini t

PDi,t: porez na dobit društva i u godini t

NDi,t: neto dobit društva i u godini t

Zi,t: broj zaposlenika društva i u godini t.

- Indikatori varijable profitabilnosti su rentabilnost vlastitoga kapitala (ROE) i neto rentabilnost imovine (ROA). ROE se računa formulom:

$$ROE_{i,t} = \frac{ND_{i,t}}{VK_{i,t}} * 100$$

gdje je:

NDi,t: neto dobit društva i u godini t

VKi,t: vlastiti kapital društva i u godini t.

ROE se iskazuje u postotku i pokazuje koliku dobit ostvaruju vlasnici po jedinici uloženoga kapitala. ROA se računa formulom:

$$ROA_{i,t} = \frac{ND_{i,t}}{UI_{i,t}} * 100$$

gdje je:

NDi,t: neto dobit društva i u godini t

UIi,t: ukupna imovina društva i u godini t.

ROA se iskazuje u postotku i pokazuje koliku dobit ostvaruju vlasnici po jedinici ukupne imovine.

- Indikator varijable zaduženosti je koeficijent zaduženosti. Računa se formulom:

$$KZ_{i,t} = \frac{UO_{i,t}}{UI_{i,t}} * 100$$

gdje je:

UOi,t: ukupne obveze društva i u godini t

UIi,t: ukupna imovina društva i u godini t.

Indikator se iskazuje u postotku i pokazuje koji je postotak ukupne imovine financiran iz tuđih izvora.

- Indikatori varijable likvidnosti su koeficijent tekuće likvidnosti (KTL) i koeficijent ubrzane likvidnosti (KUL). Koeficijent tekuće likvidnosti računa se formulom:

$$KTL_{i,t} = \frac{KI_{i,t}}{KO_{i,t}}$$

gdje je:

KIi,t: kratkotrajna imovina društva i u godini t

KOi,t: kratkoročne obveze društva i u godini t.

Vrijednost indikatora iskazuje se brojem. Poželjno je da koeficijent tekuće likvidnosti ima vrijednost iznad 2. Ako je manji od 1, društvo je nelikvidno.

Koeficijent ubrzane likvidnosti računa se formulom:

$$KUL_{i,t} = \frac{N_{i,t} + P_{i,t}}{KO_{i,t}}$$

gdje je:

Ni,t: novac društva i u godini t

Pi,t: potraživanja društva i u godini t

KOi,t: kratkoročne obveze društva i u godini t.

Vrijednost indikatora iskazuje se brojem i poželjno je da mu vrijednost nije manja od 1.

- Indikator varijable prometa dionica na burzi je broj prodanih odnosno kupljenih dionica nekog društva u promatranom razdoblju, od 1. 1. do 31. 12. za svaku promatranu godinu. Označava se simbolom:

  $PROMET_{i,t}$

- Indikator varijable odnosa tržišne i nominalne vrijednosti dionica je koeficijent tržišne vrijednosti dionica. Iskazan je u postotku i računa se formulom:

  $$KTVD_{i,t} = \frac{TVD_{i,t}}{NVD_i} * 100$$

  gdje je:

  TVDi,t: zaključna cijena dionice društva i na 31. 12. za svaku promatranu godinu, odnosno zadnja cijena kojom je trgovano za svaku promatranu godinu

  NVDi: nominalna cijena dionice društva i.

  Indikator se iskazuje u postotku. S obzirom na to da je promatrano razdoblje pet godina, koeficijent tržišne vrijednosti dionica računat će se za svaku promatranu godinu.

- Indikator varijable pokazatelja financijske snage računa se formulom:

  $$FS_{i,t} = 5 * \frac{ND_{i,t} + A_{i,t}}{UO_{i,t}}$$

  gdje je:

  NDi,t: neto dobit društva i u godini t

  Ai,t: amortizacija društva i u godini t

  UOi,t: ukupne obveze društva i u godini t.

  Pokazatelj financijske snage temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti iskazanog kroz dobit uvećanu za amortizaciju i pokrića svih obveza tim novcem. Veća vrijednost pokazatelja znači bolje performanse društva, jer implicira kako je društvo u kratkom vremenu u stanju podmiriti svoje financijske obveze. Idealna vrijednost pokazatelja financijske snage iznosi 1, a maksimalna korisna vrijednost pokazatelja iznosi 10, jer je utvrđeno da skraćenje vremena pokrića obveza

iz dobiti i amortizacije na manje od 6 mjeseci više ne utječe bitno na izvrsnost (Belak i Aljinović Barać 2008: 33).

- Indikator varijable godina kotiranja na burzi je broj godina koliko društvo kotira na burzi. Označava se simbolom:
  GODINE.
- Indikator varijable veličine društva je prirodni logaritam aktive (imovine). Računa se formulom:
  $VD_{i,t} = \ln UI_{i,t}$
  gdje je UIi,t ukupna imovina društva i za godinu t.
- Indikator varijable broja dioničara je ukupan broj pravnih i fizičkih osoba koje posjeduju dionice društva i (na dan 31. 12. za svaku promatranu godinu), bez obzira na to koliko dionica posjeduju. Označava se simbolom:
  $BR_DION_{i,t}$
- Indikator varijable revizora je vrsta revizora odnosno jesu li revizori određenog društva jedni od četiriju velikih svjetskih revizorskih društava (Deloitte, KPMG, Ernst&Young i PWC) ili regionalni, odnosno lokalni revizori. Ako je revizor jedan od četiriju velikih svjetskih revizorskih društava, dodijelit će se vrijednost 1 za svaku promatranu godinu, u protivnom 0 (dummy):
  $REV_{i,t} = dummy_{i,t}$
- Indikator varijable područja djelatnosti je pripadnost određenom području djelatnosti. Sukladno Odluci o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti (NN 58/07), djelatnosti se dijele na područja (označena jednoslovnom oznakom), odjeljke (označeni dvoznamenkastim brojem), skupine (označene troznamenkastim brojem) i razrede (označene četveroznamenkastim brojem). Za potrebe izrade ovog rada, koristit će se podjela na područja (ukupno 21 područje), a varijabla će se označavati simbolom:
  $NKD_{i,t}$

S obzirom na kompleksnost varijable indeks transparentnosti, koja je oblikovana za potrebe pisanja ovog doktorskog rada, u nastavku je detaljno objašnjena.

5.3.1. Oblikovanje indeksa transparentnosti

U skladu s prethodno definiranim pojmom kvalitete dobrovoljnog izvještavanja, za potrebe operacionalizacije istraživanja koristit će se agregatna mjera nazvana indeks

transparentnosti. Metoda mjerenja indeksima je općeprihvaćena metoda koja se koristi prilikom istraživanja na temu dobrovoljnog izvještavanja. Pri tome postoje dva pristupa: vagani (ponderirani) i nevagani (neponderirani) indeks, koji se razlikuju u metodologiji izračuna. Ako se koristi vagani indeks, nekim se čimbenicima daje veći značaj nego drugima. Ako se koristi nevagani indeks, svi čimbenici imaju jednaki značaj.

Oba pristupa imaju određene nedostatke. Kao glavni nedostatak za vagani indeks navodi se subjektivnost (Pervan 2006; Agca i Onder 2007; Francis et al. 2008; Hossain i Hammami 2009; Li i Zhao 2011). Naime, postoje razne grupe korisnika dobrovoljno objavljenih informacija. To mogu biti bankovni analitičari, analitičari investicijskih fondova, ekonomski instituti i sl. Svatko od njih pridaje veću važnost dijelu koji ga zanima. S druge strane, kritičari nevaganih indeksa navode da ne mogu sve informacije biti jednako važne (Yuen et al. 2009).

U svojem radu Barako (2007) je koristila vagane indekse, a zatim je isto istraživanje ponovila uz primjenu nevaganih indeksa. Rezultati koje je dobila bili su približno isti (Barako 2007: 119). Do istog zaključka došli su i Chow i Wong-Boren, koji navode da nema značajne razlike u rezultatima istraživanja koje su proveli vaganim i nevaganim indeksima (Chow i Wong-Boren 1987: 536). S obzirom na to da rezultati koji se očekuju od predmetnog istraživanja nisu namijenjeni samo za određenu grupu korisnika i s obzirom na to da se istražuje dobrovoljno izvještavanje u cjelini, a ne samo određena grupa informacija, u skladu s relevantnim prethodnim radovima, za formiranje indeksa transparentnosti bit će korišteni nevagani indeksi. U tu svrhu, izrađen je upitnik koji, sukladno prethodno navedenoj metodologiji korištenoj u relevantnim istraživanjima, obuhvaća različite dobrovoljno objavljene informacije, razvrstane u šest grupa:

- povijesni podaci
- informacije o poslovanju
- menadžerske analize
- projekcije i planovi poslovanja
- nefinancijski i statistički podaci
- podaci o menadžmentu, nadzornom odboru i dioničarima.

Upitnik se ispunjava za svako od društava iz uzorka u svakoj promatranoj godini, dubinskom analizom objavljenih godišnjih izvještaja. Ako je predmetno društvo u analiziranom godišnjem izvještaju objavilo traženi podatak, dodjeljuje mu se vrijednost 1.

Ako podatak nije objavljen, vrijednost je 0. Nakon toga će se dobivene vrijednosti zbrojiti, podijeliti s ukupnim brojem informacija iz upitnika čime će se formirati indeks transparentnosti za svako promatrano društvo u pojedinoj godini. Cjeloviti upitnik nalazi se u Prilogu 1 i predstavlja sastavni dio ovog doktorskog rada.

Istraživanje će biti provedeno kao istraživanje za stolom (engl. *desk research*), na sekundarnim podacima prikupljenim iz objavljenih godišnjih izvještaja kotirajućih društava. Godišnji izvještaji su javno objavljeni i nalaze se na internetskim stranicama Zagrebačke burze (www.zse.hr).

5.4. Metodologija empirijskog istraživanja

Za obradu podataka i prezentiranje dobivenih rezultata koristit će se odgovarajuće statističke i ekonometrijske metode. Testiranje hipoteze o kvantitativnim i kvalitativnim varijablama koje utječu na razinu transparentnosti dobrovoljnog izvještavanja provest će se upotrebom M5 algoritma strojnog učenja, a testiranje odnosa kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i neto dodane vrijednosti provest će se testom linearne regresije uz upotrebu statističkog programa R.

M5 algoritam je sastavni dio analitičkog sustava WEKA – zbirke algoritama za strojno učenje, grane umjetne inteligencije koja se bavi oblikovanjem algoritama koji svoju učinkovitost poboljšavaju na temelju empirijskih podataka. Koristi se u različitim ekonometrijskim analizama. Prednost M5 algoritma je što daje pouzdane zaključke i u situacijama kad multipla linearna regresija to ne može, kao kod nelinearnih interakcija ili značajnijih odstupanja od preduvjeta koji su potrebni za regresijsku analizu. Naime, prikupljene podatke u predmetnom istraživanju karakterizira velika raspršenost podataka i nelinearni odnos među varijablama, zbog čega korištenje uobičajenih statističkih metoda nije moguće. Nasuprot tome, M5 metoda je kombinacija stabla odluke i linearne regresijske analize. M5 pomoću skupa pravila dijeli uzorak na podskupove te ih potom analizira. Na takav način, dobit će se linearni regresijski modeli od kojih svaki objašnjava dio uzorka.[31] Važno je naglasiti da M5 algoritam tijekom obrade podataka eliminira eventualnu pojavu problema multikolinearnosti između varijabli.

[31] Na ovakav način osnovni skup se opisuje s manjom greškom nego da je opisan samo jednom regresijskom jednadžbom.

5.4.1. M5 algoritam

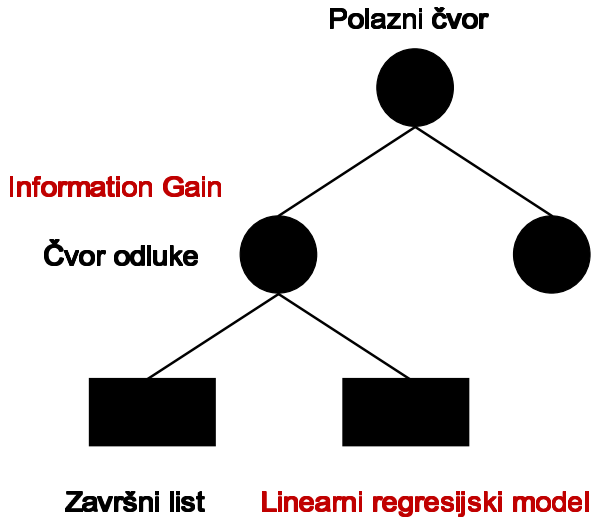
Analitički sustav WEKA (Waikato Environment for Knowledge Analysis) je skup algoritama rudarenja podataka napisanih u programskom jeziku Java koji je besplatno dostupan svim istraživačima kao program otvorenog koda (Witten et al. 2011). Razvijen je na sveučilištu Waikato na Novom Zelandu, čije je i vlasništvo. Jedan od algoritama WEKA – e je i M5. M5 algoritam se koristi za analizu velikih skupova podataka, između ostalog s primjenama u ekonomiji (Ledolter 2013: 161; Ledolter 2013: 185) i predstavlja kombinaciju stabla odluke i linearne regresijske analize (Witten et al. 2011). Ova je metoda specifično razvijena za ekonometrijske analize, ali je našla primjenu i u prirodnim znanostima poput geologije, arhitekture, molekularne biologije, medicine itd. (Myatt 2014; Witten et al. 2011).

Pomoću stabla odluke se veliki skupovi podataka raščlanjuju u podskupine (pojedini autori navode da je uloga stabla odluke segmentacija osnovnog skupa). Polazište predstavljaju svi entiteti u uzorku, a mjesta raščlanjivanja zovu se čvorovi odluke. Pri tome se raščlanjivanje može zbivati u više razina. Što je neka varijabla bliže početnom čvoru stabla odluke, to je njezin informacijski sadržaj veći (Myatt 2014; Witten et al. 2011). Na taj se način može vrlo precizno izraziti značaj varijable za izgradnju modela, što nije uvijek lako u klasičnim linearnim modelima gdje se u tu svrhu obično koristi koeficijent parcijalne korelacije (Zelterman 2010). Podskupine s najvećom razlikom nalaze se u takozvanim završnim čvorovima, gdje više nema smisla raščlanjivanje u manje podskupine.

M5 algoritam koristi kriterij informacijske dobiti (engl. *information gain*) za izradnju stabla odluke, pri čemu su dobiveni završni listovi maksimalno homogeni, a razlike među različitim završnim čvorovima maksimizirane (Mitchell 1997). Ukratko, algoritamska teorija informacija kaže da se količina informacija sadržana u nekom skupu podataka može iskazati kao najmanji algoritam koji dostatno dobro opisuje taj skup. Što je neka varijabla bliže vrhu stabla odluke, to sadrži veću količinu informacija (Mitchell 1997). Obrnuto, što se više od vrha stabla odluke ide prema dnu stabla, to varijable sadrže manje informacija. Varijable koje se ne nalaze u stablu odluke ne smatraju se važnima za opisivanje analiziranog skupa podataka.

Vrijednosti u završnim čvorovima se modeliraju upotrebom linearnog regresijskog modela. Na Slici 11 je prikazan način rada M5 algoritma.

Slika br. 11: Shema rada M5 algoritma



Izvor: doktorandova izrada (2015)

Prvi čvor opisuje cijeli uzorak. Daljnjim rasčlanjivanjem se u svakom koraku dobiva veći broj informacija o uzorku, sve dok raščlanjivanje više nema smisla. Prema Myatt (2007: 147), svaki uzorak sadrži određene neuređenosti (nečistoće) tražene informacije u podacima. Ta neuređenost se naziva entropija. Ukoliko je sustav potpuno homogen tada je entropija 0, a ukoliko je sustav adekvatno rastavljen u dvije podjednake skupine, tada je entropija 1. Entropija se računa formulom:

$$H(S) = -\sum_{i=1}^{c} p_i \log_2 p_i \qquad (21)$$

gdje je:
H(S): entropija cijelog uzorka
p: poduzorak s promatranim atributom
c: raspon vrijednosti koje može imati varijabla p.

Informacijska dobit reducira entropiju i prema Myatt (2007: 148) računa se formulom:

$$\text{Informacijska dobit} = H(S) - \sum_{j=1}^{k} \frac{Sv_j}{S} * H(Sv_j) \qquad (22)$$

gdje je:
H(S): entropija cijelog uzorka
Svj: poduzorak s promatranim atributom
S: cijeli uzorak
H(Svj): entropija poduzorka s promatranim atributom
k: broj mogućih vrijednosti početnog čvora stabla odlučivanja.

Prednost M5 algoritma je što omogućuje analizu i najkompleksnijih skupova podataka, gdje klasična regresijska analiza često ne daje zadovoljavajuće rezultate. Između ostalog, M5 algoritam omogućuje analizu interakcije među varijablama, daje prihvatljiva objašnjenja i u situacijama nelinearnih međuodnosa te omogućuje jednostavno kombiniranje kontinuiranih i kategoričkih varijabli.

Prilikom opisivanja stabla odluke treba imati u vidu da to nije opis uzročno - posljedičnih veza, već visoko kompleksni model zasnovan na informacijskom sadržaju. Naime, o uzročno - posljedičnim vezama može se govoriti samo u eksperimentalnim studijama koje uključuju raspodjele u podskupine po principu slučaja. Kako toga u ovoj analizi nema, ne može se govoriti o uzroku i posljedici, već samo o asocijacijama (Zelterman 2010). Ipak, ako se adekvatno interpretiraju, dobiveni čvorovi stabla odluke i linearni modeli u završnim listovima mogu poslužiti za izradu kauzalnih modela. Izrada takvih modela mora biti bazirana na prethodno postojećem ekspertnom znanju.

5.4.2. Linearna regresijska analiza

Linearna regresijska analiza se smatra najvažnijom i najkorištenijom numeričkom predikcijskom metodom u prirodnim i društvenim znanostima. Osnovni razlozi njene široke primjenjivosti su relativno jednostavna i do detalja razrađena matematička podloga, te prilagodljivost različitim problemima (Zelterman 2010). Značajno mjesto ima i dostupnost programskih aplikacija, koja uz nisku cijenu osobnih računala omogućavaju brzu i jednostavnu primjenu linearnih regresijskih modela. Štoviše, mnogi vrhunski programi za linearnu regresijsku analizu, poput R – a, dostupni su potpuno besplatno (Wilcox 2017).

Zadaća regresijske analize je pronaći analitičko – matematički oblik veze između jedne ovisne ili regresand varijable i jedne ili više neovisnih ili regresorskih varijabli. Osim objašnjavanja prirode ovisnosti promatranih pojava na temelju tog analitičkog oblika, mogu

se predviđati vrijednosti ovisne varijable pri određenim vrijednostima neovisne/ih varijable/i (Pivac i Rozga 2008: 152). U slučaju postojanja samo jedne ovisne i samo jedne neovisne varijable govori se o jednostavnom (jednostrukom, univarijantnom) regresijskom modelu. U slučaju postojanja više neovisnih varijabli govori se o višestrukom (multivarijantnom, multiplom) regresijskom modelu.

6. ANALIZA REZULTATA EMPIRIJSKOG ISTRAŽIVANJA

Nakon što su definirane istraživačke hipoteze i uzorak, izvršena operacionalizacija varijabli i određena metodologija istraživanja, u nastavku su izneseni rezultati empirijskog istraživanja.

6.1. Deskriptivna statistika uzorka za hipoteze H1 i H2

U Tablici 6 se nalazi deskriptivna statistika uzorka koji se koristi u istraživanju hipoteza H1 i H2. Histogrami na kojima su prikazane distribucije vrijednosti varijabli iz uzorka nalaze se u Prilogu 2.

Tablica 6: Deskriptivna statistika uzorka za hipoteze H1 i H2

Deskriptivna statistika								
	N	**Arit. sr.**	**Medijan**	**Minimum**	**Maksimum**	**Q1**	**Q3**	**SD**
ROE	645	-0,72	0,04	-470,16	1524,70	-11,45	6,31	94,04
ROA	645	-2,26	0,02	-110,99	104,97	-4,63	2,07	12,67
KZ	645	51,00	44,43	3,19	740,16	28,06	64,78	45,86
KTL	645	1,86	1,02	0,00	100,68	0,51	1,76	5,88
KUL	645	0,92	0,52	0,00	39,74	0,23	0,96	2,20
PROMET	645	215643,82	4284,00	0,00	21199986,00	303,00	56379,00	1217365,58
KTVD	496	191,09	62,54	3,41	3195,02	30,32	149,63	413,12
FS	645	0,64	0,23	-10,33	36,33	-0,20	0,84	2,40
GODINE	645	8,86	8,00	1,00	20,00	7,00	10,00	3,17
VD	645	19,96	19,82	16,53	24,16	19,18	20,82	1,24
BR_DION	645	3727,87	895,00	83,00	252440,00	394,00	2335,00	19863,42
IT	645	0,23	0,22	0,00	0,70	0,14	0,30	0,12
NDV	636	151928	108549	-2049853	7141272	51669	194713	502939

Izvor: doktorandova izrada (2017)

U Tablici br. 6 prikazane su varijable, broj entiteta u uzorku, aritmetička sredina, medijan, minimum i maksimum, prvi i treći kvartil kao i standardna devijacija. Vidljiva je velika raspršenost vrijednosti, što je jedan od razloga zbog kojeg nije bilo moguće korištenje uobičajenih statističkih metoda.

Prosječna vrijednost pokazatelja rentabilnosti vlastitog kapitala (ROE) iznosi - 0,72 i pokazuje da su vlasnici društava odabranih u uzorak u promatranom razdoblju gubili 0,72 % po jedinici uloženog kapitala. Medijan, odnosno položajna srednja vrijednost iznosi 0,04 % što znači da pola promatranog uzorka ima povrat od 0,04 % po jedinici uloženog kapitala ili manje, odnosno da pola društava iz uzorka u promatranom razdoblju nisu ostvarili dobit. Vrijednost prvog kvartila iznosi – 11,45 % što je izuzetno loš pokazatelj jer govori da je četvrtina društava iz promatranog uzorka ostvarila gubitak od 11,45 % ili više po jedinici uloženog kapitala. Vidljiva je velika raspršenost vrijednosti, od gubitka od 470,16 % do dobiti od 1.524,70 % po jedinici uloženog kapitala.[32]

Prosječna vrijednost pokazatelja neto rentabilnosti imovine (ROA) iznosi – 2,26 što znači da su po jedinici imovine društva gubila 2,26 %. Medijan iznosi 0,02 % što znači da pola društava iz promatranog uzorka nisu ostvarili nikakav povrat na imovinu. Treći kvartil iznosi 2,07 % što je također loš pokazatelj. Jednako kao i kod prethodnog pokazatelja, vidljiva je velika raspršenost vrijednosti.

Prosječna vrijednost pokazatelja koeficijent zaduženosti (KZ) iznosi 51 % i pokazuje da se 51 % ukupne imovine financira tuđim sredstvima. Raspršenost je i ovdje vrlo velika i varira od vrlo nisko zaduženih društava (3,19 %) pa do koeficijenta zaduženosti od 740,16 %.[33] Ako je koeficijent zaduženosti veći od 100 % to znači da društvo ima negativni kapital, odnosno da je tijekom prethodnih razdoblja kumuliralo gubitak iznad visine kapitala. Poslovanje s gubitkom iznad visine kapitala je specifičnost samo nekih država i na takav se način nastoji sačuvati proizvodnju, radna mjesta itd. U ekonomski razvijenim državama takva praksa ne postoji jer poslovanje s tako zaduženim društvima ugrožava poslovanje stabilnih društava.

Prosječni koeficijent tekuće likvidnosti (KTL) iznosi 1,86 i pokazuje da je kratkotrajna imovina u prosjeku 1,86 puta veća od kratkoročnih obveza. Poželjna vrijednost KTL iznosi 2, a svakako ne bi trebao biti manji od 1. Stoga, prosječna vrijednost od 1,86 je dobar pokazatelj, osobito ako se ima u vidu da se u bilancama na 31.12. u kratkoročnim obvezama iskazuju sva

[32] Analizom godišnjeg izvještaja društva koje je imalo pokazatelj ROE 1.524,70 %, uočeno je da je predmetno društvo ostvarilo veliku dobit zbog sporazuma koji su potpisali s Republikom Hrvatskom i kojim su obeštećeni za prethodno oduzetu imovinu, koja je 2000. godine isknjižena iz poslovnih knjiga.

[33] Društvo koje je imalo pokazatelj KZ 740,16 % tada još nije bilo u stečaju, nego se stečaj dogodio kasnije.

dospijeća kredita u narednoj godini. Međutim, i ovdje velika raspršenost vrijednosti (od 0,00 do 100,68)[34] iskrivljuje stvarno stanje. Medijan iznosi 1,02 što znači da je pola društava iz uzorka na ili ispod granice likvidnosti. Osobito je zabrinjavajući prvi kvartil koji iznosi 0,51 i pokazuje da je čak četvrtina od društava iz uzorka u mogućim velikim likvidnosnim problemima.[35]

Prosječni koeficijent ubrzane likvidnosti (KUL) iznosi 0,92 i pokazuje da su u prosjeku novac i potraživanja za 8 % manji od kratkoročnih obveza (iako nije pravilo, poželjna vrijednost koeficijenta ubrzane likvidnosti je 1). I ovdje velika raspršenost vrijednosti (od 0,00 do 39,74) iskrivljuje stvarno stanje. Medijan iznosi 0,52 a treći kvartil 0,96 što pokazuje da manji broj društava iz promatranog uzorka nema nikakvih problema s likvidnošću.

Prosječni promet dionica na burzi (PROMET) iznosi 215.644 i pokazuje prosječni promet dionica za svako promatrano društvo u razdoblju od jedne godine. I ovdje je vidljiva velika raspršenost vrijednosti, od 0 do 21.199.986. Medijan iznosi 4.284 i pokazuje da likvidnost dionica dijela društava iz promatranog uzorka nije velika, kako bi se moglo zaključiti iz aritmetičke sredine.

Prosječni koeficijent tržišne vrijednosti dionica (KTVD) iznosi 191,09 % i pokazuje za koliko se u prosjeku promijenila vrijednost dionica na kraju svake promatrane godine u odnosu na nominalnu vrijednost. Medijan iznosi 62,54 % i iz njega je vidljivo da se vrijednost polovice društava koja kotiraju na burzi smanjila u odnosu na vrijednost kad su dionice emitirane, tako da je tek kod manjeg broja društava iz promatranog uzorka evidentan rast vrijednosti dionica. Za ovaj pokazatelj je potrebno napomenuti da je izračunan na temelju 496 entiteta jer su iz izračuna isključena društva čijim dionicama se u promatranoj godini nije trgovalo.

---

[34] Društvo koje je imalo KTL 0,00 na 31.12. nije imalo sredstava na računu. Društvo čiji je KTL iznosio 100,68 imalo je vrlo male kratkoročne obveze.

[35] Prilikom analize pokazatelja likvidnosti mora se imati u vidu da se na 31.12. u kratkoročnim obvezama iskazuju sva kreditna dospijeća u narednoj godini. Tako se može dogoditi da društvo ima nizak pokazatelj likvidnosti ali u nekim slučajevima to nije zabrinjavajuće jer će redovnim poslovanjem do dospijeća na naplatu iskazanih rata kredita zaraditi dovoljno za redovno poslovanje.

Prosječni koeficijent financijske snage (FS) iznosi 0,64 i pokazuje pokrivenost obveza teorijski slobodnim novcem.[36] Idealna vrijednost koeficijenta financijske snage je 1, tako da se iskazani prosječni koeficijent može smatrati lošim. Medijan iznosi 0,23 a treći kvartil iznosi 0,84 tako da je vidljivo da tek mali broj društava iz promatranog uzorka ima zadovoljavajući koeficijent financijske snage.

Prosječni broj godina kotiranja na burzi (GODINE) je približno 9. Kreće se u rasponu od 1 do 20 godina. Jedan od uvjeta uključivanja u uzorak je da društvo cijelo promatrano razdoblje (pet godina) kotira na burzi.

Prosječni broj dioničara (BR_DION) iznosi 3.728 dioničara. I ovdje je velika raspršenost, od 83 do 252.440 dioničara, što pokazuje da je koncentracija vlasništva neujednačena od društva do društva.

Prosječni indeks transparentnosti (IT) iznosi 0,23 i pokazuje da su društva iz uzorka dobrovoljno objavila prosječno 23 %, odnosno11,5 informacija traženih iz upitnika. Kao i kod drugih ispitivanih varijabli, velika je raspršenost vrijednosti. Minimum je 0,00 odnosno nijedna objavljena tražena informacija iz upitnika, a maksimum je 0,70 odnosno 35 objavljenih informacija. Nultu vrijednost indeksa imaju četiri entiteta iz uzorka (radi se o tri društva od kojih se jedno pojavljuje u uzorku dva puta. Sva tri imaju velike probleme u poslovanju) a vrijednost indeksa od 0,70 imaju dva entiteta iz uzorka (radi se o dva društva, karakterizira ih velika imovina i visoka ostvarena dobit u poslovanju). Kretanje indeksa transparentnosti te struktura objavljenih informacija po godinama i prema područjima objave prikazana je u Tablici 7.

Tablica 7: Kretanje indeksa transparentnosti u razdoblju 2009. – 2013.

	2009	2010	2011	2012	2013
Povijesni podaci	195	222	227	230	227
Informacije o poslovanju	378	418	431	427	437
Menadžerske analize	301	330	359	352	342
Projekcije i planovi poslovanja	103	115	131	135	148
Nefinancijski i statistički podaci	80	85	100	99	98

[36] Analizom godišnjeg izvještaja društva koje je ostvarilo najveći pokazatelj FS (36,33) uočeno je da je predmetno društvo s Republikom Hrvatskom potpisalo sporazum o restrukturiranju brodogradilišta temeljem kojeg je Republika Hrvatska preuzela dio obveza.

Podaci o menadžmentu, nadzornom odboru i dioničarima	280	303	317	322	318
Zbroj bodova	1337	1473	1565	1565	1570
Indeks transparentnosti	0,21	0,23	0,24	0,24	0,24

Izvor: doktorandova izrada (2017)

Iz tablice je vidljiv porast količine objavljenih informacija u svim kategorijama za prve tri godine. Nakon toga, u nekim kategorijama dolazi do pada ali nije značajan. Osobito dobro je što informacije o projekcijama i planovima poslovanja imaju rast svih pet godina.[37] S obzirom na to da je Zakon o tržištu kapitala važeći od 1. siječnja 2009. godine, vidljivo je da je njegovo donošenje unaprijedilo izvještavanje na burzi.

Neto dodana vrijednost se koristi prilikom izračuna hipoteze H2. Za razliku od ostalih varijabli u Tablici 6, koje se odnose na razdoblje od 2009. do 2013. godine, varijabla neto dodana vrijednost se odnosi na razdoblje od 2010. do 2014. godine. Kao i kod prethodnih varijabli, i kod neto dodane vrijednosti je prisutna velika raspršenost. Prosječna vrijednost joj je 151.928. Važno je istaknuti da se u odabranom uzorku od 636 entiteta nalazi devetnaest entiteta čija je vrijednost veća od 1.000.000. Petnaest ih je pozitivno a četiri su negativna. Tih devetnaest entiteta nije isključeno jer bi to utjecalo na rezultat istraživanja.

U Tablici 8 iskazana je podjela revizora koji su revidirali društva odabrana u uzorak za istraživanje. Odnos 27,91 % (180 entiteta u uzorku) koje je revidirala Velika četvorka prema 72,09 % (465 entiteta u uzorku) koje su revidirala ostala revizorska društva je realan, s obzirom na cijenu usluga revizije kao i na brojnost ostalih revizora. Naime, iako revizori koji pripadaju u Veliku četvorku imaju bolju reputaciju, oni svoje usluge naplaćuju primjetno skuplje od ostalih revizora. Iz tog razloga, usluge revizora Velike četvorke koriste uglavnom društva koja planiraju emisiju vrijednosnica, društva koja se planiraju zadužiti za veći iznos kod poslovnih banaka, društva koja imaju strane vlasnike, društva u kojima je došlo do promjene uprave itd.

[37] Menadžeri nerado objavljuju projekcije i planove poslovanja, najviše zbog mogućnosti gubitka konkurentskog položaja na tržištu.

Tablica 8: Struktura uzorka prema vrsti revizora

Vrsta revizora	Broj revizora	Postotak
Ostali revizori	465	72,09
Velika četvorka	180	27,91

Izvor: doktorandova izrada (2017)

U Tablici 9 prikazana je struktura društava iz uzorka prema područjima djelatnosti. Vidljivo je da je najviše društava iz područja C – prerađivačka industrija (33,49 %). Nakon toga slijede područja I – djelatnost pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane (24,50 %), G – trgovina na veliko i malo; popravak motornih vozila i motocikala (10,39 %), H – prijevoz i skladištenje (6,98 %), A – poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo (6,82 %), M – stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti, F – građevinarstvo (5,43 %), J – informacije i komunikacije (2,64 %), L – poslovanje nekretninama (1,55 %), te N – administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti i R – umjetnost, zabava i rekreacija, oboje sa udjelom od 0,78 % u uzorku.

Tablica 9: Društva iz uzorka prema pripadnosti područjima NKD - a

Područja djelatnosti	Broj društava	Postotak
A – poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	44	6,82
C – prerađivačka industrija	216	33,49
F - građevinarstvo	35	5,43
G – trgovina na veliko i malo, popravak motornih vozila i motocikala	67	10,39
H – prijevoz i skladištenje	45	6,98
I – pružanje smještaja, priprema i usluživanje hrane	158	24,50
J – informacije i komunikacije	17	2,63
L – poslovanje nekretninama	10	1,55
M – stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti	43	6,67
N – administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti	5	0,77
R – umjetnost, zabava i rekreacija	5	0,77

Izvor: doktorandova izrada (2017)

6.2. Rezultati istraživanja čimbenika kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u RH

Kao što je prethodno navedeno, istraživačka hipoteza o postojanju veze između različitih grupa kvantitativnih i kvalitativnih čimbenika koji utječu na razinu dobrovoljnog izvještavanja je testirana algoritmom M5, a s obzirom na različiti smjer utjecaja, razrađena je na pomoćne hipoteze čiji je cilj istražiti utjecaj pojedinih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Na Slici br. 12 prikazan je rezultat provedenog testiranja, odnosno stablo odluke kojim je testirani uzorak segmentiran.

U stablu odluke osnovni skup je podijeljen na petnaest linearnih regresijskih jednažbi.[38] Svi entiteti obuhvaćeni određenom jednadžbom su međusobno maksimalno homogeni i različiti od entiteta koji su svrstani u druge jednadžbe.

- LM 1 obuhvaća 35 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive manjim od 18,46 i koeficijent tekuće likvidnosti manji od 0,885.
- LM 2 obuhvaća 26 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive koji se nalazi u rasponu od 18,46 do 19,365; koeficijent tekuće likvidnosti manji od 0,885 i koeficijent zaduženosti manji od 43,67 %.
- LM 3 obuhvaća 53 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive koji se nalazi u rasponu od 18,46 do 19,365; koeficijent tekuće likvidnosti manji od 0,885 i koeficijent zaduženosti veći od 43,67 %.
- LM 4 obuhvaća 35 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive manjim od 19,365; koeficijent tekuće likvidnosti veći od 0,885; manje od 10,5 godina kotiranja na burzi i rentabilnost vlastitog kapitala manja od – 1,335.
- LM 5 obuhvaća 47 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive manjim od 19,365; koeficijent tekuće likvidnosti veći od 0,885; manje od 10,5 godina kotiranja na burzi i rentabilnost vlastitog kapitala veća od – 1,335.
- LM 6 obuhvaća 35 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive manjim od 19,365; koeficijent tekuće likvidnosti veći od 0,885 i više od 10,5 godina kotiranja na burzi.
- LM 7 obuhvaća 17 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive većim od 19,365; ne pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R, neto rentabilnost imovine manja od – 0,805; i odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica manji od 24,63 %.[39]

---

[38] Na stablu odluke prikazanom na Slici br. 12 linearne regresijske jednadžbe označene su oznakom LM i rednim brojem jednadžbe. Prvi broj u zagradama pokazuje koliko je entiteta protumačeno pripadajućom linearnom regresijskom jednadžbom. Ostali brojevi i oznake u zagradama su parametri rada programa.

[39] Iako se odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica računa u postotku, u stablu odluke se podjela vrši na manje ili jednako 24,625 i više od 24,625. Algoritam M 5 jasnim kriterijima segmentira uzorak na dijelove a 24,63 % je navedeno u tekstu zbog lakšeg opisivanja LM 7. Slično je i u LM 8 i LM 9. Iako su dioničari cijeli broj, algoritam M 5 ih dijeli na manje ili jednako 2350,5 i više od 2350,5.

- LM 8 obuhvaća 34 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive većim od 19,365; ne pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R, neto rentabilnost imovine manja od – 0,805; odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica veći od 24,63 % i imaju do 2350 dioničara.
- LM 9 obuhvaća 30 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive većim od 19,365; ne pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R, neto rentabilnost imovine manja od – 0,805; odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica veći od 24,63 % i imaju 2351 i više dioničara.
- LM 10 obuhvaća 124 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive većim od 19,365; ne pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R i neto rentabilnost imovine veća od – 0,805.
- LM 11 obuhvaća 54 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive većim od 19,365; pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R i odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica manji od 59,48 %.
- LM 12 obuhvaća 25 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive u rasponu od 19,365 do 21,685; pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica veći od 59,48 % i imaju do 472 dioničara.
- LM 13 obuhvaća 27 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive u rasponu od 19,365 do 21,685; pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica veći od 59,48 % i imaju od 473 do 1164 dioničara.
- LM 14 obuhvaća 71 entitet. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive u rasponu od 19,365 do 21,685; pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica veći od 59,48 % i imaju više od 1164 dioničara.
- LM 15 obuhvaća 32 entiteta. Karakterizira ih veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive većim od 21,685; pripadaju područjima djelatnosti C, F, H, J, R i odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica veći od 59,48 %.

U nastavku su navedene linearne regresijske jednadžbe a cijeli postupak rada M5 algoritma prikazan je u Prilogu 3.

LM 1) IT = 0,0032*NKD (C,F,H,J,R) + 0*ROE + 0,0001*ROA - 0*KZ + 0,0008*GODINE + 0,012*VD + 0*BR_DION + 0,0028 * REV (veliki) – 0,1065

LM 2) IT = 0,0032*NKD (C,F,H,J,R) + 0*ROE + 0,0001*ROA – 0,0001*KZ +0,0008*GODINE + 0,0091*VD + 0*BR_DION + 0,0028*REV (veliki) + 0,0038

LM 3) IT = 0,0032*NKD (C,F,H,J,R) + 0*ROE + 0,0001*ROA - 0*KZ + 0,0008*GODINE + 0,0091*VD + 0*BR_DION + 0,0028*REV (veliki) – 0,0259

LM 4) IT = 0,0032*NKD (C,F,H,J,R) + 0,0003*ROE + 0,0001*ROA - 0*KZ + 0,0022*GODINE + 0,0058*VD + 0*BR_DION + 0,0028*REV (veliki) + 0,0208

LM 5) IT = 0,0032*NKD (C,F,H,J,R) + 0,0003*ROE + 0,0001*ROA - 0*KZ + 0,0022*GODINE + 0,0058*VD + 0*BR_DION + 0,0028*REV (veliki) + 0,0622

LM 6) IT = 0,0032*NKD (C,F,H,J,R) + 0,0002*ROE + 0,0001*ROA - 0*KZ + 0,0035*GODINE + 0,0058*VD + 0*BR_DION + 0,0028*REV (veliki) + 0,0952

LM 7) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0004*ROA + 0,0001*GODINE + 0,002*VD + 0*BR_DION + 0,0149*REV (veliki) + 0,1655

LM 8) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0004*ROA + 0,0001*GODINE + 0,002*VD + 0*BR_DION + 0,0149*REV (veliki) + 0,1216

LM 9) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0004*ROA + 0,0001*GODINE + 0,002*VD + 0*BR_DION + 0,0149*REV (veliki) + 0,1474

LM 10) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0003*ROA + 0,0001*GODINE + 0,002*VD + 0*BR_DION + 0,0717*REV (veliki) + 0,1826

LM 11) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0001*ROA + 0,0001*GODINE + 0,0069*VD + 0*BR_DION + 0,0181*REV (veliki) + 0,0752

LM 12) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0001*ROA + 0,0001*GODINE + 0,004*VD + 0*BR_DION + 0,0269*REV (veliki) + 0,1602

LM 13) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0001*ROA + 0,0001*GODINE + 0,004*VD - 0*BR_DION + 0,0346*REV (veliki) + 0,2754

LM 14) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0001*ROA + 0,0001*GODINE + 0,004*VD - 0*BR_DION + 0,0687*REV (veliki) + 0,2056

LM 15) IT = 0,0061*NKD (C,F,H,J,R) - 0*ROE + 0,0001*ROA + 0,0001*GODINE + 0,004*VD + 0*BR_DION + 0,0248*REV (veliki) + 0,2911

gdje je:

- IT: indeks transparentnosti – mjera za kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- NKD: glavno područje djelatnosti kojim se društvo bavi
- ROE: rentabilnost vlastitog kapitala – mjera profitabilnosti
- ROA: neto rentabilnost imovine – mjera profitabilnosti
- KZ: koeficijent zaduženosti
- KTL: koeficijent tekuće likvidnosti – mjera likvidnosti
- KUL: koeficijent ubrzane likvidnosti – mjera likvidnosti
- PROMET: promet dionica na burzi
- KTVD: koeficijent tržišne vrijednosti dionica
- FS: pokazatelj financijske snage
- GODINE: godine kotiranja na burzi
- VD: prirodni logaritam aktive – mjera veličine društva
- BR_DION: broj dioničara
- REV: vrsta revizora – veliki (jedno od četiriju velikih revizorskih društava) i ostali revizori

Razina signifikantnosti je 0,05 za svaki pojedini model. Koeficijent determinacije odnosno protumačenost je 56% za sve modele zajedno. Najmanja moguća protumačenost pojedinog modela je 44 % a najveća moguća protumačenost pojedinog modela je 69 %. Zbirni pregled regresijskih koeficijenata navedenih u linearnim regresijskim jednadžbama nalazi se u Tablici 10.

U Tablici 10 se može vidjeti koji čimbenici imaju utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Također se prema predznaku koeficijenta vidi smjer djelovanja u svakoj jednadžbi.

- Područje djelatnosti (NKD) pozitivno utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja ako se radi o područjima C (prerađivačka industrija), F (građevinarstvo), H (prijevoz i skladištenje), J (informacije i komunikacije) i R (umjetnost, zabava i rekreacija). Ostala područja nemaju utjecaja. S obzirom na to da područja C, F, H, J i R utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja a ostala ne, jasno je da postoji razlika u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja, ovisno o kojem se području radi.
- Profitabilnost (ROE i ROA) pozitivno utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Utjecaj čimbenika ROA postoji u svim jednadžbama dok ROE utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja samo u jednadžbama LM 4, LM 5 i LM 6.
- Zaduženost (KZ) nema značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Utjecaj (negativan) postoji jedino u LM 2 ali to je nedostatno da bi se moglo zaključiti da utjecaj postoji.[40]
- Likvidnost (KTL i KUL) nema utjecaja na na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Promet dionica na burzi (PROMET) nema utjecaja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica (KTVD) nema utjecaja na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Financijska snaga (FS) nema utjecaja na na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Godine kotiranja na burzi (GODINE) pozitivno utječu na na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Veličina društva (VD) pozitivno utječe na na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Broj dioničara (BR_DION) nema značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.
- Vrsta revizora (REV) pozitivno utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja ako se radi o velikim revizorima odnosno nekome od Velike četvorke.

[40] Ako se u tablici s linearnim regresijskim jednadžbama nalazi vrijednost - 0 (kao što je to slučaj kod LM 1, LM 3, LM 4, LM 5 i LM 6) to znači da je broj negativan u npr. desetoj ili petnaestoj decimali ali to nema utjecaja na vrijednost IT.

Na temelju svega iznesenog, mogu se donijeti sljedeći zaključci o čimbenicima kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj te njihovom utjecaju na razinu indeksa transparentnosti:

Pomoćna hipoteza H1.1. „Postoji pozitivna veza između kvantitativnih financijskih čimbenika (profitabilnost, likvidnost, promet dionica na burzi, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica, financijska snaga) i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj" je djelomično potvrđena. Provedenim istraživanjem na uzorku kotirajućih društava uz razinu pouzdanosti od 95 %, dokazano je kako profitabilnost aproksimirana pokazateljima povrata na glavnicu (ROE) i povrata na imovinu (ROA) pozitivno utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj. Rezultati istraživanja su dokazali kako likvidnost, aproksimirana pokazateljima koeficijenta tekuće likvidnosti (KTL) i koeficijenta ubrzane likvidnosti (KUL), promet dionica na burzi, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica te finanijska snaga nemaju utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj.

Profitabilnost je pokazatelj uspješnosti poslovanja i društva s dobrim poslovnim rezultatima objavom dobrovoljnih informacija o poslovanju signaliziraju svim dionicima svoju uspješnost. Objavom informacija o profitabilnom poslovanju menadžment osim signala potencijalnim investitorima i poslovnim partnerima na takav način podiže vrijednost dionica. Uz to, naglašava se važnost za zajednicu u kojoj društvo posluje a menadžmentu raste ugled. Dobiveni rezultati predmetnog istraživanja o utjecaju profitabilnosti na dobrovoljno izvještavanje su su skladu s rezultatima istraživanja koja su proveli Cerf (1961), Singhvi i Desai (1971), Owusu-Ansah (1998), Naser et al. (2002), Ali et al. (2004), Pervan (2006), Agca i Onder (2007), Li i Zhao (2011), Vu (2012) itd.

Iako je bilo u skladu s prethodnim istraživanjima, likvidnost, promet dionica na burzi, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica te financijska snaga nemaju utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Wallace et al. (1994) navodi da je očekivano da društva sa slabijim pokazateljima poslovanja objavljuju više dobrovoljnih informacija o svom poslovanju, kako bi na takav način opravdali slabe rezultate. Osim toga, iako kotiraju na zagrebačkoj burzi, većina društava svoje poslovanje financira bankovnim kreditima, tako da postoji mogućnost da dio društava iz analiziranog uzorka nema interesa objavljivati informacije o svom poslovanju.

Pomoćna hipoteza H1.2. „Postoji negativna veza između kvantitativnog financijskog čimbenika zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj“ je odbačena. **Provedenim istraživanjem na uzorku kotirajućih društava uz razinu pouzdanosti od 95 %, dokazano je kako zaduženost aproksimirana pokazateljem koeficijent zaduženosti (KZ) nema značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj.**

Istraživanja provedena u svijetu daju kontradiktorne rezultate. Pozitivna veza između zaduženosti i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja se može objasniti nastojanjem menadžera da objavom dobrovoljnih informacija objasne razloge zaduženosti i na takav način spriječe pad vrijednosti dionica kao i da zaštite svoj položaj. Međutim, Verrecchia (1983), Pae (2005) i Einhorn (2007) su u svojim istraživanjima dokazali da menadžeri manipuliraju objavom informacija o poslovanju. Ako nemaju dobro objašnjenje za loše informacije o poslovanju, često ih ne objave ili pričekaju da ih objave istovremeno s dobrim informacijama o poslovanju.

Pomoćna hipoteza H1.3. „Postoji pozitivna veza između kvantitativnih nefinancijskih čimbenika (godine kotiranja na burzi, veličina društva, broj dioničara) i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj“ je djelomično potvrđena. Provedenim istraživanjem na uzorku kotirajućih društava uz razinu pouzdanosti od 95 %, dokazano je da godine kotiranja na burzi i veličina društva aproksimirana prirodnim logaritmom aktive (VD) pozitivno utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj. Rezultati istraživanja su dokazali kako broj dioničara nema značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj.

Sukladno rezultatima prethodnih istraživanja, godine kotiranja na burzi imaju pozitivan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Više je razloga za takav rezultat. Vođenje društva koje kotira na burzi zahtijeva prilagodbe računovodstvenog sustava i menadžmenta. Osim toga, društva koja dulje kotiraju na burzi su stekla praksu izvještavanja. Prema rezultatima istraživanja koje su proveli Owusu-Ansah (1998) te Hossain i Hammami (2009), društva koja kraće kotiraju na burzi strahuju od mogućeg gubitka konkurentnosti ukoliko objave podatke o istraživanju, pribavljanju kapitala i razvoju proizvoda.

Veličina društva je čimbenik koji se najčešće uzima u analizu prilikom istraživanja utjecaja pojedinih čimbenika na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja i velik je broj istraživanja koja su dokazala pozitivan utjecaj. Sukladno dioničkom pristupu, što je društvo

veće, važnije je za sve dionike. Menadžment često dobrovoljno izvještavanje koristi kao promidžbu, da bi se dodatno naglasio značaj društva. Singhvi i Desai (1971) navode da su troškovi izvještavanja za manja društva veći, manja društva se rijetko financiraju na tržištu kapitala pa nemaju interes za dobrovoljnu objavu informacija kao i da manja društva za razliku od velikih strahuju da bi potpuno izvještavanje ugrozilo njihovu konkurentnost.

Suprotno rezultatima prethodnih istraživanja, broj dioničara nema značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Razlog tome može biti slaba likvidnost na Zagrebačkoj burzi. Isto tako, hrvatsko tržište kapitala se smatra mladim tržištem pa je za pretpostaviti da većina dioničara nemaju naviku trgovanja vrijednosnicama a samim time nemaju ni naviku zahtijevanja da se objave informacije o poslovanju kotirajućih društava.

Pomoćna hipoteza H1.4. „Postoji pozitivna veza između kvalitativnog čimbenika revizora Velike četvorke i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja kod kotirajućih društava u Hrvatskoj“ je potvrđena. Provedenim istraživanjem na uzorku kotirajućih društava, uz razinu pouzdanosti od 95 % dokazano je da revizori Velike četvorke pozitivno utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj.

Dobiveni rezultat istraživanja je sukladan velikom broju provedenih istraživanja. Za Hrvatsku je Bilić (2016) dokazao pozitivnu vezu između revizora Velike četvorke i kvalitete dobrovoljnog izvještavanja. Od četiriju velikih revizorskih društava očekuje se visoka profesionalnost. Velika revizorska društva imaju više iskustva u pripremanju dokumentacije, rade revizije velikih klijenata i imaju veće znanje o pojedinim industrijama. Više od ostalih ulažu u obuku osoblja a s obzirom da to mogu priuštiti, imaju specijaliste za pojedine djelove poslovanja, kao što je na primjer porezni dio poslovanja. Ono što je osobito važno za naglasiti, velika revizorska društva ne smiju sebi dozvoliti značajne pogreške jer bi tako u pitanje doveli reputaciju cijelog društva. Zbog toga su im procedure i kontrole provođenja revizije detaljno razrađene.

Pomoćna hipoteza H1.5. „Postoje značajne razlike kvalitete dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na glavna područja djelatnosti društva“ je potvrđena.

Wallace et al. (1994) navode da društva iz različitih područja djelatnosti posluju u različitim okolnostima (kao primjer navode proizvođačku industriju i financijski sektor) što utječe na kvalitetu njihovih godišnjih izvještaja. Svako područje djelatnosti ima svoje specifičnosti pa je očekivano da postoji i razlika u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja.

Pojedina područja djelatnosti imaju više informacija za objaviti. U provedenim istraživanjima kao primjeri se navode farmaceutska industrija i visoka tehnologija, koji prednjače u istraživanju novih proizvoda a samim tim i u izvještavanju. Dokazano je da zbog pritiska javnosti i politike, društva koja više zagađuju okoliš više od ostalih izvještavaju o zaštiti okoliša. Kao važan razlog razlike u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja među područjima djelatnosti navodi se i različit intenzitet zakonske regulative među različitim djelatnostima. Ovakav rezultat istraživanja je sukladan rezultatima istraživanja koje je za Hrvatsku proveo Bilić (2016) i dokazao postojanje razlike kvalitete dobrovoljnog izvještavanja s obzirom na glavna područja djelatnosti društava.

6.3. Rezultati istraživanja razine kvalitete dobrovoljnog izvještavanja iz perspektive dionika

Istraživačka hipoteza o postojanju pozitivne veze između kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti kod kotirajućih društava u Hrvatskoj polazi od pretpostavke da će viša kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja koja signalizira bolju reputaciju društva, manji informacijski rizik i s njim povezane troškove imati implikacije na visinu dodane vrijednosti koju društvo stvara.

Testiranje je provedeno linearnim regresijskim modelom uz upotrebu statističkog programa R, na način da se mjeri utjecaj kvalitete dobrovoljnog izvještavanja aproksimiran indeksom transparentnosti (IT) za društvo *i* u godini *t* na neto dodanu vrijednost (NDV) društva *i* u godini *t+1*. U Tablici 11 su prikazani dobiveni razultati linearnog regresijskog modela.

Tablica 11: Rezultati linearne regresije

	Estimate	STD. Error	t-value	p-value
Alpha	56.212	42.785	1,31	0,189
Beta	409.078	161.969	2,53	**0,012**

Izvor: doktorandova izrada (2017)

Na temelju rezultata prikazanih u Tablici br. 11 vidljivo je da je utjecaj indeksa transparentnosti u tekućoj godini na vrijednost neto dodane vrijednosti u sljedećoj godini

statistički značajan na razini pouzdanosti od 95% (p – vrijednost koeficijenta beta iznosi 0,012).

Vrijednost koeficijenta beta je 409.078 što znači da se za svako povećanje varijable IT za jednu jedinicu varijabla NDV poveća za 409.078. Konkretno, to bi značilo da će se za svaku objavljenu informaciju obuhvaćenu indeksom transparentnosti u tekućoj godini neto dodana vrijednost sljedeće godine povećati za 8.181,56 kn. Dobiveni regresijski pravac je prikazan na grafikonu u Prilogu 4.

Odnos kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i neto dodane vrijednosti do sad nije istražen. Istraživanje je provedeno na uzorku od 636 entiteta, s jednom nezavisnom i jednom zavisnom varijablom. Iz rezultata dobivenih istraživanjem se može zaključiti da povećanje kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u godini t signalizira povećanje neto dodane vrijednosti u godini t + 1. Ovdje je potrebno naglasiti da, iako je model statistički značajan, zbog visoke standardne devijacije se može koristiti samo u eksplanatorne svrhe.

Dakle, hipoteza H2 „Postoji pozitivna veza između kvalitete dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti kod kotirajućih društava u Hrvatskoj“ je potvrđena. Provedenim istraživanjem na uzorku kotirajućih društava, uz razinu pouzdanosti od 95 %, dokazano je da kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja tekuće godine povećava neto dodanu vrijednost društva u sljedećoj godini.

7. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Globalizacija i razvoj tehnologije (u prvom redu interneta) pridonijeli su napretku na području dostupnosti svih vrsta informacija. Političke promjene koje su se odvijale devedesetih godina prošlog stoljeća stvorile su mogućnost ulaganja kapitala u bivše socijalističke države. Sve to je omogućilo nastanak i razvoj tržišta kapitala u državama u kojima prije nisu postojala. Da bi vlasnici kapitala donijeli odluku o ulaganju, moraju raspolagati informacijama o poslovanju društava za koja su zainteresirani, tako da bi rizik ulaganja sveli na prihvatljivu mjeru. Dio informacija o poslovanju se mora objaviti jer je tako regulirano važećim zakonskim aktima. Međutim, dolazi i do povećane potražnje za dobrovoljno objavljenim informacijama – informacijama o poslovanju čija objava nije propisana zakonom.

Osnovni cilj istraživanja ovog rada bio je utvrditi kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj, kao primjeru makroorijentiranog računovodstvenog sustava s nerazvijenim tržištem kapitala. Pri tome su se utvrdili i čimbenici koji utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja kao i intenzitet njihovog djelovanja. Osim toga, utvrđen je i utjecaj kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na dodanu vrijednost. Pri tome, u radu su sistematizirane i kritički analizirane najvažnije dosadašnje spoznaje o problematici dobrovoljnog izvještavanja i njegovu utjecaju na dodanu vrijednost kao sveobuhvatnu mjeru uspješnosti relevantnu za sve dionike.

U nastavku je prikazan sažetak rezultata provedenog empirijskog istraživanja kao i sažetak teorijskih zaključaka.

7.1. Sažetak teorijskih zaključaka i empirijskih rezultata

Doprinos predmetnog istraživanja ogleda se u teorijskim zaključcima proizašlim iz analize dosadašnjih spoznaja i istraživanja:

Sumiranjem dosadašnjih teorijskih promišljanja, može se zaključiti kako dobrovoljno izvještavanje može poslužiti u dvije svrhe, informativnu i nadzornu. Informativna svrha proizlazi iz zahtjeva za informacijama postojećih i potencijalnih investitora, kako bi mogli procijeniti buduće poslovanje društava za koje su zainteresirani i kako bi donijeli ispravne

poslovne odluke uz prihvatljiv rizik. Nadzorna svrha je u funkciji nadziranja menadžera. S obzirom na to da postoji sukob interesa menadžera i vlasnika (koji je nastao razdvajanjem vlasništva i upravljanja), vlasnici traže što više informacija kako bi mogli učinkovito kontrolirati menadžere.

Kvalitetno dobrovoljno izvještavanje treba omogućiti ispravnu procjenu svih aspekata poslovanja, procjenu planova i kritičnih točaka odnosno naglasiti sve specifičnosti društva. Samo na takav način svi zainteresirani dionici (postojeći i potencijalni investitori, bankovni i burzovni analitičari, poslovni partneri, lokalna zajednica itd.) mogu ispravno procijeniti sadašnju vrijednost društva kao i mogućnosti poslovanja društva u budućnosti. To implicira zaključak da je kvaliteta dobrovoljnog izvještavanja višedimenzionalni koncept koji se mora promatrati iz različitih perspektiva.

Rezultati empirijskog istraživanja predstavljaju nove spoznaje o kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja i dodanoj vrijednosti a ogledaju se u sljedećem:

Pomoćna hipoteza H1.1 je djelomično potvrđena - dokazano je da profitabilnost (mjerena pokazateljima ROA i ROE) pozitivno utječe na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dok likvidnost (mjerena pokazateljima KTL i KUL), promet dionica na burzi (mjeren pokazateljem PROMET), odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica (mjeren pokazateljem KTVD) kao i financijska snaga (mjerena pokazateljem FS) nemaju utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja (mjerenu pokazateljem IT).

Pomoćna hipoteza H1.2 je odbačena – dokazano je da zaduženost (mjerena pokazateljem KZ) nema statistički značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja (mjerenu pokazateljem IT).

Pomoćna hipoteza H1.3 je djelomično potvrđena – dokazano je da godine kotiranja na burzi (mjerene pokazateljem GODINE) i veličina društva (mjerena pokazateljem VD) pozitivno utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja dok broj dioničara (mjeren pokazateljem BR_DION) nema statistički značajan utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja (mjerenu pokazateljem IT).

Pomoćna hipoteza H1.4 je potvrđena – dokazano je da veliki revizori (jedni od četiriju velikih revizorskih društava) pozitivno utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja (mjerenu pokazateljem IT).

Pomoćna hipoteza H1.5 je potvrđena – dokazano je da područja djelatnosti C (prerađivačka industrija), F (građevinarstvo), H (prijevoz i skladištenje), J (informacije i

komunikacije) i R (umjetnost, zabava i rekreacija) pozitivno utječu na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja (mjerenu pokazateljem IT) dok ostala područja djelatnosti nemaju utjecaja.

Hipoteza H2 je potvrđena – dokazano je da postoji pozitivan utjecaj kvalitete dobrovoljnog izvještavanja (mjereno pokazateljem IT) u tekućem obračunskom razdoblju na neto dodanu vrijednost u narednom obračunskom razdoblju.

Društva koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi financiranje svog poslovanja zasnivaju na zaduživanju kod poslovnih banaka a ne na financiranju emisijom vrijednosnica. Zato ni svi tržišni mehanizmi nisu u potpunosti razvijeni. Ipak, vidljiv je pozitivni učinak Zakona o tržištu kapitala, kojim se Hrvatska približila standardima EU. Taj pozitivni učinak se odnosi na definiranje okvira djelovanja bitnih subjekata tržišta, poput brokera, investicijskih savjetnika, brokerskih društava, burzi, odnosno organiziranih mjesta trgovanja. Osim toga, uvedene su i brojne novine u svrhu poboljšanja transparentnosti kao i pravne sigurnosti ulagača, a posebno je pojačana zaštita malih ulagača u odnosu na institucionalne ulagače.

7.1.1. Ograničenja i doprinosi provedenog istraživanja

Iako ovaj rad značajno doprinosi postojećoj razini znanja o kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj kao i o dodanoj vrijednosti, važno je ukazati na potencijalno ograničenje koje je moglo utjecati na rezultate empirijskog istraživanja i na donesene zaključke.

Istraživanjem je obuhvaćeno razdoblje od 2009. do 2014. godine. U tom razdoblju je u cijelom svijetu vladala gospodarska kriza. Uz to, u Hrvatskoj su se tada, u cilju očuvanja i poboljšanja gospodarstva, pokrenuli procesi predstečajnih nagodbi. Dio društava koja su obuhvaćena istraživanjem u ovom radu također su u analiziranom razdoblju pristupila procesu predstečajnih nagodbi, što je zajedno s uvjetima globalne financijske krize moglo utjecati na rezultate dobivene provedenim istraživanjem.

Navedeno ograničenje ne bi trebalo umanjiti znanstveni doprinos ovog rada koji se može sažeti u sljedećem:

- u radu su sistematizirane i kritički analizirane dosadašnje najvažnije spoznaje o problematici dobrovoljnog izvještavanja i upravljanja dodanom vrijednošću
- znanstveno je kvantificirana razina kvalitete dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj

- znanstveno su argumentirane zakonitosti, principi i smjerovi utjecaja različitih kvantitativnih financijskih i nefinancijskih te kvalitativnih čimbenika (obilježja) društava na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja
- znanstveno su argumentirane zakonitosti i principi utjecaja kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na perspektivu različitih dionika
- empirijski je verificiran utjecaj kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na neto dodanu vrijednost
- metodološki doprinos primjenom inovativnog analitičkog pristupa (M5 algoritam, dio analitičkog sustava WEKA – zbirke algoritama za strojno učenje, grane umjetne inteligencije koja se bavi oblikovanjem algoritama koji svoju učinkovitost poboljšavaju na temelju empirijskih podataka) koji do sada nije korišten u obradi predmetne problematike.

U aplikativnom kontekstu, ovaj rad doprinosi računovodstvenoj profesiji sistematiziranjem i analiziranjem opsežne materije koja se odnosi na dobrovoljno izvještavanje i dodanu vrijednost. Važno je naglasiti da je razlika u dobivenim rezultatima u odnosu na ista istraživanja u drugim državama razumljiva jer svaka država ima svoje specifičnosti. Rezultati dobiveni istraživanjem bi trebali biti od koristi regulativnim tijelima, znanstvenicima kao i analitičarima i ulagačima na hrvatskom tržištu kapitala.

7.1.2. Preporuke

Jedan od osnovnih motiva za provođenje istraživanja je bio ispitati kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj, državi s makroorijentiranim računovodstvenim sustavom i nedovoljno razvijenim tržištem kapitala. Na temelju dobivenih rezultata daju se sljedeće preporuke:

- regulativna tijela bi trebala naći način kako poboljšati objavu informacija o poslovanju društava koja kotiraju na ZSE, u svrhu unapređenja likvidnosti vrijednosnica kao i u svrhu povećanja financiranja poslovanja izdavanjem vrijednosnica
- sastavljači godišnjih izvještaja bi trebali voditi više računa o ispunjavanju povećanih zahtjeva širokog kruga dionika za informacijama, kako bi ih dionici mogli koristiti u procesu donošenja ekonomskih odluka. Osim toga, povećana objava informacija o poslovanju društva omogućuje dodatne načine financiranja poslovanja (izdavanjem dužničkih ili vlasničkih vrijednosnica)

- korisnici informacija iz godišnjih izvještaja bi trebali više usmjeriti pozornost na informacije o dodanoj vrijednosti koju društvo stvara, kao sveobuhvatnoj mjeri uspješnosti poslovanja
- istraživačima kvalitete dobrovoljnog izvještavanja se sugerira da u budućim istraživanjima uključe nove čimbenike, posebice kvalitativne naravi, čiji utjecaj do sada još nije ispitan.

SAŽETAK

Cilj je ovog rada utvrditi kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja u Hrvatskoj, kao primjeru makroorijentiranog računovodstvenog sustava s nerazvijenim tržištem kapitala. Osim toga, istražen je i utjecaj kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na dodanu vrijednost. Istraživanje o kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja kao i o čimbenicima koji na nju utječu provedeno je na uzorku od 129 društava koji su na Zagrebačkoj burzi kotirali u razdoblju od 2009. do 2013. godine (645 entiteta). Istraživanje o utjecaju kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na dodanu vrijednost provedeno je na uzorku od 129 društava koji su na zagrebačkoj burzi kotirali u razdoblju od 2009. do 2014. godine (636 entiteta).

U radu su sistematizirane i kritički analizirane dosadašnje najvažnije spoznaje o problematici dobrovoljnog izvještavanja i upravljanja dodanom vrijednošću. Znanstveno su argumentirane zakonitosti, principi i smjerovi utjecaja različitih kvantitativnih financijskih i nefinancijskih te kvalitativnih obilježja društava na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja.

Utvrđeno je da na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja pozitivan utjecaj imaju profitabilnost, godine kotiranja na burzi, veličina društva i veliki revizori (jedni od četiriju velikih revizorskih društava). Osim toga, utvrđeno je da postoji razlika u kvaliteti dobrovoljnog izvještavanja između različitih područja djelatnosti. Likvidnost, promet dionica na burzi, odnos tržišne i nominalne vrijednosti dionica, financijska snaga, zaduženost i broj dioničara nemaju utjecaj na kvalitetu dobrovoljnog izvještavanja. Isto tako, utvrđen je pozitivan utjecaj kvalitete dobrovoljnog izvještavanja na neto dodanu vrijednost ostvarenu u narednom obračunskom razdoblju.

Ključne riječi: dobrovoljno izvještavanje, dodana vrijednost

SUMMARY

The aim of this dissertation is to examine the quality of voluntaty disclosure in Croatia, country with macro – oriented accounting system and undeveloped capital market. In addition to that, a study was made on how the quality of voluntary disclosure affects on value added. The research of the quality of voluntary disclosure as well as the factors that influence it, was carried out on 129 non-financial companies that were listed on Zagreb Stock Exchange in the period from 2009 to 2013 (645 entities). The research of the influence of the quality of voluntary disclosure on value added was conducted on 129 non-financial companies listed on Zagreb Stock Exchange in the period from 2009 to 2014 (636 entities). Also, the most important recent findings on the particulars of voluntary disclosure and value added were systematizated in this dissertation as well as critically analyzed.

It has been established that profitability, the number of years listed on capital market, the size of the company and quality of auditors (Big four) have positive influence on voluntary disclosure. Besides, it has been found out that there is a difference in quality of voluntary disclosure between companies in various type of industry. Liquidity, share trading volume, market to nominal share ratio, financial strenght ratio, leverage and number of shareholders don't have an impact on the quality of voluntary disclosure. In the same way, the study shows that the quality of voluntary disclosure has a positive effect on net value added realised in the following accounting period.

Key words: voluntary disclosure, value added

PREGLED LITERATURE

KNJIGE:

1) Belak, V. (1995): Menadžersko računovodstvo, RRiF plus d.o.o., Zagreb.
2) Belak, V., Aljinović Barać, Ž. (2008): Tajne tržišta kapitala, BELAK EXCELLENS d.o.o., Zagreb.
3) Čengić, D. (2001): Vlasnici, menadžeri i kontrola poduzeća, Institut društvenih znanosti Ivo Pilar, Zagreb.
4) Ehrbar, A. (1998): EVA – Economic Value Added: The Real Key to Creating Wealth, John Wiley & Sons, New York.
5) Gray, S. J., Salter, S. B., Radebaugh L. H. (2001): Global Accounting & Control, John Wiley & Sons, New York.
6) Knutson, P.H. (1993): Financial reporting in the 1990s and beyond: A position paper of the Association for Investment Management and Research, Association for Investment Management and Research, Charlottesville, VA.
7) Ledolter, J. (2013): Data mining and business analytics with R., John Wiley & Sons.
8) Macho – Stadler, I., Perez – Castrillo, J.D. (2001): An Introduction to Economics of Information: Incentives and Contracts, London, Oxford University Press.
9) Mitchell TM (1997): Machine Learning. Baltimor, McGraw – Hill.
10) Myatt, G.J. (2007): Making sense of data: a practical guide to exploratory data analysis and data mining, John Wiley & Sons.
11) Myatt, G.J. (2014): Making Sense of Data I, Hoboken, John Wiley & Sons.
12) Pivac, S., Rozga, A. (2008): Statističke analize socioloških istraživanja, Redak, Split.
13) Pojatina, D. (2000): Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split.
14) Riahi-Belkaoui, A. (1992): Vallue added reporting: Lessons for the United states, Greenwood Publishing Group.
15) Riahi-Belkaoui, A. (1999): Value added reporting and research: state of the art, Greenwood Publishing Group.
16) Riahi-Belkaoui, A. (2010): Wealth and Value Added, (internet), raspoloživo na: https://www.researchgate.net/profile/Ahmed_Riahi-Belkaoui/publication/308052419_Wealth_and_Value_Added/links/57d8320f08ae601b39af9cda.pdf (16.3.2017.).
17) Scott, W. R. (2009): Financial accounting theory, fifth edition, Pearson Prentice Hall, Toronto.
18) Solomons, D. (1965): Divisional Performance: Measurement and Control, Financial Executives Research Foundation, New York.
19) Tipurić, D (2006): Nadzorni odbor i korporativno upravljanje, Sinergija, Zagreb.
20) Tipurić, D. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija nakladništvo d.o.o., Zagreb.
21) Wilcox, R.R. (2017): Understanding and Applying Basic Statistical Methods Using R, Hoboken, Wiley.
22) Witten, I.H., Frank, E., Hall, M.A. (2011): Data mining: Practical machine learning tools and techniques. Kaufmann, Burlington.
23) Zelterman, D. (2010): Applied linear models with SAS, Cambridge University Press.
24) Ziegenbein, K. (2008): Kontroling, Priručnik praktične poslovne ekonomije, RRiF plus d.o.o., Zagreb, 9. prerađeno i aktualizirano izdanje.

25) Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb.
26) Žager, K., Žager, L. (1999): Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb.

ČLANCI I STUDIJE:

1) AICPA (1994): Improving Business Reporting – A Customer Focus, American Institute of Certified Public Accountants, Inc., New York, raspoloživo na http://www.aicpa.org/InterestAreas/FRC/AccountingFinancialReporting/DownloadableDocuments/Jenkins%20Committee%20Report.pdf (20.2.2017.).
2) Aboody, D., Kasznik, R. (2000): CEO stock option awards and the timing of corporate voluntary disclosures, Journal of accounting and economics, 29 (1), str. 73 – 100.
3) Agca, A., Onder, S. (2007): Voluntary Disclosure in Turkey: A Study on Firms Listed in Istambul Stock Exchange (ISE), Problems and Perspectives in Management, Volume 5, Issue 3, str. 241 – 251.
4) Ailawadi, K.L., Borin, N., Farris, P.W. (1995): Market Power and Performance: A Cross – Industry Analysis of Manufacturers and Retailers, Journal of retailing, 71 (3), str. 211 – 248.
5) Akerlof, G.A. (1970): The market for „lemons“: Quality and the market mechanism, The quarterly journal of economics, str. 488 – 500.
6) Akhtaruddin, M. (2005): Corporate mandatory disclosure practices in Bangladesh, International Journal of Accounting, 40, str. 399 – 422.
7) Al-Shammari, B., Brown, P., Tarca, A. (2008): An investigation of compliance with international accounting standards by listed companies in the Gulf Co-Operation Council member states, The International Journal of Accounting, 43 (4), str. 425 – 447.
8) Ali, A., Chen, T., Radhakrishnan, S. (2007): Corporate disclosures by family firms, Journal or Accounting and Economics 44, str. 238 – 286.
9) Alsaeed, K. (2006): The association between firm-specific characteristics and disclosure: The case of Saudi Arabia. *Managerial Auditing Journal*, *21* (5), str. 476 – 496.
10) Al-Zarouni, A. (2008): Corporate Financial Disclosure in Emerging Markets: The Case of The UAE (Doctoral dissertation), (internet), raspoloživo na: https://www120.secure.griffith.edu.au/rch/file/adf25bf1-3a51-5271-3375-32658c094a5f/1/Al-Zarouni_2009_02Thesis.pdf (12.7.2017.).
11) Ali, M. J., Ahmed, K., Henry, D. (2004): Disclosure compliance with national accounting standards by listed companies in South Asia, Accounting and Business Research, 34 (3), str. 183 – 189.
12) Altaf, N. (2016): Economic value added or earnings: What explains market value in Indian firms?, Future Business Journal 2, str. 152 – 166.
13) Aljinović Barać, Ž. (2012): Voluntary Disclosure of Cash Flows Information and Company's Characteristics: Evidence from the Croatian Capital Market, Croatian Operational Research Review, 3 (1), str. 192 – 202.
14) Aljinović Barać, Ž., Granić, M. (2015): Dragovoljno izvještavanje u godišnjem izvješću – praksa hrvatskih menadžera, Ekonomska misao i praksa, br. 1, str. 173 – 198.

15) Aljinović Barać, Ž.; Granić, M.; Vuko, T. (2014): The Determinants of Voluntary Disclosure in Croatia, International Journal of Social, Behavioral, Educational, Economic, Business and Industrial Engineering, Vol. 8, No. 4, str. 1057 – 1063.
16) Amihud, Y. (2002): Illiquidity and stock returns: Cross-section and time series effects, Journal of Financial Markets 5, 31 – 56.
17) Archambault, J., Archambault, M. (2003): A Multinational Test of Determinants of Corporate Disclosure, The International Jounal of Accounting, vol. 38, str. 173 – 194.
18) ASSC (1975): The Corporate Report, Accounting Standards Steering Committee, Tje Institute of Chartered Accountants in England and Wales, London.
19) Attig, N., Fong, W. M., Gadhoum, Y., Lang, L. H. (2006): Effects of large shareholding on information asymmetry and stock liquidity, Journal of Banking & Finance, 30 (10), str. 2875 – 2892.
20) Baek, H.Y., Johnson, D.R., Kim, J.W. (2009): Managerial ownership, corporate governance, and voluntary disclosure, The Journal of Business and Economic Studies, 15 (2), str. 44 – 61.
21) Bahtijarević – Šiber, F., Sikavica, P. (2001): Leksikon menadžmenta, Masmedia, Zagreb.
22) Balakrishnan, K., Billings, M. B., Kelly, B., Ljungqvist, A. (2014): Shaping liquidity: On the causal effects of voluntary disclosure, The Journal of Finance, 69 (5), 2237-2278.
23) Ball, R., Jayaraman, S., Shivakumar, L. (2009): The Complementary Roles of Audited Financial Reporting and Voluntary Disclosure: A Test of the Confirmation Hypothesis, (internet), raspoloživo na: http://www.researchgate.net/publication/228299380_The_Complementary_Roles_of_Audited_Financial_Reporting_and_Voluntary_Disclosure_A_Test_of_the_Confirmation_Hypothesis/file/60b7d519f608e65649.pdf (7. 5. 2014.).
24) Barakat, F. S. (2016): Corporate transparency and csr policies in developing countries: the case of listed companies in Palestine and Jordan (Doctoral dissertation), (internet), raspoloživo na: http://digibug.ugr.es/bitstream/10481/40157/1/24703904.pdf (12.7.2017.).
25) Barako, D. G. (2007): Determinants of voluntary disclosures in Kenyan companies annual reports, African Journal of Business Management Vol.1(5), str. 113 – 128.
26) Barako, D. G., Hancock, P., Izan, H. Y. (2006): Factors influencing voluntary corporate disclosure by Kenyan companies. Corporate Governance: an international review, 14 (2), str. 107 – 125.
27) Barlett, C.A., Ghosal, S. (2002): Building Competitive Advantage Through People, MIT Sloan Management Review, Winter, str. 34 – 41.
28) Bartulović, M. (2013): Regulatorni okvir financijskog izvještavanja, (internet), raspoloživo na: https://moodle.oss.unist.hr/mod/resource/view.php?id=20378 (4.2.2017.).
29) Bartulović, M., Pervan, I. (2014): Determinants of voluntary Internet Financial Reporting: analysis for selected CEE countries, International journal of economics and statistics, 2, str. 32 – 39.
30) Beattie, V., McInnes, W., Fearnley, S. (2004): A Methodology for Analysing and Evaluating Narratives in Annual Reports: A Comprehensive Descriptive Profile and Metrics for Disclosure Quality Attributes, (internet), raspoloživo na: http://eprints.gla.ac.uk/407/1/Beattieaccforum28.pdf (6. 5. 2014.).

31) Beeks, W., Brown, P. (2006): Do better-governed Australian firmas make more informative disclosures?, Journal of Business Finance & Accounting, Volume 33, Issue 3 – 4, str. 422 – 450.
32) Belak, V. (2002): Ekonomska dodana vrijednost (EVA) i tržišna dodana vrijednost (MVA) kao mjere performanse tvrtke, Računovodstvo, revizija i financije, 4/2002, Zagreb, str. 42 – 47.
33) Belak, V. (2003): Računovodstvo dodane vrijednosti, Računovodstvo, revizija i financije, 12/03, RRiF plus d.o.o., Zagreb, str. 18 - 25.
34) Belkaoui, A., Kahl, A. (1978): Corporate Financial Disclosure in Canada, Research Monograph No. 1 of Canadian Certificate General Accountants Associations, June.
35) Beretta, S., Bozzolan, S. (2008): Quality versus quantity: the case of forward-looking disclosure, (internet), raspoloživo na: http://www.researchgate.net/publication/228170533_Quality_Versus_Quantity_The_Case_of_Forward-Looking_Disclosure/file/79e4150ed22482f5b2.pdf (6. 5. 2014.).
36) Berglöf, E., Pajuste, A. (2005): What do firms disclose and why? Enforcing corporate governance and transparency in Central and Eastern Europe, Oxford Review of Economic Policy, 21 (2), str. 178 – 197.
37) Bewley, K.; Li, Yue (2000): Disclosure of Enviromental Information by Canadian Manufacturing Companies: A Voluntary Disclosure Perspective, Advances in enviromental accounting and management 1.1, str. 201 – 226.
38) Bogdan, V., Pop, C.M., Popa, D.N., Scorte, C. (2009): Voluntary internet financial reporting and disclosure, a new challenge for Romanian Companies, (internet), raspoloživo na: https://s3.amazonaws.com/academia.edu.documents/44727381/130.pdf?AWSAccessKeyId=AKIAIWOWYYGZ2Y53UL3A&Expires=1515110069&Signature=RbcQAxwUsq9QBjShu0mLerIUmkA%3D&response-content-disposition=inline%3B%20filename%3DVoluntary_Internet_Financial_Reporting_A.pdf (28.2.2017).
39) Biddle, G.C., Bown, M.R., Wallace, J.S. (1997): Does EVA beat Earnings? – Evidence on Associations with Stock Return and Dirm Values, Journal of Accounting and Economics, 24 (3), str. 301 – 336.
40) Biddle, G.C. (1998): Economic Value Added: Some Empirical EVAdence, Managerial Finance, 24 (11), str. 60 – 70.
41) Bilić, M. (2016): Utjecaj vrste revizora i područja djelatnosti na dobrovoljno izvještavanje u Hrvatskoj, Ekonomska misao i praksa, br. 2, str. 469 – 493.
42) Binh, T. Q. (2012): Voluntary disclosure information in the annual reports of non financial listed companies: the case of Vietnam, Journal of Applied Economics and Business Research, 2(2), str. 69 – 90.
43) Botosan, C. A. (1997): Disclosure Level and the Cost of Equity Capital, The Accounting Review, Vol. 72, No. 3, July 1997, str. 323 - 349.
44) Botosan, C.A. (2004): Discussion of A Framework for the Analysis of Firm Risk Communication, The International Journal of Accounting, 39 (3), 289 – 295.
45) Botosan, C. A. (2006): Disclosure and the cost of capital: what do we know?, Accounting and Business Research, International Accounting Policy Forum, str. 31 – 40.
46) Botosan, C. A., Plumlee, M. A. (2002): A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital, Journal of Accounting Research, Vol. 40, No. 1, str. 21 – 40.

47) Bozzolan, S.; Favotto, F.; Ricceri, F. (2003): Italian annual intellectual capital disclosure: An empirical analysis, Journal of Intellectual Capital, Vol. 4, Iss: 4, 543 – 558.
48) Brown, L.D., Caylor, M.L. (2006): Corporate governance and firm performance, Journal of Accounting and Public Policy, 25 (4), str. 409 – 434.
49) Brown, S., Hillegeist, A. (2007): How disclosure quality affects the level of information asymmetry, Review of Accounting Studies, September 2007, Volume 12, Issue 2 - 3, str. 443 – 477.
50) Bruggen, A.; Vergauwen, P.; Dao, M. (2009): Determinants of intellectual capital disclosure: Evidence from Australia, Management decision, 47(2), str. 233 – 245.
51) Bujaki, M., McConomy, B.J. (2002): Corporate Governance: Factors Influencing Voluntary Disclosure by Publicity Traded Canadian Firms, Accounting Perspectives, Volume 1, Issue 2, str. 105 – 139.
52) Bukh, P.N.; Nielsen, C.; Gormsen, P.; Mouritsen, J. (2005): Disclosure of information in intellectual capital in Danish IPO prospectuses, Accounting, Auditing & Accountability Journal, Vol. 18, No. 6, str. 713 – 732.
53) Bushee, B.J., Noe, C.F. (2000): Corporate Disclosure Practices, Institutional Investitors and Stock Return Volatility, Journal of Accounting Research, 38 (Supplement), str. 171 - 202.
54) Bushman, R.M., Piotroski, J.D., Smith, A.J. (2004): What determines corporate transparency?, Journal of Accounting Research, 42 (2), 207 – 252.
55) Buzby, S. L. (1975): Company size, listed versus unlisted stocks, and the extent of financial disclosure, Journal of Accounting Research, 13 (1), str. 16 – 37.
56) Byard, D., Shaw, K.W. (2003): Corporate Disclosure Quality and Properties of Analysts´ Information Enviroment, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 18 (3), str. 355 – 378.
57) Camfferman, K., Cooke, T. E. (2002): An analysis of disclosure in the annual reports of UK and Dutch companies. Journal of International Accounting Research, 1 (1), str. 3 – 30.
58) Cerf, A.R. (1961): Corporate reporting and investment decisions, Public Accounting Research Program, Institute of Business and Economic Research, University of California.
59) Cerović,Lj., Zaninović, V., Dukić, N. (2011): Utjecaj vlasničke i kapitalne strukture na kretanje agencijskih troškova: Studija slučaja vlasnički nisko koncentriranih poduzeća Republike Hrvatske, Ekonomska misao i praksa, god.: XX, br.: 2, Dubrovnik, str. 419 - 442.
60) Chau, G. K., Gray, S. J. (2002): Ownership structure and corporate voluntary disclosure in Hong Kong and Singapore, The International Journal of Accounting, 37, str. 247 – 265.
61) Chen, S., Dawn A.M., Shivaram, R. (2011): Is silence golden? An empirical analysis of firms that stop earnings guidance, Journal of Accounting and Economics 51, 134-150.
62) Chen, S., Dodd, J.L. (1997): Economic Value Added (EVA): An Empirical Examination of New Corporate Performance Measure, Journal of Managerial Issues, 9 (3), str. 318 – 333.
63) Cheng, E.C., Courtenay, S.M. (2006): Board composition, regulatory regime and voluntary disclosure, The international journal of accounting, 41 (3), 262 – 289.
64) Chi, Li-Chiu (2009): Do transparency and disclosure predict firm performance? Evidence from the Taiwan market, Expert Systems with Applications 36, str. 11198 – 11293.

65) Choi, J-S. (1999): An investigation of the initial voluntary enviromental disclosures made in Korean semi – annual financial reports, Pacific Accounting Review, 11 (1), 73 – 102.
66) Chow, C. W., Wong-Boren, A. (1987): Voluntary financial disclosure by Mexican corporations, Accounting review, str. 533 – 541.
67) Clarkson, P.M., Ferguson, C., Hall, J. (2003): Auditor conservatism and voluntary disclosure: Evidence from the Year 2000 systems issue, Accounting and Finance 43, str. 21 - 40.
68) Connelly, B.L., Certo, S.T., Ireland, R.D., Reutzel, C.R. (2011): Signaling Theory: A Review and Assessment, Journal of Management, Vol. 37, No. 1, str. 39 – 67.
69) Cooke, T.E. (1989): Voluntary corporate disclosure by Swedish companies, Journal of International Financial Management and Accounting, vol. 2, Summer, str. 171 – 195.
70) Cooke, T. E. (1992): The impact of size, stock market listing and industry type on disclosure in the annual reports of Japanese listed corporations, Accounting and Business Research, 22 (87), str. 229 – 237.
71) Cooke, T.E. (1993): Disclosure in Japanese Corporate Annual Reports, Journal of Business Finance & Accounting, Vol. 20, Issue 4, str. 521 – 535.
72) Craswell, A.T., Taylor, S.L. (1992): Discretionary disclosure of reserves by oil and gas companies: An economic analysis, Journal of Business Finance & Accounting, 19 (2), str. 295 – 308.
73) Dahawy, K. (2009): Company Characteristics and Disclosure Level The Egyptian Story: The Case of Egypt, International Research Journal of Finance and Economics - Issue 34, str. 194 – 208.
74) Daske, H., Gebhardt, G. (2006): International financila reporting standards and experts' perceptions of disclosure quality, Abacus, Vol. 42, Issue 3 – 4, str. 461 – 498.
75) Datar, S.M., Feltham, G.A., Hughes, J.S. (1991): The role of audits and audit quality in valuing new issues, Journal of Accounting and Economics, Vol. 14, Iss. 1, str. 3 – 49.
76) Davis, J.H., Schoorman, F.D., Donaldson, L. (1997): Towards a Stewardship Theory of Management, Academy of Management Review, Vol. 22, No. 1, str. 20 – 47.
77) DeAngelo, L.E. (1981): Auditor size and audit quality, Journal of Accounting and Economics 3, str. 183 – 199.
78) Dechow, P.M., Sloan, R.G. (1991): Executive Incentives and the Horizont Problem: An Empirical Investigation, Journal of Accounting and Economics, 14 (1), str. 51 – 89.
79) Depoers, F. (2000): A cost benefit study of voluntary disclosure: Some empirical evidence from French listed companies, European Accounting Review, 9 (2), str. 245 – 263.
80) De Wet, J.H. (2005): EVA versus traditional accounting measures of performance as drivers of shareholder value – A comparative analysis, Meditari Accountancy Research, 13 (2), str. 1 – 16.
81) Diamond, D.W. (1985): Optimal release of information by firms, The Journal of Finance 40, 1071 – 1094.
82) Diamond, D.W., Verrecchia, R.E. (1991): Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, Journal of Finance, 66 (September), 1325 - 1355.
83) Dichev, I.D., Skinner, D.J. (2002): Large Sample Evidence on the Debt Covenant Hypothesis, Journal of Accounting Research, str. 1091 – 1123.

84) Donaldson, L., Davis, J.H. (1993): The Need for Theoretical Coherence and Intellectual Rigour in Corporate Governance Research: Reply to Critics of Donaldson and Davis, Australian Journal of Management, Counterpoint, 18 (2), str. 213 – 224.
85) Dranove, D., Zhe Jin, G. (2010): Quality disclosure and certification: Theory and practice, (internet), raspoloživo na: http://lingli.ccer.edu.cn/ahe2013/Week12/12.8Dranove2010.pdf (7. 5. 2014.).
86) Drobetz, W., Schillhofer, A., Zimmermann, H. (2004): Corporate governance and expected stock returns: Evidence from Germany, European Financial Management, 10 (2), str. 267 – 293.
87) Dumontier, P., Raffournier, B. (1998): Why firms comply voluntarily with IAS: An empirical analysis with Swiss data, Journal of International Financial Management & Accounting, 9 (3), str. 216 – 245.
88) Einhorn, E. (2005): The nature of the interaction between mandatory and voluntary disclosures, Journal of Accounting Research, 43(4), str. 593 – 621.
89) Einhorn, E. (2007): Voluntary disclosure under uncertainty about the reporting objective, Journal of Accounting and Economics, Vol. 43, Is. 2 - 3, str. 245 - 274.
90) Eng, L.L., Mak, Y.T. (2003): Corporate governance and voluntary disclosure, Journal of accounting and public policy, 22 (4), 325 – 345.
91) Entwistle, G. M. (1999): Exploring the R&D Disclosure Environment, Accounting Horizons, 13 (4), str. 323 – 341.
92) Ferguson, M. J., Lam, K. C., & Lee, G. M. (2002): Voluntary disclosure by state-owned enterprises listed on the stock exchange of Hong Kong, Journal of International Financial Management & Accounting, 13(2), str. 125 – 152.
93) Fernandez, P. (2001): EVA, economic profit and cash value added do not measure shareholder value creation, Journal of Applied Finance, 9 (3), str. 74 – 94.
94) Finegan, Y.P. (1991): Maximizing Shareholder value at the private company, Journal of Applied Corporate Finance, 4 (1), str. 30 – 45.
95) Firth, M. (1979): The impact of size, stock market listing, and auditors on voluntary disclosure in corporate annual reports, Accounting and Business Research, Autumn, str. 273 – 280.
96) Francis, J., Nanda, D., Olsson, P. (2008): Voluntary Disclosure, Earnings Quality, and Cost of Capital, (internet), raspoloživo na: http://faculty.cbpa.drake.edu/suh/fin282/articles/costofcapital2.pdf (30.04.2013.).
97) Frankel, R., Johnson, M., Skinner, D.J. (1999): An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium, Journal of Accounting Research, 37 (1), str. 133 – 150.
98) Gelb, D.S., Zarowin, P. (2002): Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices, Review of Accounting Studies 7 (1), str. 33 – 52.
99) Ghanbari, A. M., More, V. S. (2007): The relationship between economic value added and market value added: An empirical analysis in Indian automobile industry, The IUP Journal of Accounting Research and Audit Practices, 6 (3), str. 7 – 22.
100) Glaum, M., Street, D. L. (2003): Compliance with the disclosure requirements of Germany's new market: IAS versus US GAAP, Journal of International Financial Management & Accounting, 14 (1), str. 64 – 100.
101) Global Reporting Initiative (2013): G4 smjernice za izvještavanje o održivosti, (internet). raspoloživo na https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/Croatian-G4-Part-One.pdf (13.2.2017.).

102) Gompers, P.A., Ishii, J.L., Metrick, A. (2003): Corporate governance and equity prices, Quarterly Journal of Economics, 118 (1), str. 107 – 155.
103) Grant, J.L. (1996): Foundations of EVA for Investment Managers, The Journal of Portfolio Management, 23 (1), str. 41 – 48.
104) Gray, S.J. (1988): Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally, ABACUS, vol. 24, no. 1, str. 1 – 15.
105) Gray, S. J., Maunders, K. T. (1980): Value Added Reporting: Uses and Measurement, a Research Study, Association of Certified Accountants, London.
106) Gray, S. J., Radebaugh, L. H., Roberts, C. B. (1990): International Perceptions of Cost Constraints on Volutary Information Disclosures, Journal of International Business Studies.
107) Gul, F.A., Leung, S. (2004): Board leadership, outside directors' expertise and voluntary corporate disclosures, Journal of Accounting and public Policy, 23 (5), 351 – 379.
108) Hackston, D.; Milne, M. J. (1996): Some determinants of social and enviromental disclosures in New Zeland companies, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 9 (1), 77 – 108.
109) Haddad, A.E., AlShattarat, W.K., Nobanee, H. (2009): Voluntary disclosure and stock market liquidity: evidence from the Jordanian capital market, International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation, 5 (3), 285 – 309.
110) Haniffa, R. M., Cooke, T. E. (2002): Culture, corporate governance and disclosure in Malaysian corporations, Abacus, 38 (3), str. 317 – 349.
111) Healy, P.M. (1985): The effect of bonus schemes on accounting decisions, Journal of Accounting and Economics 7, str. 85 – 107.
112) Healy, P.M., Palepu, K.G., Hutton, A.P. (1995): Do Firms Benefit from Expanded Voluntary Disclosure?, (internet), raspoloživo na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=55451
113) Healy, P.M., Hutton, A.P., Palepu, K.G. (1999): Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure, Contemporary Accounting Research, Volume 16, Issue 3, str. 485 - 520.
114) Healy, P.M., Palepu, K.G. (2001): Information asymetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, Journal of Accounting and Economics 31, str. 405 – 440.
115) Hillman, A.J., Keim, G.D. (2001): Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line?, Strategic Management Journal, Vol. 22, No. 2, str. 125 – 139.
116) Hopkins, P. (1996): The Effect of Financial Statement Classification of Hybrid Financial Instruments on Financial Analysts´ Stock Price Judgments, Journal of Accounting Research, Supplement: 33 - 50.
117) Hossain, M., Hammami, H. (2009): Voluntary disclosure in the annual reports of an emerging country: The case of Qatar, Advances in Accounting, incorporating Advances in International Accounting 25, str. 255 – 265.
118) Hossain, M., Tan, L.M., Adams, M. (1994): Voluntary Disclosure in an Emerging Capital Market: Some Empirical Evidence from Companies Listed on the Kuala Lumpur Stock Exchange, The international journal of accounting, Vol. 29, 4, str. 334 – 351.
119) Iatridis, G. (2008): Accounting disclosure and firms' financial attributes: Evidence from the UK stock market, International review of financial analysis, 17(2), str. 219 – 241.

120) Imhoff, E.A. (1992): The Relation between Perceived Accounting Quality and Economic Characteristic of the Firm, Journal of Accounting and Public Policy, 11 (Summer), str. 97 - 118.
121) Inchausti, B. G. (1997): The influence of company characteristics and accounting regulation disclosed by Spanish firms, The European Accounting Review, 6 (1), str. 45 – 68.
122) Ismail, A. (2006): Is EVA associated with stock return than accounting earnings? The UK evidence, International Journal of Managerial Finance, 2 (4), str. 343 – 353.
123) Jensen, M.C. (1986): Agency Costs of Free Cash Flw, Corporate Finance, and Takeovers, American Economic Review, May 1986, Vol. 76, No. 2, str. 323 – 329.
124) Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics 3, str. 305 - 360.
125) Jones, J. (1991): Earnings Management during Import Relief Investigations, Journal of Accounting Research (Autumn), str. 193 – 228.
126) Kaur, M., Narang, S. (2009): Does EVA Dominate Earnings? Empirical Evedence from Indian Market, Asia – Pacific Busines Review, Vol. 5, No. 2.
127) Key, S. (1999): Toward a new theory of the firm: a critique of stakeholder theory, Management decision, 36 (4), str. 317 – 328.
128) Kramer, J.K., Pushner, G. (1997): An Empirical Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added, Financial Practice and Education, Spring / Summer, str. 41 – 49.
129) Kramer, J.K., Peters, J.R. (2001): An Interindustry Analysis of Economic Value Added as a Proxy for Market Value Added, Journal of Applied Finance, 11.1, str. 41 – 49.
130) Lakhal, F. (2008): Stock market liquidity and information asymmetry around voluntary earnings disclosures: New evidence from France, International Journal of Managerial Finance, 4 (1), 60 – 75.
131) Laković, A. (2015): Optimizacija portfelja dionica na primjeru Zagrebačke burze, Ekonomski fakultet u Rijeci, diplomski rad, dostupno na http://oliver.efri.hr/zavrsni/908.B.pdf (1.2.2017).
132) Lang, M, Lundholm, R. (1993): Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, Journal of Accounting Research, 31 (2), str. 246 - 271.
133) Lang, M, Lundholm, R. (1996): Corporate Disclosure Policy and Analyst Behaviour, The Accounting Review, 71 (4), str. 467 - 492.
134) Langberg, N., Sivaramakrishnan, K. (2008): Voluntary disclosures and information production by analysts, Journal of Accounting and Economics, 46(1), str. 78 – 100.
135) Lee, C. (1996): Measuring Wealth, The CPA Magazine, April, str. 32 – 37.
136) Lee, P., Stokes, D., Taylor, S., Walter, T. (2003): The association between audit quality, accounting disclosures and firm-specific risk: Evidence from initial public offerings, Journal of Accounting and Public Policy, 22(5), str. 377 – 400.
137) Lee, S., Kim, W.G. (2009): EVA, refined EVA, MVA, or traditional performance measures for the hospitality industry?, International Journal of Hospitality Management 28, str. 439 – 445.
138) Lefkowitz, S.D. (1999): The Correlation between EVA and MVA of companies, MBA Dissertation, California State University.
139) Lehn, K., Makhija, A.K. (1996): EVA and MVA: as performance measures and signals for strategic change, Strategy & Leadership, 24, str. 34 – 41.
140) Leuz, C., & Verrecchia, R. E. (2000): The economic consequences of increased disclosure, Journal of accounting research, str. 91 – 124.

141) Lev, B., Penman, S. (1990): Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock prices, Journal of Accounting Research, 28 (1), str. 49 – 76.
142) Li, Xi (2009): The Impacts of Product Market Competition on the Quantity and Quality of Voluntary Disclosures, (internet), raspoloživo na: http://www.researchgate.net/publication/226427000_The_impacts_of_product_market_competition_on_the_quantity_and_quality_of_voluntary_disclosures/file/e0b49529f8e076252b.pdf (30. 4. 2014.).
143) Li, H., Zhao, P. (2011): A Study of Factors Influencing Voluntary Disclosure of Chinese Listed Companies, (internet), raspoloživo na http://www.seiofbluemountain.com/upload/product/201108/2011gszlhy02a11.pdf (30. 4. 2013.).
144) Lovata, L.M., Costigan, M.L. (2002): Empirical analysis of adopters of economic value added, Management Accounting Research, 13, 215 – 228.
145) Lundholm, R.J., Myers, L.A. (2002): Bringing the Future Forward: The Effect of Disclosure on the Return-earnings Relation, Journal of Accounting Research, 40 (3), str. 809 - 839.
146) Machuga, S., Pfeiffer, J., Verma, K. (2002): Economic Value Added, Future Accounting Earnings, and Financial Analysts' Earnings Per Share Forecasts, Review of Quantitative Finance and Accounting, 18 (1), str. 59 – 73.
147) Maditinos, D., Šević, Ž., Theriou, N. (2006): A Review of the Empirical Literature on Earnings and Economic Value Added (EVA) in Explaining Stock Market Returns. Which Performanse Measure is More Value Relevant in the Athens Stock Exchange (ASE)?, (internet), raspoloživo na: http://abd.teikav.edu.gr/new_articles/05_review.pdf (5.4.2017.).
148) Malone, D., Fries, C., Jones, T. (1993): An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the Oil and Gas industry, Journal of Accounting, Auditing and Finance, 3 (3), str. 249 – 273.
149) Mandal, N., Goswami, S. (2008): Value added statement (VAS) – A critical Analysis, Great Lakes Gerald, Chennai, 2(2), str. 98 - 120.
150) Markota, Lj.: Računovodstvo dodane vrijednosti kao poluga unapređenja poslovne uspješnosti, Doktorska disertacija, Osijek, 2012.
151) McNally, G. M., Eng, L. H., Hasseldine, C. R. (1982): Corporate financial reporting in New Zeland: An analysis of user preferences, corporate characteristics and disclosure practices for discretionary information, Accounting and Business Research, 13 (Winter), str. 11 – 20.
152) Meek, G.K., Gray, S.J. (1989): Globalization of Stock Markets and Foreign Listing Requirements: Voluntary Disclosures by Continental European Companies Listed on the London Stock Exchange, Journal of International Business Studies (Summer), Vol. 20, No. 2, str. 315 - 336.
153) Meek, G. K., Roberts, C.B., Gray, S.J. (1995): Factors influencing voluntary annual report disclosures by U.S., U.K. and Continental European multinational corporations, Journal of International Business Studies, 26 (3), str. 555 – 572.
154) Milne, M. J. (2002): Positive accounting theory, political costs and social disclosure analyses: A critical look, Critical perspectives on accounting,13(3), 369 – 395.
155) Mitchell, J.D., Chia, C.W., Loh, A.S. (1995): Voluntary disclosure of segment information: Further Australian evidence, Accounting & finance, 35 (2), str. 1 – 16.
156) Momany, M. T., Al-Shorman, S. A. D. (2006): Web-based voluntary financial reporting of Jordanian companies, International Review of Business Research Papers, 2 (2), str. 127 – 139.

157) Morley, M.F. (1979): The Value Added Statement in Britain, The Accounting Review, Vol 54, No. 3, str. 618 – 629.
158) Müller, R., Turner, J.R. (2005): The imact of principal – agent relationship and contract type on communication between project owner and manager, International Journal of Project Management, 23 (5), str. 398 – 403.
159) Nakhaei, H. (2016): Market value added and treaditional accounting criteria: Which measure is best predictor of stock return in Malaysian companies, Iranian Journal of Management Studies, Vol. 9, No. 2, str. 433 – 455.
160) Naser, K., Al-Khatib, K., Karbhari, R. (2002): Empirical evidence on the depth of corporate information disclosure in developing countries: The case of Jordan, International Journal of Commerce and Management, 12 (3&4), str. 122 – 155.
161) Nikkinen, J., Sahlström, P. (2004): Does agency theory provide a general framework for audit pricing?, International Journal of Auditing, 8(3), str. 253 – 262.
162) Nobes, C.W. (1983): A judgemental international classification of financial reporting practises, Journal of Business Finance & Accounting, 10 (1), str. 1 - 19.
163) Ntim, C. G., Opong, K. K., Danbolt, J., Thomas, D. A. (2012): Voluntary corporate governance disclosures by post-apartheid South African corporations, Journal of Applied Accounting Research, 13 (2), str 122 – 144.
164) O'Byrne, S.F. (1996): EVA and Market Value, Journal of Applied Corporate Finance, 9 (1), str. 116 – 125.
165) Owusu-Ansah, S. (1998): The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in Zimbabwe, The International Journal of Accounting, 33 (5), str. 605 – 631.
166) Oyelere, P., Laswad, F., Fisher, R. (2003): Determinants of internet financial reporting by New Zealand companies, Journal of International Financial Management & Accounting, 14 (1), str. 26 – 63.
167) Pae, S. (2005): Selective disclosures in the presence of uncertainty about information endowment, Journal of Accounting and Economics, Vol. 39, Is. 3, str. 383 - 409.
168) Pandya, B. (2014): Association of total shareholder return with other value based measures of financial performance: evidence from Indian banking sector, Journal of Entrepreneurship, Business and Economics, 2 (2), str. 26 – 44.
169) Penman, S. (1980): An empirical investigation of the voluntary disclosure of corporate earnings forecasts, Journal of Accounting Research, 18 (1), str. 132 – 160.
170) Pervan, I. (2006): Dobrovoljno financijsko izvješćivanje na internetu: Analiza prakse hrvatskih i slovenskih dioničkih društava koja kotiraju na burzama, Financijska teorija i praksa 30 (1), str. 1 - 27.
171) Pervan, I. (2009): Trends of voluntary internet reporting in Croatia: Analysis for the period 2005 - 2007., (internet), raspoloživo na: http://www.efos.unios.hr/repec/osi/journl/PDF/InterdisciplinaryManagementResearchV/IMR5a51.pdf (30. 4. 2013.).
172) Pervan, I. (2013). Financial Reporting for Croatian Listed Companies-Need for Harmonization with EU Regulation.
173) Pervan, I.; Bartulović, M. (2012): Determinants of value relevance of accounting information: comparative analysis for listed companies from South East Europe, 4th WSEAS World Multiconference on Applied Economics, Business and Development, (internet), raspoloživo na http://www.wseas.us/e-library/conferences/2012/Porto/AEBD/AEBD-22.pdf (22. 3. 2016.).
174) Pervan, I., Horak, H., Vasilj, M. (2010): Financial reporting regulation for the listed companies: Analysis for selected Eastern European transitional countries in the process of EU enlargement, Ekonomska misao i praksa, br. 2, str. 277 – 309.

175) Pervan, I., Sabljić, M. (2011): Voluntary internet financial reporting in Croatia - Analysis of trends and influential factors, The Business Review, 17 (2), 213 – 219.
176) Petersen, T. (1993): The economics of organisation: The principal – agent relationship, Acta Sociologica, 36 (3), str. 277 – 293.
177) Peterson, P.P., Peterson, D.R. (1996): Company Performance and Measures of Value Added, The Research Foundation of the Institute of Chartered Financial Analysts, (internet), dostupno na: http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2470/rf.v1996.n2.4456 (17.4.2017.).
178) Pivac, S., Vuko, T., Čular, M. (2013): Comparative analysis of annual report disclosure quality for Slovenian and Croatian listed companies, Dolenjske Toplice: Proceedings of the 12th International Symposium on Operational Research, str. 305 – 311.
179) Podrug, N., Šutalo, M. (2011): Institucionalizacija uslužnosti u suvremenim organizacijama, Ekonomska misao i praksa, godina XX, br. 2, str. 527 – 542.
180) Ponte, E.B.; Rodriguez, T.E. (2002): A Survey on Voluntary Disclosure on the Internet. Empirical Evidence from 300 European Union Companies, The International Journal of Digital Accounting Research, Vol. 2, No. 1, str. 27 – 51.
181) Prencipe, A. (2004): Proprietary costs and determinants of voluntary segment disclosure: Evidence from Italian listed companies, European Accounting Review, 13 (2), str. 319 – 340.
182) Raffournier, B. (1995): The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies, European accounting review, 4 (2), str 261 – 280.
183) Robb, S.W.; Zarzeski, L.E.S.T. (2001): Nonfinancial Disclosures Across Anglo-American Countries, Journal of International Accounting, Auditing and Taxation 10.1, str. 71 – 83.
184) Rogošić, A., Grubišić, D., Bilić, I. (2010): Voluntary disclosure of accounting and management information ISO 9001 certified companies, Poslovna izvrsnost, Zagreb, God. IV, br. 2.
185) Rogošić, A., Bekavac, J. (2015): Izvještaj o društvenoj odgovornosti prema GRI smjernicama, Praktični menadžment, Vol. VI, br. 1, str. 84 – 90.
186) Sanchez, I.M., Dominguez, L.R., Alvarez, I.G. (2011): Corporate governance and strategic information on the internet, A study of Spanish listed companies, Accounting, Auditing and Accountability Journal, 24 (4), str. 471 – 501.
187) Sengupta, P. (1998): Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt, The Accounting Review, Vol. 73, No. 4, str. 459 - 474.
188) Sharma, A.K., Kumar, S. (2010): Economic Value Added (EVA) – Literature Review and Relevant Issues, International Journal of Economics and Finance, 2 (2), str. 200 – 220.
189) Simić, S. (2008): Novo tržište kapitala, Priručnik, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, (internet), raspoloživo na http://www.hanfa.hr/getfile/39204/novo_ (3.2.2017.).
190) Singhvi, S. S. (1968): Corporate disclosure through annual reports in the United States of America and India, The Journal of Finance, 23 (3), str. 551 – 552.
191) Singhvi, S. S., Desai, H. B. (1971): An empirical analysis of the quality of corporate financial disclosure, The Accounting Review, 46 (1), str. 129 – 138.
192) Sisek, B. (2001): Stakeholderski pristup korporaciji i ekonomiji, Ekonomski pregled, 52 (1 – 2), str. 57 – 78.
193) Sisek, B. (2008): Kvaliteta – zadovoljstvo svih stakeholdera, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 6 (1), str. 255 – 274.

194) Sisek, B., Strahonja, M. (2012): Stakeholderski pristup poduzeću, Poslovna izvrsnost, 6, br. 1, str. 129 – 146.
195) Smjernice za izvještavanje o održivosti (2000 – 2006): Verzija 3.0, Global Reporting Initiative, (internet), dostupno na: https://www.globalreporting.org/resourcelibrary/GRI-G3-Croatian-Reporting-Guidelines.pdf (13.2.2017).
196) Steering Committee Report, Business Reporting Research Project (2001): Improoving Business Reporting: Insights into Enhancing Volutary Disclosures, (internet), raspoloživo na: http://www.fasb.org/jsp/FASB/Document_C/DocumentPage&cid=1176156460184 (30. 4. 2013.).
197) Stewart, G.B. (1991): The Quest for Value, New York, Harper.
198) Stewart, G.B. (1994): EVA: Fact and Fantasy, Journal of Applied Corporate Finance, 7 (2), str. 71 – 84.
199) Thenmozhi, M. (2000): Market value added and share price behaviour – an empirical study of BSE sensex companies, Delhi Business Review, 1.
200) Tipurić, D., Podrug, N. (2010): Teorijska konceptualizacija i empirijska validacija teorije uslužnosti, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 8, br. 1, str. 65 – 80.
201) Titman, S., Trueman, B. (1986): Information quality and the valuation of new issues, Journal of Accounting and Economics, Vol. 8, Is. 2, str. 159 – 172.
202) Tower, G., Hancock, P., Taplin, R. H. (1999): A regional study of listed companies compliance with International Accounting Standards, Accounting Forum, 23 (3), str. 293 – 305.
203) Umoren, O., (2008): Accounting Disclosures and Corporate Attributes: A Study of Tested Nigerian Companies, (internet), http://scholar.google.hr/scholar?hl=en&q=umoren+accounting+disclosures+and+corporate+attributes+evidence+from+the+nigerian+stock+exchange&btnG=&as_sdt=1%2C5&as_sdtp= (30. 4. 2013.).
204) van Staden, C. J. (2000): The value added statement: bastion of social reporting or dinosaur of financial reporting? (internet), raspoloživo na: http://mro.massey.ac.nz/bitstream/handle/10179/2543/200.pdf?sequence=1&isAllowed=y (20.3.2017.).
205) van Staden, C. J. (2001): Aspects of the motivation for voluntary disclosures: evidence from the publication of value added statements in an emerging economy, (internet), raspoloživo na: https://mro.massey.ac.nz/bitstream/handle/10179/2549/206.pdf (27.2.2017).
206) Verrecchia, R.E. (1983): Discretionary disclosure, Journal of Accounting and Economics, Vol. 5, str. 179 – 194.
207) Vu, K. B. A. H. (2012): Determinants of voluntary disclosure for Vietnamese listed firms (Doctoral dissertation), (internet), raspoloživo na: https://espace.curtin.edu.au/bitstream/handle/20.500.11937/2181/188059_Vu2012.pdf?sequence=2 (12.7.2017.).
208) Wallace, R. S. O., Naser, K. (1995): Firm-specific determinants of the comprehensiveness of mandatory disclosure in the corporate annual reports of firms listed on the Stock Exchange of Hong Kong, Journal of Accounting and Public Policy, 14, str. 311 – 368.
209) Wallace, R. S. O., Naser, K., Mora, A. (1994): The relationship between the comprehensiveness of corporate annual reports and firm characteristics in Spain, Accounting and Business Research, 25 (97), str. 41 – 53.

210) Watson, A.; Shrives, P.; Marston, C. (2002): Voluntary disclosure of accounting ratios in the UK, The British Accounting Review, Vol. 34, Issue 4, 289 – 313.
211) Watts, R. L. (1977): Corporate financial statements, a product of the market and political processes, Australian journal of management, 2 (1), str. 53 – 75.
212) Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1978): Towards a positive theory of the determination of accounting standards, The Accounting Review, Vol. 53, No. 1, str. 112 – 134.
213) Watts, R., Zimmerman, J. (1981): The markets for independence and independent auditors, (internet), raspoloživo na: https://urresearch.rochester.edu/fileDownloadForInstitutionalItem.action?itemId=4475&itemFileId=6727 (8. 5. 2014.).
214) Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1986): Positive theory of accounting, Englewood Cliffs, NY: Prentice-Hall.
215) Watts, R.L., Zimmerman, J.L. (1990): Positive Accounting Theory: A Ten Year Perspective, Tje Accounting Review, January, str. 131 – 156.
216) Weaver, S. (2001): Measuring Economic Value Added: A Survey of the Practices of EVA Proponents, Journal of Applied Finance, 11 (1), str. 50 – 60.
217) Welker, M. (1995): Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Markets, Contemporary Accounting Research, Volume 11, Issue 2, str. 801 - 827.
218) Worthington, A.C., West, T. (2001): Economic Value – Added: A Review of the Theoretical and Empirical Literature, Asian Review of Accounting 9 (1), str. 67 – 86.
219) Worthington, A.C., West, T. (2004): Australian evidence Concerning the Information Content of Economic Value Added, Australian Journal of Management, 29 (2), str. 201 – 224.
220) Yuen, C. Y., Liu, M., Zhang, X., Lyu, C. (2009): A Case Study of Voluntary Disclosure By Chinese Enterprises, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol. 1, No. 2, str. 118 – 145.
221) Zakaria, M.B., Binti Abd. Rashid, N.A., Youssefinejad, M. (2012): Positive accounting theory, Bonus Plan Hipothesis, Debt Covenant Hipothesis, Political Cost Hipothesis, (internet), raspoloživo na: https://www.slideshare.net/myousefinejad/positive-accounting-theory-pat-combine-1 (5.6.2017.)
222) Zarzeski, M.T. (1996): Spontaneous Harmonization Effects of Culture and Market Forces of Accounting Disclosure Practice, Accounting Horizons, vol. 10, no. 1, str. 18 – 37.
223) Zef, S.A. (1978): The Rise of Economic Consequences, The Journal of Accountancy, December 1978, str. 56 – 63.
224) Zimmerman, J.L. (1997): EVA and Divisional Performance Measurement: Capturing Synergies and Other Issues, Journal of Applied Corporate Finance, 10 (2), str. 98 – 109.

OSTALA LITERATURA, ZAKONI I INTERNETSKE STRANICE:

1) Odluka o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti (NN 58/07)
2) Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (NN 140/05, 154/11, 12/12)
3) Zakon o računovodstvu (NN 78/15, 134/15, 120/16)

4) Zakon o tržištu kapitala (NN 88/08, 146/08 , 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15, 123/16)
5) Zakon o tržištu vrijednosnih papira (NN 84/02, 138/06)
6) www.hanfa.hr
7) www.zse.hr

POPIS GRAFIKONA, TABLICA I SLIKA

Redni broj grafikona	Naslov	Stranica
1	Redovan promet dionica na Zagrebačkoj burzi	15

Redni broj tablice	Naslov	Stranica
1	Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala	60
2	Primjer izvještaja o neto dodanoj vrijednosti	69
3	Primjer izvještaja o bruto dodanoj vrijednosti	70
4	Pregled teorijskih postavki agencijske teorije i teorije uslužnosti	93
5	Pregled varijabli i indikatora koji će se koristiti za istraživanje utjecaja pojedinih varijabli na dobrovoljno izvještavanje i odnosa dobrovoljnog izvještavanja i dodane vrijednosti	117
6	Deskriptivna statistika uzorka za hipoteze H1 i H2	129
7	Kretanje indeksa transparentnosti u razdoblju 2009. – 2013.	132
8	Struktura uzorka prema vrsti revizora	134
9	Društva iz uzorka prema pripadnosti područjima NKD – a	134
10	Pregled regresijskih koeficijenata navedenih u linearnim regresijskim jednadžbama	141
11	Rezultati linearne regresije	146

Redni broj slike	Naslov	Stranica
1	Struktura korporativnog izvještavanja	16
2	Financijski i informacijski tijek u financiranju poslovnih subjekata	29
3	Stvaranje dodane vrijednosti	53
4	Grafički prikaz izračuna EVA	62
5	Grafički prikaz izračuna MVA-e	65
6	Raspodjela dodane vrijednosti prema namjeni	67
7	Razvoj pozitivne računovodstvene teorije u slučaju efikasnog tržišta i u slučaju oportunističkog ponašanja menadžera	81
8	Odnos principala i agenta	87
9	Prikaz društva i pripadajućih dionika	95
10	Grafički prikaz odnosa neovisnih i ovisnih varijabli u istraživanju	100
11	Shema rada M5 algoritma	126
12	Stablo odluke za hipotezu H1	136

PRILOG 1

UPITNIK ZA INDEKS TRANSPARENTNOSTI:

1) POVIJESNI PODACI

1. povijest društva
2. organizacijska struktura društva
3. izjava o misiji i viziji
4. strategija i ciljevi društva
5. opis poslovnih djelatnosti.

2) INFORMACIJE O POSLOVANJU

1. opći podaci o ekonomiji u državi
2. najvažnija tržišta
3. prednosti i nedostaci kod kupaca i tržišta
4. poslovno okruženje (ekonomsko, političko)
5. važna događanja tijekom godine
6. postojanje revizijskog odbora
7. standardi koje je društvo usvojilo i primjenjuje (ISO i sl.)
8. postojanje povezanih društava
9. postojanje hipoteke na imovini.

3) MENADŽERSKE ANALIZE

1. položaj na tržištu
2. trendovi na tržištu
3. najvažnija konkurencija
4. usporedba s konkurencijom
5. analiza poslovanja društva po segmentima
6. usporedba i komentari financijskih pokazatelja tijekom zadnje tri godine
7. kretanje cijene dionica u zadnje tri godine
8. utjecaj tečajnih razlika
9. rizici kojima je društvo izloženo.

4) PROJEKCIJE I PLANOVI POSLOVANJA

1. unutarnji i vanjski čimbenici koji mogu utjecati na buduće poslovanje
2. planirani novi proizvodi ili usluge
3. planirana nova tržišta
4. plan prodaje
5. plan troškova
6. plan investicija
7. učinci plana prodaje na buduće poslovanje
8. plan istraživanja i razvoja
9. planirana dobit
10. planiran gotovinski tijek.

5) NEFINANCIJSKI I STATISTIČKI PODACI

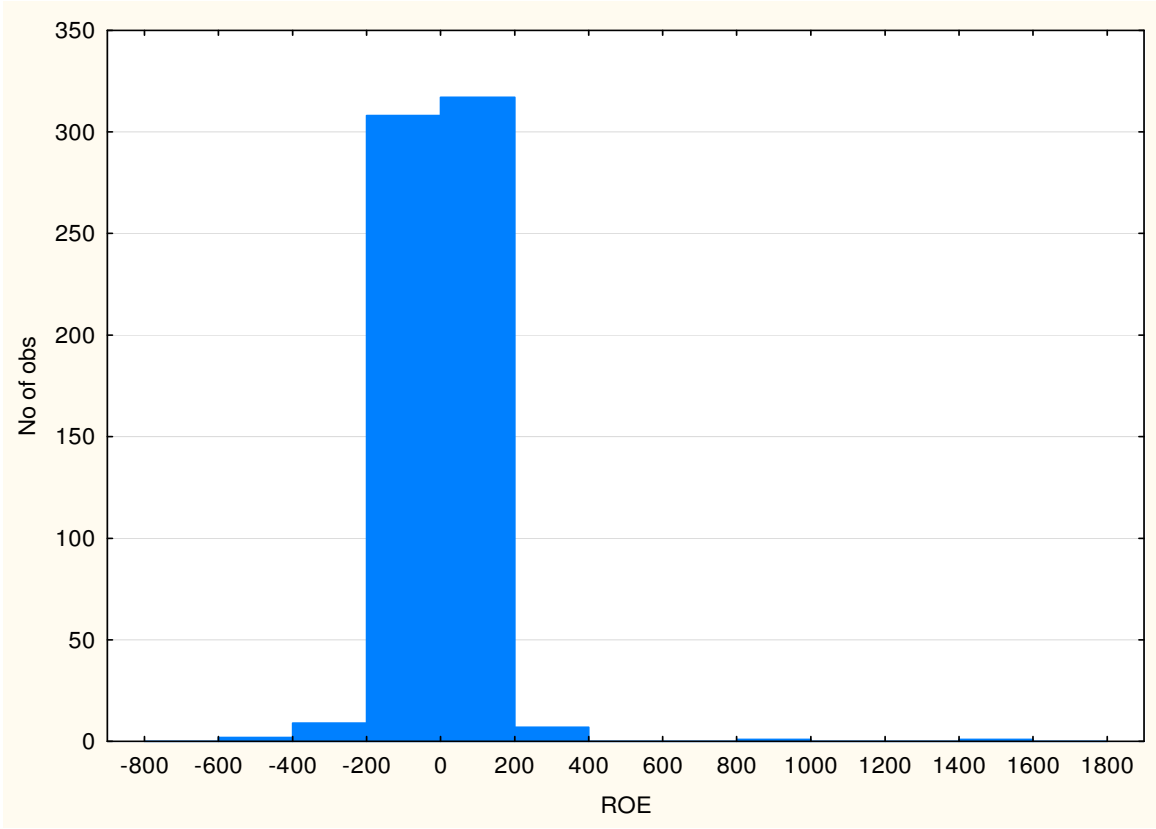
1. broj zaposlenika u zadnje tri godine
2. objašnjenje za promjenu broja zaposlenika
3. zaposlenici po stručnoj spremi
4. podaci o zaštiti na radu
5. podaci o zaštiti okoliša
6. suradnja s društvenom zajednicom.

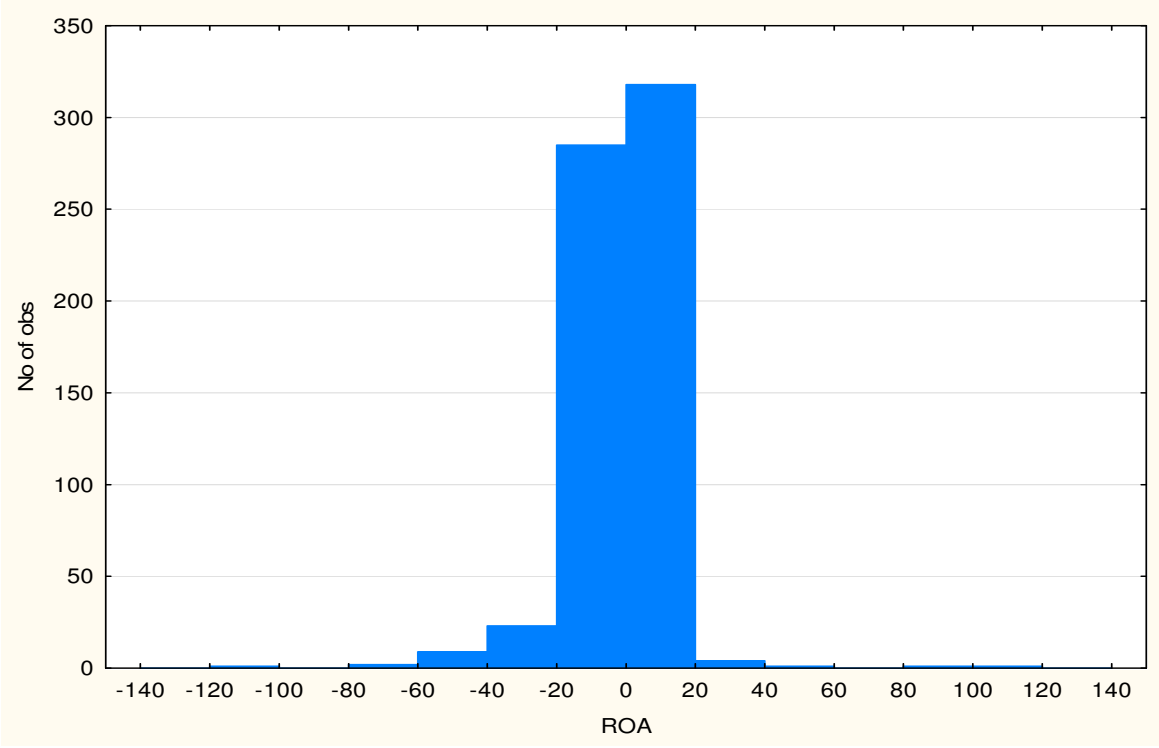
6) PODACI O MENADŽMENTU, NADZORNOM ODBORU I DIONIČARIMA

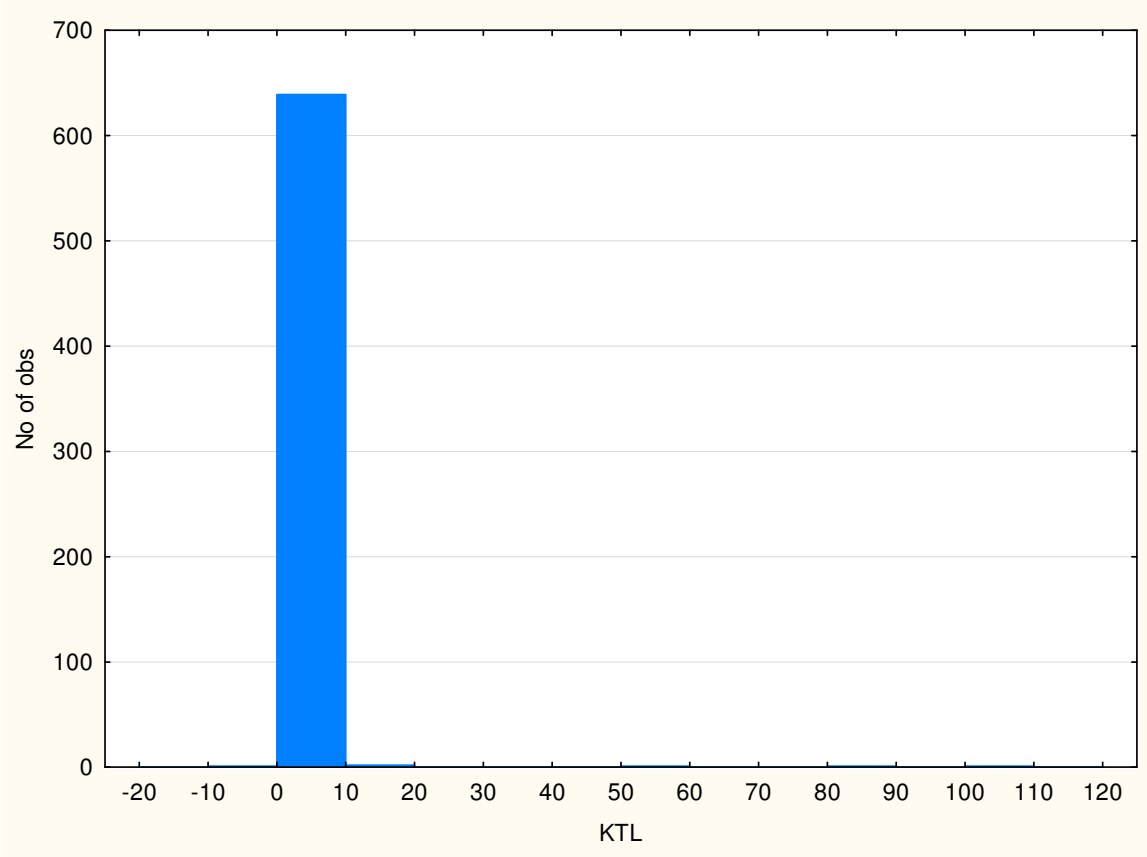
1. ime, prezime i dob direktora i članova uprave
2. stručna sprema direktora i članova uprave
3. životopis direktora i članova uprave
4. broj dionica u posjedu direktora i članova uprave
5. primanja direktora i članova uprave
6. ime, prezime i dob članova nadzornog odbora
7. stručna sprema članova nadzornog odbora
8. naknada članovima nadzornog odbora
9. ukupan broj dionica
10. ukupan broj dioničara
11. deset najvećih dioničara društva.

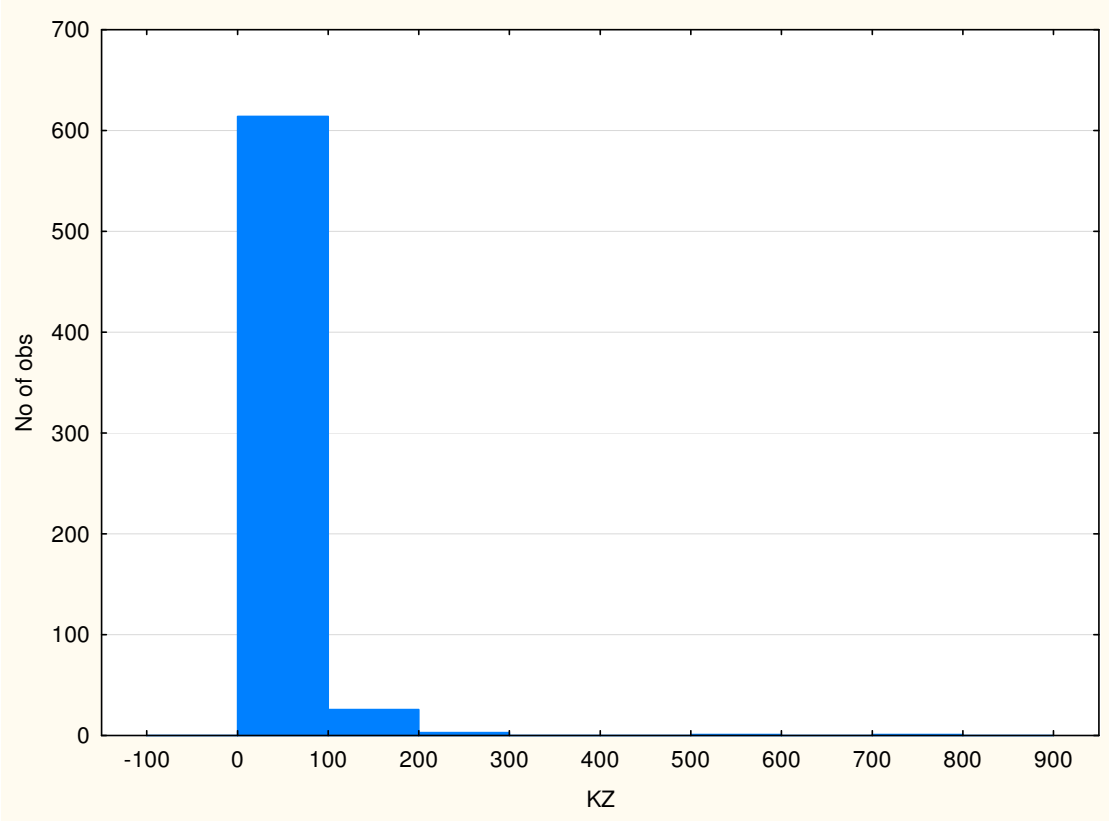
PRILOG 2

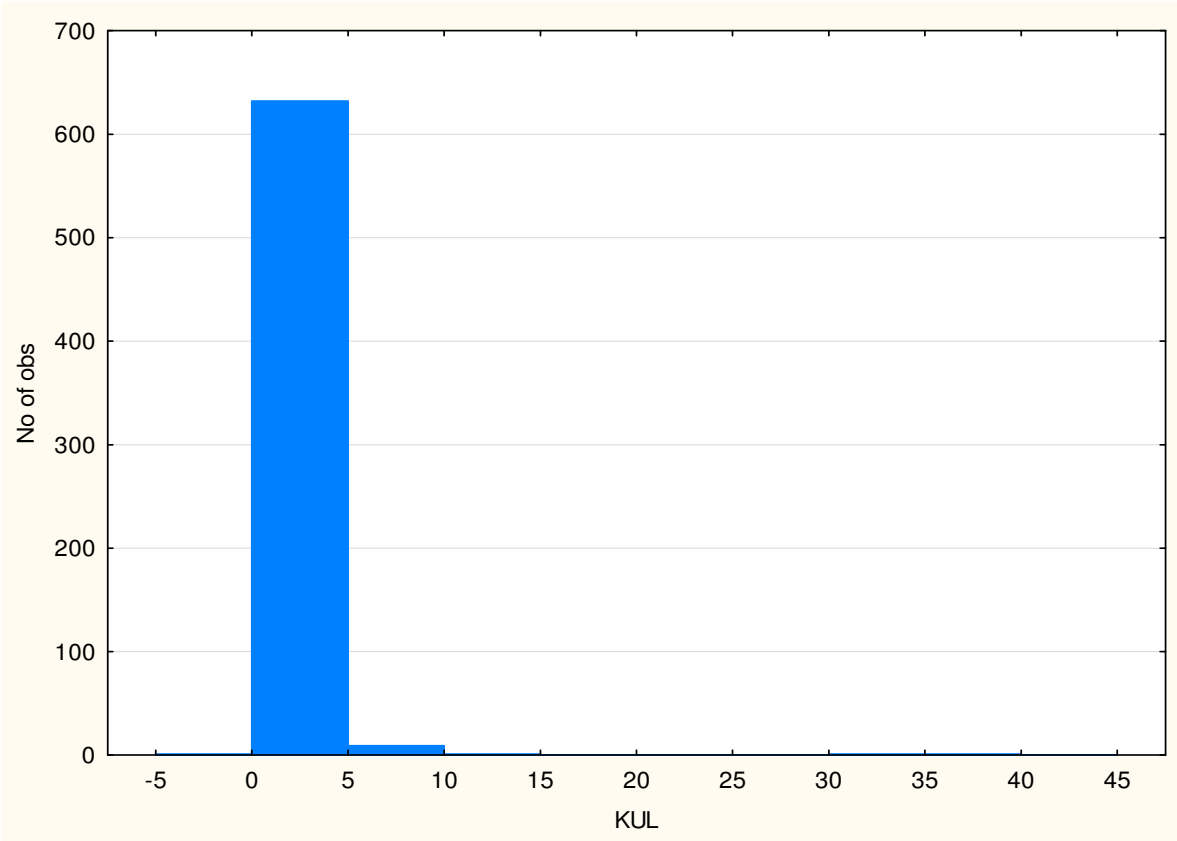
Distribucija vrijednosti čimbenika korištenih za testiranje H1

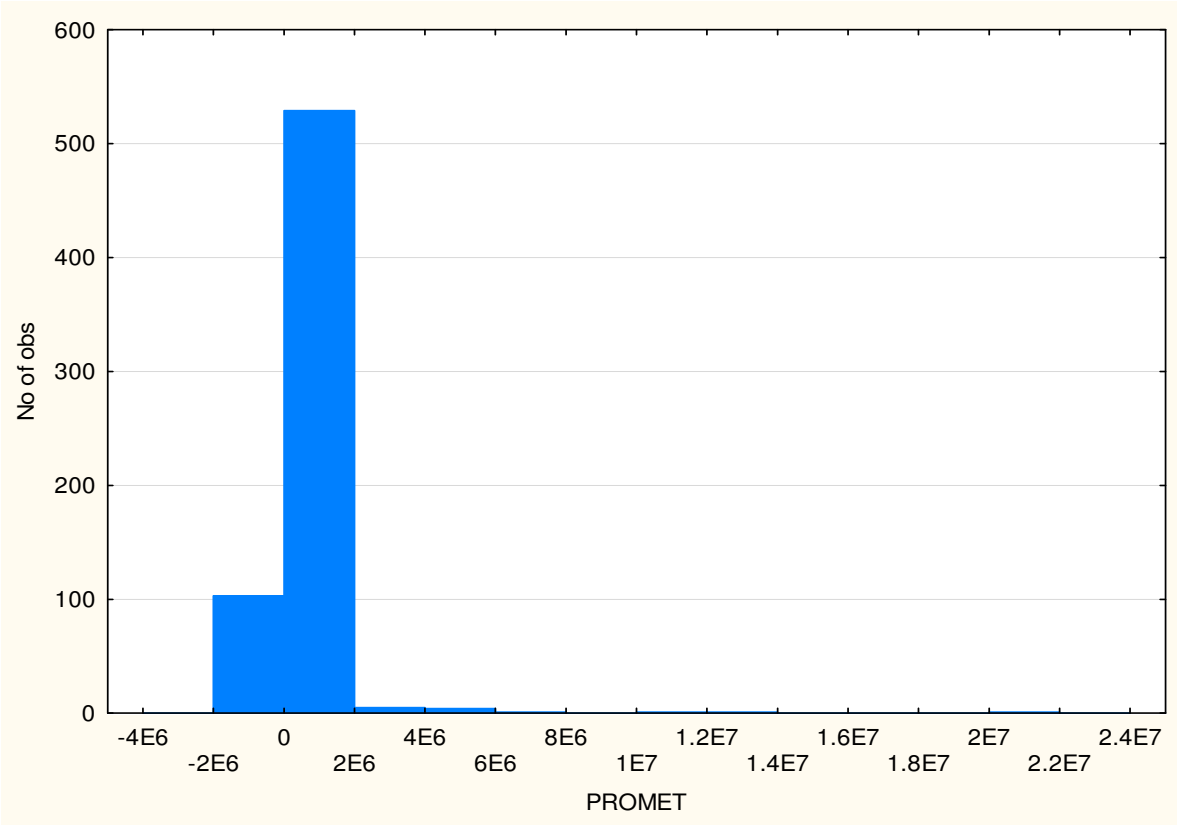


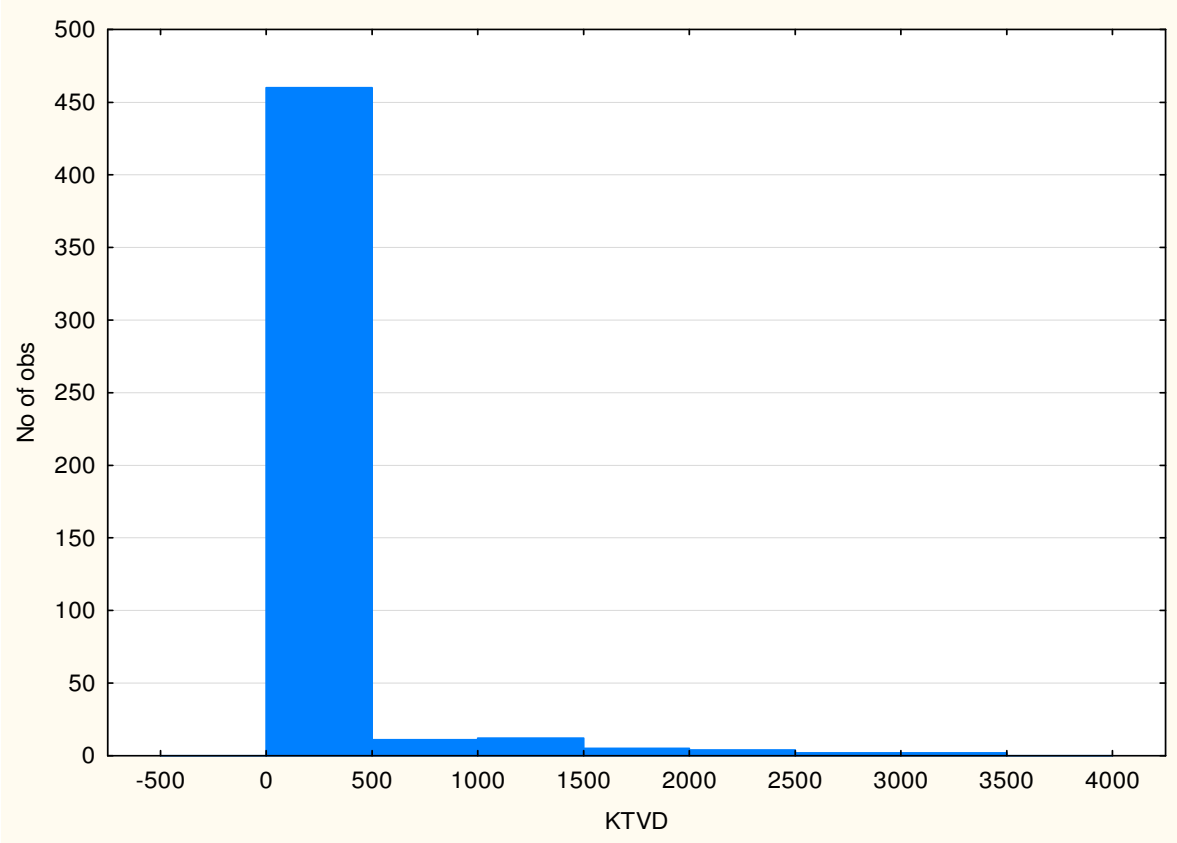


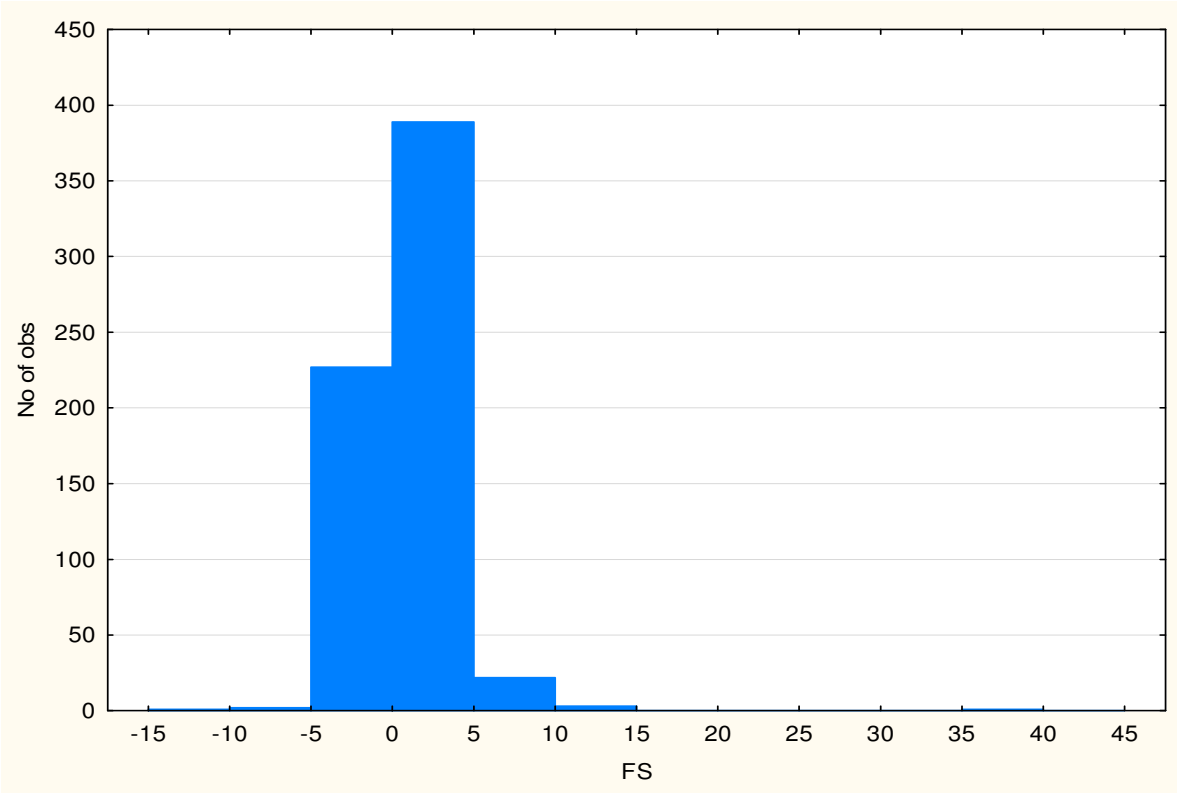

700
600
500
400
300
200
100
0
No of obs
-20
-10
0
10
20
30
40
50
60
70
80
90
100
110
120
KTL

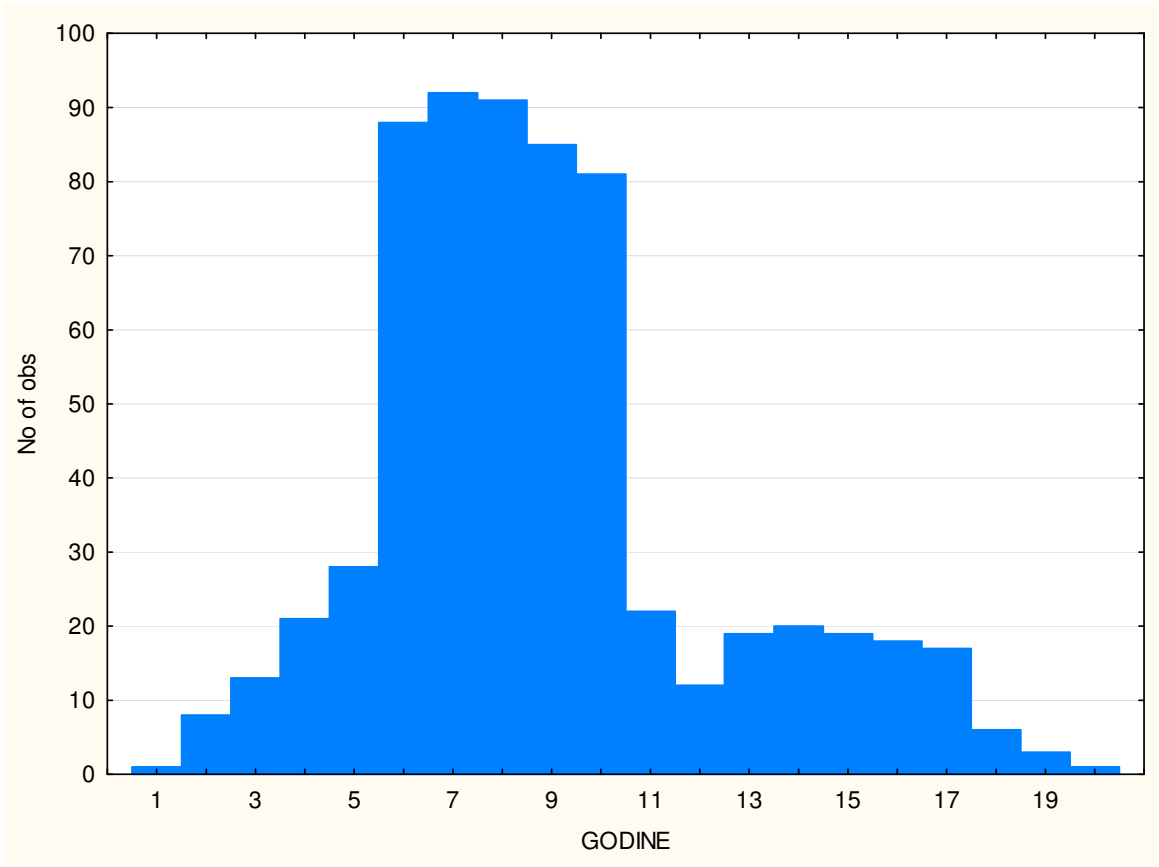

700
600
500
400
300
200
100
0
No of obs
-100
0
100
200
300
400
500
600
700
800
900
KZ

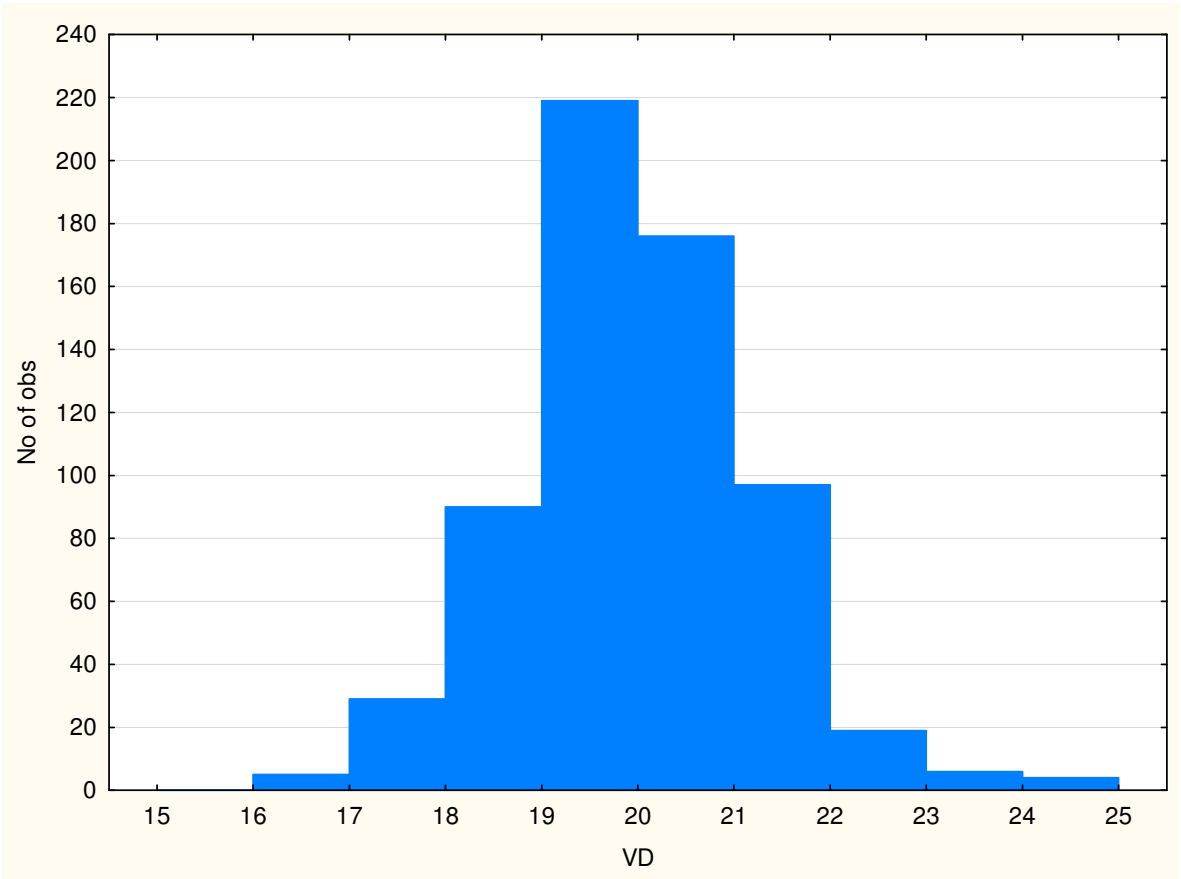

700
600
500
400
300
200
100
0
No of obs
-5
0
5
10
15
20
25
30
35
40
45
KUL

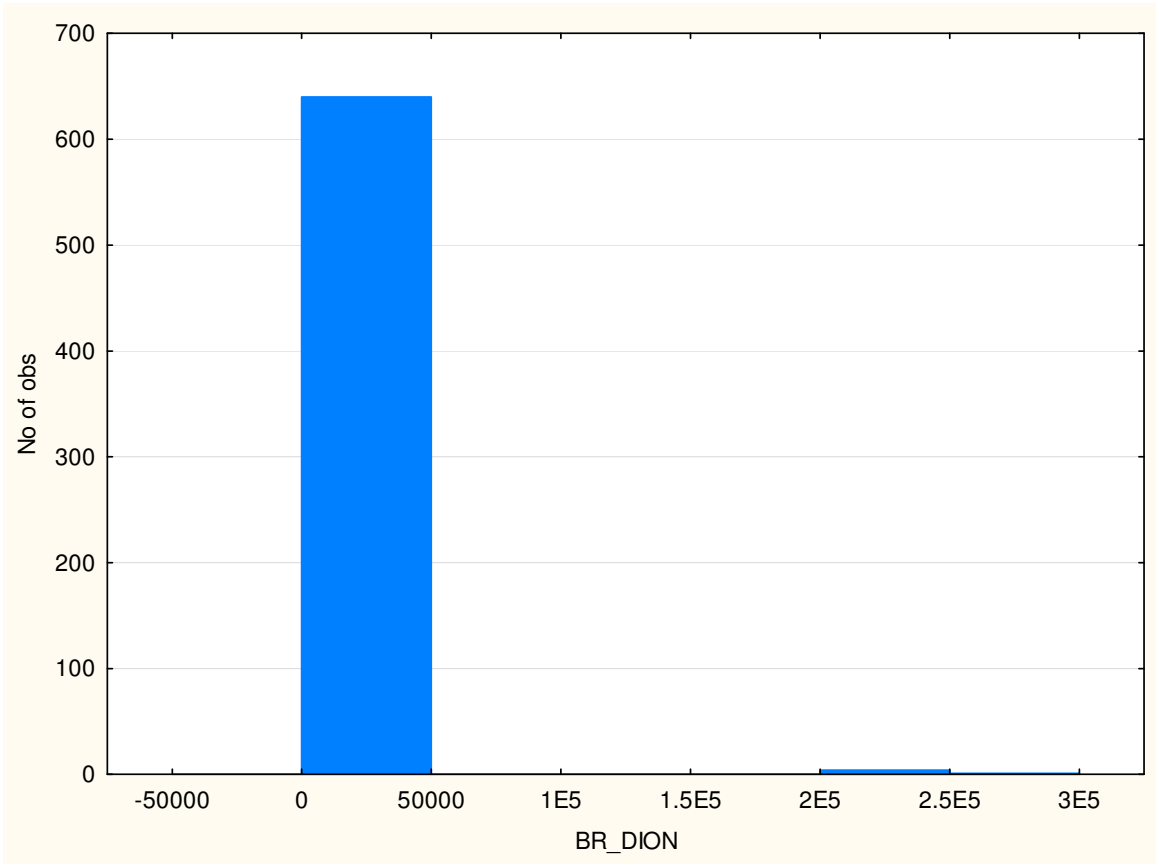

600
500
400
300
200
100
0
No of obs
-4E6
-2E6
0
2E6
4E6
6E6
8E6
1E7
1.2E7
1.4E7
1.6E7
1.8E7
2E7
2.2E7
2.4E7
PROMET

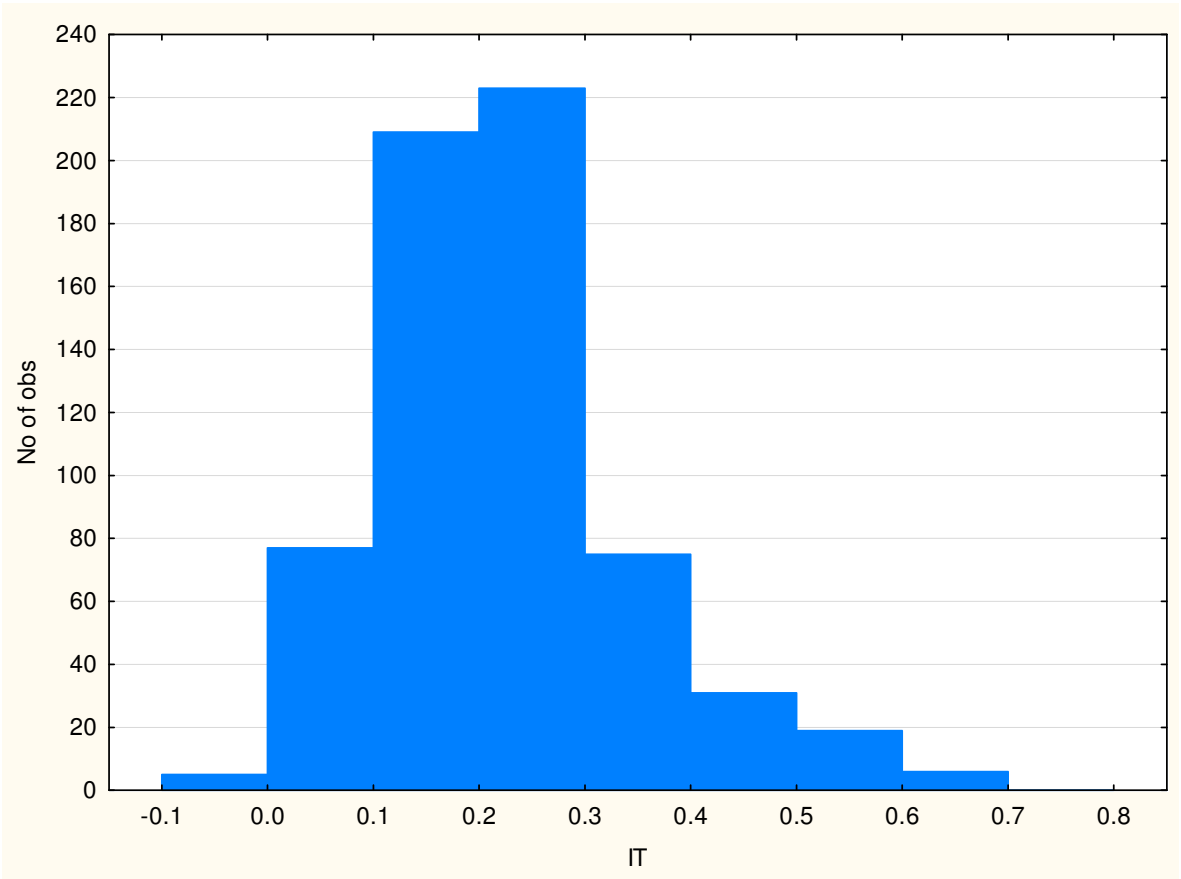

500
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
No of obs
-500
0
500
1000
1500
2000
2500
3000
3500
4000
KTVD

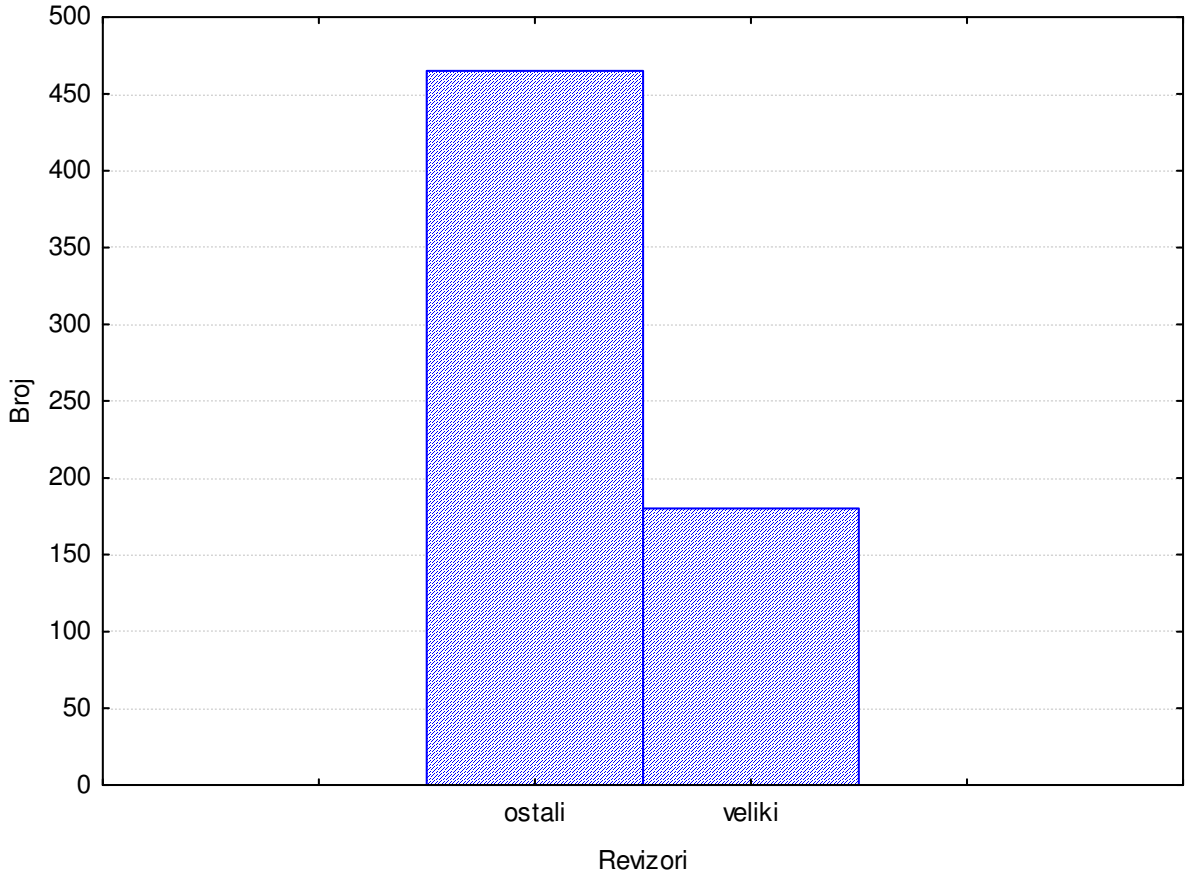

450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
No of obs
-15
-10
-5
0
5
10
15
20
25
30
35
40
45
FS

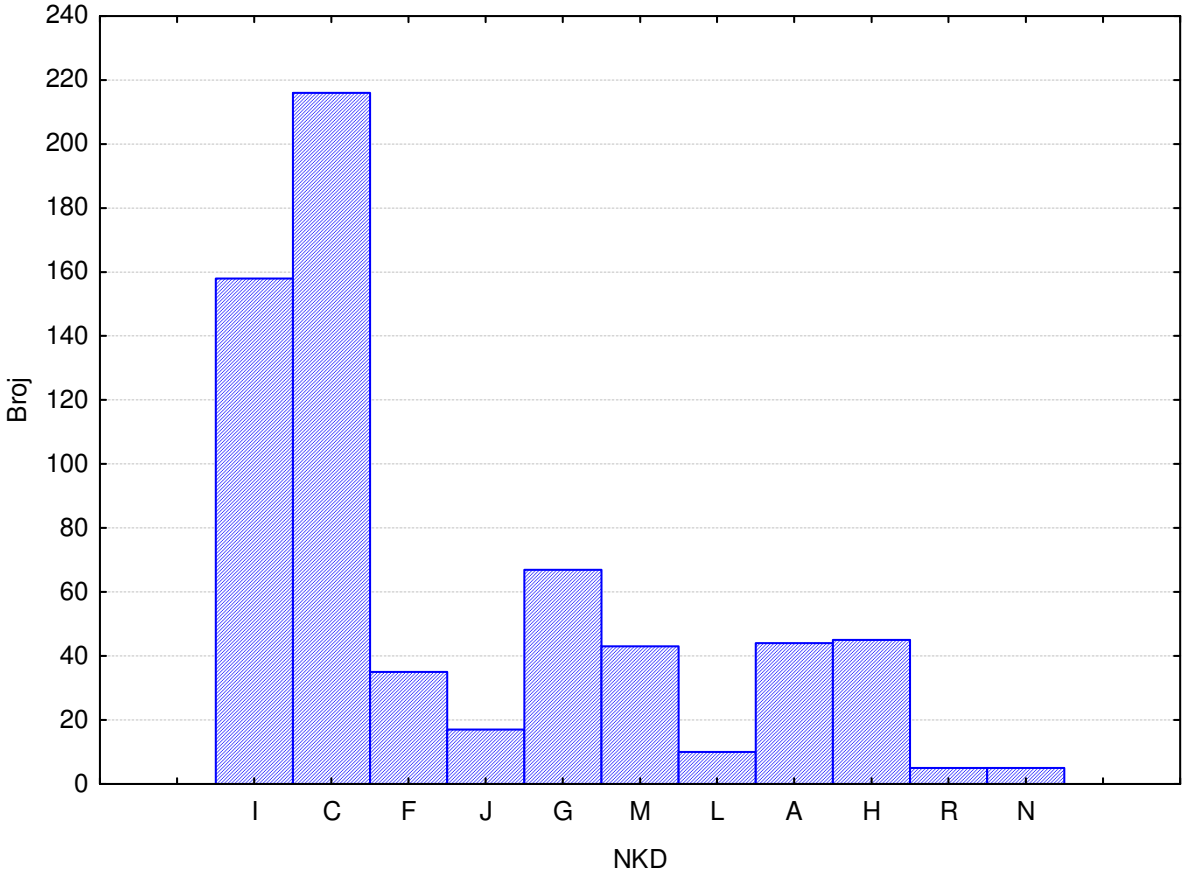

No of obs
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
1
3
5
7
9
11
13
15
17
19
GODINE


No of obs
240
220
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
15
16
17
18
19
20
21
22
23
24
25
VD


700
600
500
400
300
200
100
0
No of obs
-50000
0
50000
1E5
1.5E5
2E5
2.5E5
3E5
BR_DION


240
220
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
No of obs
-0.1
0.0
0.1
0.2
0.3
0.4
0.5
0.6
0.7
0.8
IT


500
450
400
350
300
250
200
150
100
50
0
Broj
ostali
veliki
Revizori


240
220
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
Broj
I
C
F
J
G
M
L
A
H
R
N
NKD

PRILOG 3

Postupak rada M5 algoritma

```
=== Run information ===

Scheme:       weka.classifiers.trees.M5P -M 60.0 -output-debug-info
Relation:     Bilic doktorski rad
Instances:    645
Attributes:   14
              NKD
              ROE
              ROA
              KZ
              KTL
              KUL
              PROMET
              KTVD
              FS
              GODINE
              VD
              BR_DION
              REV
              IT
Test mode:    evaluate on training data

=== Classifier model (full training set) ===

M5 pruned model tree:
(using smoothed linear models)

VD <= 19.365 :
|   KTL <= 0.885 :
|   |   VD <= 18.46 : LM1 (35/49.959%)
|   |   VD >  18.46 :
|   |   |   KZ <= 43.67 : LM2 (26/57.814%)
|   |   |   KZ >  43.67 : LM3 (53/34.934%)
|   KTL >  0.885 :
|   |   GODINE <= 10.5 :
|   |   |   ROE <= -1.335 : LM4 (35/69.437%)
|   |   |   ROE >  -1.335 : LM5 (47/72.094%)
|   |   GODINE >  10.5 : LM6 (35/52.271%)
VD >  19.365 :
|   NKD=C,F,H,J,R <= 0.5 :
|   |   ROA <= -0.805 :
|   |   |   KTVD <= 24.625 : LM7 (17/61.391%)
|   |   |   KTVD >  24.625 :
|   |   |   |   BR_DION <= 2350.5 : LM8 (34/53.105%)
|   |   |   |   BR_DION >  2350.5 : LM9 (30/40.444%)
|   |   ROA >  -0.805 : LM10 (124/68.614%)
|   NKD=C,F,H,J,R >  0.5 :
|   |   KTVD <= 59.48 : LM11 (54/65.052%)
|   |   KTVD >  59.48 :
|   |   |   VD <= 21.685 :
|   |   |   |   BR_DION <= 472 : LM12 (25/39.981%)
|   |   |   |   BR_DION >  472 :
|   |   |   |   |   BR_DION <= 1164 : LM13 (27/87.367%)
|   |   |   |   |   BR_DION >  1164 : LM14 (71/69.627%)
|   |   |   VD >  21.685 : LM15 (32/127.344%)
```

```
LM num: 1
IT =
      0.0032 * NKD=C,F,H,J,R
      + 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      – 0 * KZ
      + 0.0008 * GODINE
      + 0.012 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0028 * REV=veliki
      – 0.1065

LM num: 2
IT =
      0.0032 * NKD=C,F,H,J,R
      + 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      – 0.0001 * KZ
      + 0.0008 * GODINE
      + 0.0091 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0028 * REV=veliki
      + 0.0038

LM num: 3
IT =
      0.0032 * NKD=C,F,H,J,R
      + 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      – 0 * KZ
      + 0.0008 * GODINE
      + 0.0091 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0028 * REV=veliki
      – 0.0259

LM num: 4
IT =
      0.0032 * NKD=C,F,H,J,R
      + 0.0003 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      – 0 * KZ
      + 0.0022 * GODINE
      + 0.0058 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0028 * REV=veliki
      + 0.0208

LM num: 5
IT =
      0.0032 * NKD=C,F,H,J,R
      + 0.0003 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      – 0 * KZ
      + 0.0022 * GODINE
```

```
      + 0.0058 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0028 * REV=veliki
      + 0.0622

LM num: 6
IT =
      0.0032 * NKD=C,F,H,J,R
      + 0.0002 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      - 0 * KZ
      + 0.0035 * GODINE
      + 0.0058 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0028 * REV=veliki
      + 0.0952

LM num: 7
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0004 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.002 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0149 * REV=veliki
      + 0.1655

LM num: 8
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0004 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.002 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0149 * REV=veliki
      + 0.1216

LM num: 9
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0004 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.002 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0149 * REV=veliki
      + 0.1474

LM num: 10
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0003 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.002 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0717 * REV=veliki
      + 0.1826
```

```
LM num: 11
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.0069 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0181 * REV=veliki
      + 0.0752

LM num: 12
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.004 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0269 * REV=veliki
      + 0.1602

LM num: 13
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.004 * VD
      - 0 * BR_DION
      + 0.0346 * REV=veliki
      + 0.2754

LM num: 14
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.004 * VD
      - 0 * BR_DION
      + 0.0687 * REV=veliki
      + 0.2056

LM num: 15
IT =
      0.0061 * NKD=C,F,H,J,R
      - 0 * ROE
      + 0.0001 * ROA
      + 0.0001 * GODINE
      + 0.004 * VD
      + 0 * BR_DION
      + 0.0248 * REV=veliki
      + 0.2911

Number of Rules : 15

Time taken to build model: 0.02 seconds

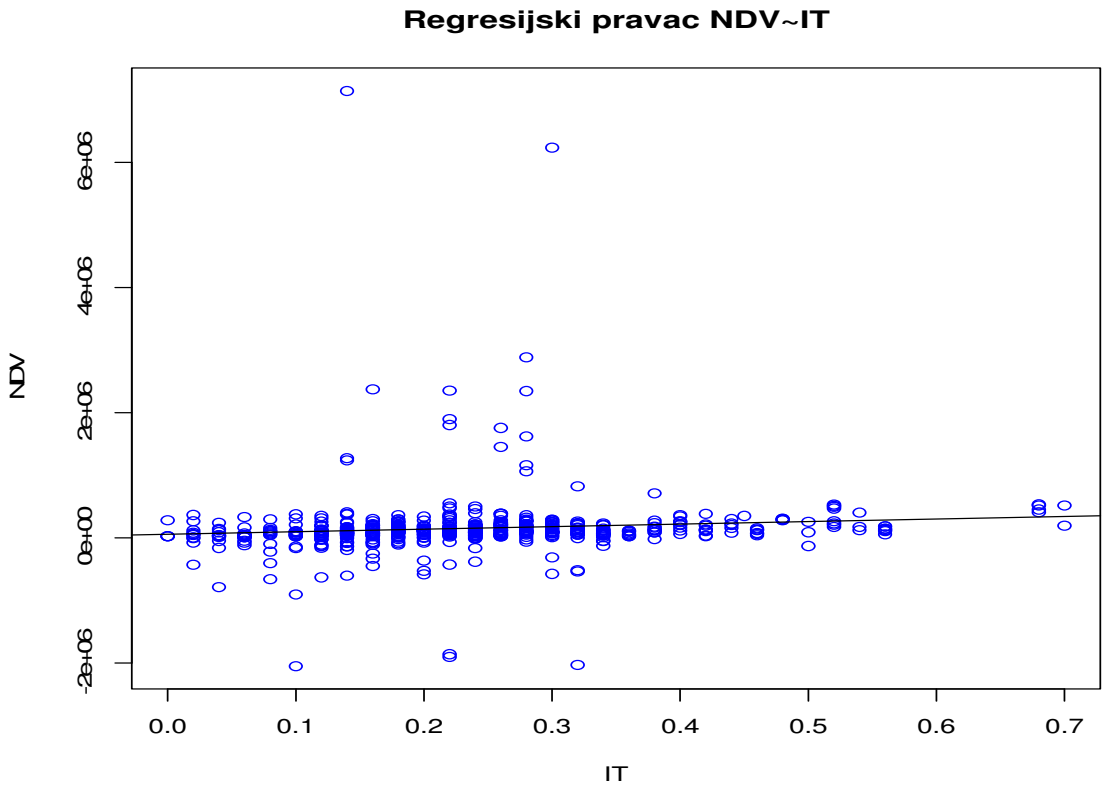
=== Evaluation on training set ===
```

```
Time taken to test model on training data: 0 seconds

=== Summary ===

Correlation coefficient                  0.7487
Mean absolute error                      0.064
Root mean squared error                  0.0819
Relative absolute error                 68.8687 %
Root relative squared error             66.9016 %
Total Number of Instances              645
```

PRILOG 4


Regresijski pravac NDV~IT
NDV
-2e+06
0e+00
2e+06
4e+06
6e+06
0.0
0.1
0.2
0.3
0.4
0.5
0.6
0.7
IT