

dr. sc. Ante Džidić

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Mostaru, Mostar, Bosna i Hercegovina
dzidicante@hotmail.com

izv. prof. dr. sc. Zora Marijanović

Ekonomski fakultet, Sveučilište u Mostaru, Mostar, Bosne i Hercegovina
mazora@sve-mo.ba

DOBROVOLJNO IZVJEŠTAVANJE U FUNKCIJI RAZVOJA TRŽIŠTA KAPITALA

Pregledni rad

Sažetak

Potražnja za finansijskim izvještavanjem i objavljivanjem informacija o poslovanju, na obveznoj ili dobrovoljnoj osnovi, izvire iz asimetričnosti informacija i problema agenata između menadžmenta i stakeholdera poduzeća. Stoga je za efikasno funkcioniranje tržišta kapitala neophodno stvoriti slobodan pristup informacijama svim tržišnim sudionicima. On se ostvaruje putem različitih izvora koji omogućavaju investitorima istraživanje, analizu i procjenu vrijednosti poduzeća, odnosno njegovih vrijednosnih papira. Na taj način se stvaraju uvjeti u kojima cijene dionica odražavaju sve dostupne informacije, pridobiva povjerenje investitora, izgrađuje kredibilitet tržišta i razvija kultura ulaganja. Respektirajući uvjete ubrzanog tehnološkog napretka i sve konkurentnijeg poslovnog okruženja, za ocjenu prosperiteta određenog poduzeća nije dovoljna analiza njegovih finansijskih izvještaja već i kvalitativna prognoza poslovnih perspektiva na temelju strateških informacija o poslovanju u formi dobrovoljnog izvještavanja. U ovom radu su analizirani razlozi rastuće važnosti dobrovoljnog izvještavanja o ključnim izvorima vrijednosti poduzeća te sumirani potencijalni efekti istog na tržišta kapitala općenito. Potom je analizirano stanje na tržištu kapitala u BiH, identificirani temeljni institucionalni nedostaci koji podrivaju njegov razvoj te istaknute mogućnosti i potencijalne koristi usvajanja dobrih poslovnih praksi glede dobrovoljnog izvještavanja na razvijenim tržištima kapitala.

Ključne riječi: dobrovoljno izvještavanje, tržište kapitala, razvoj, transparentnost.

JEL: M40

1. TRANSPARENTNOST TRŽIŠTA KAPITALA KAO KOMPONENTA ZAŠTITE INVESTITORA

Literatura vezana za utjecaj zaštite investitora na raspoloživost eksternog financiranja pokazala je da razlike u pravnoj infrastrukturi, misleći pritom na kvalitetu zakona i njegovu primjenu, ostavljaju traga na koncentraciju vlasništva, isplatu dividendi, trošak eksternog financiranja i tržišnu evaluaciju poduzeća (La Porta i sur 1998.). Međutim, osim dobro definirane zaštite vlasničkih prava, glavna uloga regulacije, s aspekta zaštite investitora, odnosi se na institucionalno stvaranje transparentnog okruženja koje omogućava investitorima ocjenu potencijalnih investicija uz minimalan trošak. Dokaz transparentnosti, kao značajne odrednice razvoja tržišta kapitala, dokumentirano je brojnim istraživanjima na području korporativnih financija koja ukazuju da redukcija asimetričnosti informacija smanjuje trošak kapitala poduzeća (Diamond i Verrechia, 1991.). Slično rezoniranje može se primijeniti na razini zemlje, pa je u zemljama s visokim standardima objavljivanja informacija manja vjerojatnost pojave afera insajderske trgovine i financijskih manipulacija na štetu dioničara čime se smanjuje informacijska premija očekivanih prinosa. U takvim uvjetima cijene vrijednosnih papira odražavaju sve dostupne informacije što omogućava trgovinu po realnim ili fer vrijednostima. Lee i Ng (2002.) su koristeći podatke iz 44 zemlje ispitivali empirijsku vezu između razine korupcije¹ i vrijednosti poduzeća te došli do saznanja da se dionicama poduzeća u zemljama s većim stupnjem korupcije (*Indeks percepcije korupcije*) trguje pri značajno manjim odnosima tržišnih multiplikatora (omjera tržišne i knjigovodstvene cijene i Tobinovog Q omjera). Kategoriziranjem poduzeća na zemlje s visokim, srednjim i niskim stupnjem korupcije autori su pokazali da poduzeća u zemljama s niskim stupnjem korupcije imaju za 18% veće P/B omjere (odnos tržišne i knjigovodstvene cijene dionica) te oko 15% veći Tobinov q omjer u odnosu na poduzeća koja posluju u zemljama s visokim stupnjem korupcije. Također, istraživanja su pokazala da je transparentnost važan faktor međunarodnih portfelj investicija, o kojima u određenoj mjeri ovisi i razvoj tržišta kapitala. Tako, Gelos i Wei (2002.) dokumentiraju da fondovi koji ulažu svoja sredstva na tržištima u razvoju drže manje imovine u nedovoljno transparentnim zemljama. U skladu s time za očekivati je da će tržišta kapitala s visokim stupnjem asimetričnosti informacija privlačiti manje stranih investitora što će se u konačnici negativno odraziti na aktivnost i likvidnost tržišta kapitala kao temeljnih odrednica njegova razvoja. MMF (2001.b) također podsjeća da je nedostatak transparentnosti jedan od temeljnih značajki Meksičke krize 1994/95. kao i krize azijskih zemalja 1997/98. ističući kako su neadekvatni ekonomski podaci, skrivene slabosti unutar financijskog sustava, kao i manjak političke transparentnosti doprinijeli gubitku povjerenja koje je u konačnici prijetilo potkopavanju globalne stabilnosti.

¹ Korištenje javne funkcije u privatne svrhe.

Osim zakonskih normi i efikasnog sustava prisile, preduvjet transparentnog okruženja je postojanje računovodstvenih standarda koji bi trebali zahtijevati ažurne, pouzdane i relevantne informacije. Horton i sur. (2013.) dokumentiraju da usvajanje Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja poboljšava informacijsko okruženje, posebice kod onih tvrtki koje i prije obvezne implementacije dobrovoljno usvoje ove standarde. Rezultati njihova istraživanja ukazuju da usvajanje Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja koristi uglavnom nefinancijskim poduzećima. Kako bi pak financijsko izvještavanje bilo kredibilno, pored zakonske regulative, nužno je postojanje nezavisnih revizora odgovornih za verificiranje financijskih izvještaja, odnosno utvrđivanje je li isti prezentiraju stvarno financijsko stanje poduzeća te jesu li pripremljeni u skladu s odgovarajućim računovodstvenim standardima. Gilson (2000.) ističe da se revizori, izlažući svoju reputaciju, javljaju kao informacijski posrednici koji mogu povećavati kredibilitet objavljenih informacija čak i slučaju zakonske obveze objavljivanja te da je godišnja revizija važnija za nadzor prikazanih računovodstvenih prezentacija od bilo koje vladine agencije. Revizori doprinose kredibilitetu financijskih informacija što pokazuje i istraživanje LeftWicha (1983.) koji dokumentira da banke, kao financijeri prilikom odobravanja kredita, zahtijevaju revidirane financijske izvještaje čak i za privatna poduzeća.

Na razvijenim tržištima kapitala koja ispunjavanju institucionalne preduvjete za transparentnost poslovanja cijene dionica reagiraju na objave zarada što ukazuje da investitori računovodstvene informacije smatraju kredibilnima (vidi Kothari, 2011.). Međutim, financijski izvještaji karakterizirani su manjkom orijentacije na kvalitativne stavke koje utječu na budućnost poslovanja, poput komparativnih prednosti ili intelektualnog kapitala, što su u konačnici ključne komponente razumijevanja dugoročne održivosti poduzeća (Hirst i sur. 1999.; Pownall i sur. 1993.). U prilogu tomu govori i istraživanje Amira i Leva (1996.) u industriji bežičnih komunikacija koje pokazuje da nefinancijski indikatori poslovanja, poput veličine tržišne populacije i tržišne penetracije, imaju veći utjecaj na cijene dionica nego informacije iz financijskih izvještaja. Konačno, o važnosti dobrovoljnog izvještavanja najbolje svjedoči zahtjev EU da objava određenih nefinancijskih informacija postane dio obveznog izvještavanja kada su u pitanju velika europska poduzeća. Naime, prema podacima iz 2014. godine² samo 10% najvećih europskih poduzeća na regularnoj osnovi objavljuje nefinancijske informacije što je navelo europski parlament da objavu takvih informacija inkorporira u domenu obveznog objavljivanja. Nova Direktiva o nefinancijskom izvještavanju (2014/95/EU) zahtjeva da velika javna poduzeća s više od 500 zaposlenih, počevši od 2017. godine, objavljuju nefinancijske informacije vezane za društvenu odgovornost i pitanja okoliša, kadrovske aspekte, poštivanje ljudskih prava, probleme mita i korupcije, diverzitet odbora i sl.

² http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm

Istovremeno, tehnološki napredak omogućio je poduzećima nove kanale komuniciranja s investicijskom javnošću čime su kvalitativne informacije o poslovanju postale lako dostupne financijskim analitičarima i drugim tržišnim sudionicima. Stoga se, kao logičan slijed razvoja događaja, javlja sve izraženija potreba za opsežnijom, kvalitetnijom i nadasve ažurnijom distribucijom informacija o poslovanju u vidu dobrovoljnog izvještavanja putem menadžerskih prognoza, pisma dioničarima, javnih prezentacija planova i strategija, konferencijskih poziva, časopisa, portala i web stranica. Od posebnog značaja je i razvoj programskog jezika XBRL-a (eXtensible Business Reporting Language) koji je značajno umnožio potencijal Interneta kao mehanizma za distribuciju poslovnih informacija. Naime, XBRL format karakterizira jednostavniji pristup podacima od strane korisnika što omogućava bržu „manipulaciju“ informacijama u smislu vremenskih ušteda kod pripreme i objave istih te napredno istraživanje i analizu precizno kategoriziranih podataka.

2. DOBROVOLJNO IZVJEŠTAVANJE

Dobrovoljno izvještavanje podrazumijeva dodatno pružanje informacija od strane menadžmenta o prosperitetima poduzeća izvan okvira izvještavanja zahtijevanog tradicionalnim financijskim izvještavanjem u skladu s općeprihvaćenim računovodstvenim standardima. Posljedica je implementacije dobrih praksi korporativnog upravljanja u nastojanju da se transparentnijim poslovanjem smanje troškovi eksternog financiranja. U pitanju su *tzv. superiorne informacije* o poslovanju za koje menadžment vjeruje da su relevantne za donošenje odluka svih *stakeholdera* poduzeća. One obično nisu predviđene regulatornim financijskim izvještavanjem ili njihov prikaz u dodatku financijskih izvještaja ne predstavlja pravovremenu objavu informacija. Naime, u uvjetima sve izraženijih tehnoloških dostignuća i brzo promjenjive okoline, obvezno financijsko izvještavanje često nije ažurno i efikasno u prijenosu ekonomskih implikacija takvog okruženja na poslovanje poduzeća. U takvoj situaciji oslanjanje na redovno godišnje, polugodišnje i kvartalno izvještavanje ne zadovoljava informacijske potrebe investitora koji bi željeli prikupiti dodatna saznanja o komparativnim prednostima poduzeća, vlasništvu i strukturama upravljanja, direktorima, sustavu nagrađivanja, internim kontrolama i poslovnoj strategiji, a sve s ciljem izvjesnije prognoze buduće profitabilnosti i rizika poslovanja.

Analiza dosadašnje literature ukazuje da dobrovoljno izvještavanje smanjuje asimetričnost informacija i reducira problem agenata (Boesso i Kumar, 2007.; Healey i Palepu, 2001.; Myers i Majluf, 1984., Shin 2013. i drugi) omogućavajući investitorima donošenje racionalnih investicijskih odluka što se u konačnici odražava na povećanje likvidnosti i smanjenje troška kapitala. Naime, ako privatne informacije nisu u potpunosti osigurane kroz obvezno izvještavanje, dobrovoljno

izvještavanje smanjuje trošak pribavljanja informacija financijskim analitičarima čime se povećava njihova ponuda (Lung i Lundholm, 1996.). Prema tome poduzeća koja inzistiraju na opsežnijem izvještavanju karakterizira snažniji monitoring financijskih analitičara, manja disperzija u njihovim prognozama i rjeđe revizije njihovih predviđanja (vidi Lang and Lundholm (1993.); Francis et al. (1998.). U skladu s time, Diamond i Verrecchia (1991.) argumentiraju da bolje informacijsko okruženje, odnosno smanjena asimetričnost informacija, povećava uvjerenje investitora da se dionicama trguje po fer cijeni što povećava likvidnost dionica poduzeća. Navedenu tvrdnju potvrdila je nekolicina empirijskih istraživanja. Healy i sur. (1999.a) pokazuju kako poduzeća s većim opsegom dobrovoljnog izvještavanja bilježe značajna povećanja cijena dionica koja nisu povezana s tekućim zaradama. Welker (1995.) pak nalazi značajnu negativnu povezanost između analitičarskih ocjena objavljivanja i *bid-ask*³ raspona, zaključujući kako veći opseg izvještavanja smanjuje *bid-ask* raspon. Slično pokazuju Leuz i Verrecchia (2000.) na primjeru njemačkog tržišta kapitala dokumentirajući da poduzeća listana na tržišnim segmentima s većim zahtjevima transparentnosti imaju manje *bid-ask* raspona. Imajući u vidu da rizik „izvire“ iz ograničenog pristupa informacijama logičan je negativan predznak u odnosu dobrovoljnog izvještavanja i troška kapitala. Naime, u okruženju koje karakterizira učestala pojava problema agenata i nedovoljna razina objavljivanja informacija trošak kapitala poduzeća sadrži premiju za nesigurnost investitora glede adekvatnosti i točnosti dostupnih informacija o poduzeću (Barry i Brown 1984/86., FASB, 2001.:16.). Uvažavajući ovu pretpostavku menadžeri su motivirani za dobrovoljno izvještavanje kako bi olakšali predviđanje budućih prinosa i time smanjili trošak kapitala. Tako Botosan (1997.) dokumentira da poduzeća koja se manje prate od strane financijskih analitičara karakterizira negativna veza između troška kapitala i opsega dobrovoljnog izvještavanja (objavljenog kao dio godišnjih izvještaja), odnosno da je veća razina transparentnosti povezana s nižim troškom kapitala. Do sličnih rezultata dolaze Botosan and Plumlee (2000.) s time da svoje dokaze proširuju i na poduzeća koja su većoj mjeri na radaru financijskih analitičara.

U prethodnim istraživanjima dobrovoljnog izvještavanja identificirano je šest motiva za takav angažman: operacije na tržištu kapitala, natjecanje za korporativnu kontrolu, dioničke kompenzacije, rizik parničenja, vlasnički troškovi i signaliziranje menadžerskog talenta (Healey i Palepu, 2001.). Respektirajući navedene motive, pojedini autori u negativnom kontekstu ističu selektivnost i pristranost dobrovoljnog izvještavanja tvrdeći da menadžeri tim putem komuniciraju informacije koje im odgovaraju kako bi olakšali provedbu operacija na tržištu kapitala (poput emisije duga ili dionica) ili povećavali svoju reputaciju i kompenzacije (Beromeu i Magee 2011., Bhattacharya i sur. 2003.; Verrecchia 1986., Einhorn i Ziv 2012. i drugi). Obzirom da menadžeri imaju motiva

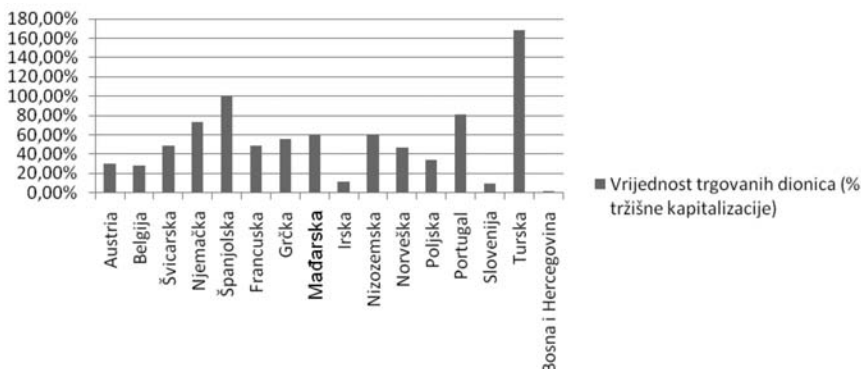
³ Razlika između najbolje kupovne (najveće) cijene i najbolje prodajne (najniže) cijene.

za dobrovoljno izvještavanje koje odgovara njihovim interesima, s pravom se postavlja pitanje jesu li dobrovoljno objavljene informacije kredibilne za vanjske investitore. Opravdanje povjerenja investitora u kredibilitet menadžerskih prognoza obično se dokazuje ispitivanjem točnosti i reakcije cijena dionica na takve prognoze. Healey i Palepu, (2001.) navode nekoliko radova koji pokazuju da prognoze menadžmenta imaju komparabilan kredibilitet s revidiranim financijskim izvještajima, odnosno da postoji pozitivna reakcija cijena dionica na prognoze rasta zarada (vidi Wamire, 1984.; Ajikya i Gift, 1984.; Pownall i Waymire, 1989.), da su menadžerske prognoze točnije od prognoza financijskih analitičara (vidi Hassell i Jennings, 1986.) te da financijski analitičari revidiraju svoje procjene prema menadžerskim prognozama (vidi Hassell i sur. 1988.). Isti autori ističu i dva mehanizma za povećanje kredibiliteta dobrovoljnog izvještavanja. Prvo, posrednici (treća strana) mogu u određenoj mjeri garantirati za kvalitetu objava menadžmenta. Drugo, validacija dobrovoljnih objava menadžmenta vrši se kroz obvezno financijsko izvještavanje poduzeća. Primjerice, prognoze menadžmenta glede zarada lako se usporede s pozicijama u budućim financijskim izvještajima. Ovaj mehanizam će djelovati ukoliko postoje adekvatni penali za menadžere koji svjesno objavljuju informacije koje se naknadno pokažu pogrešnima. Prema tome, ovdje glavnu ulogu ima regulatorni okvir koji tretira dobrovoljno izvještavanje, ne u cilju formaliziranja oblika izvještavanja, nego pravnih i ekonomskih posljedica u slučaju svjesne manipulacije informacijama.

3. TRŽIŠTE KAPITALA BOSNE I HERCEGOVINE

Tržište kapitala u Bosni i Hercegovini, rascijepljeno na dvije entitetske burze, mjereno tržišnom kapitalizacijom poduzeća, nominalno ne zaostaje za razvijenim europskim gospodarstvima. Naime, tržišna kapitalizacija poduzeća na Sarajevskoj i Banjalučkoj burzi (kao postotak BDP-a) je na kraju 2014. godine iznosila 33,86% BDP-a, što je na razini razvijenih europskih zemalja. No, ovaj indikator može dovesti do pogrešnog zaključka ako trgovinska aktivnost ne podupire cijene korištene za izračun tržišne kapitalizacije, kao što je to slučaj s Bosnom i Hercegovinom. Prava slika tržišta kapitala Bosne i Hercegovine vidljiva je na grafikonu 1 koji prikazuje tržišnu aktivnost mjerenu odnosom vrijednosti trgovanih dionica i tržišne kapitalizacije poduzeća listanih na burzi. Kao što je vidljivo, ovaj omjer za Bosnu i Hercegovinu je na kraju 2014. godine iznosio 1,79% što upućuje na zaključak kako je tržište kapitala Bosne i Hercegovine izuzetno plitko i nerazvijeno u odnosu na većinu europskih zemalja. Postoji niz faktora takvog stanja: visok stupanj asimetričnosti informacija, ograničenost instrumenata za trgovanje, odsustvo značajnijeg broja institucionalnih i individualnih investitora, neusklađenost propisa, nedovoljne javne ponude vrijednosnih papira i slično. Sve ovo za posljedicu ima neučinkovito sučeljavanje kapitalno deficitarnih i suficitarnih subjekata.

Grafikon 1. Odnos vrijednosti trgovanih dionica i tržišne kapitalizacije



Izvor: Izrada autora prema podacima preuzetima od Svjetske banke <http://data.worldbank.org/>

Uvažavajući recentnu literaturu vezanu za razvoj tržišta kapitala, posebice onu interdisciplinarnog karaktera poput radova La Portae i sur (1998.) i La Porta i sur. (2006.) koji razvoj tržišta kapitala povezuju s pravim okruženjem odnosno kvalitetom pravne zaštite investitora i zahtijevane razine transparentnosti kroz zakone o vrijednosnim papirima, razlozi ovakvom stanju mogu se, između ostalog, tražiti u regulatornim nedostacima tržišta kapitala koji negativno utječu na spremnost investitora da sudjeluju u financiranju gospodarskih subjekata. Bosna i Hercegovina je, barem nominalno, kreirala regulatorni okvir koji ispunjava gore navedene institucionalne pretpostavke razvoja tržišta kapitala, ali primjena njegovih odredbi još uvijek izostaje čime je transparentno izvještavanje i dalje jedna od najslabijih karika tržišta kapitala u BiH. To je posebice važno u uvjetima visoke koncentracije vlasništva koja karakterizira Bosnu i Hercegovinu. Naime, na uzorku od 20 najvećih dioničkih društava u BiH, prema podacima iz 2016. godine, top 5 najvećih dioničara u prosjeku drži 88,22% vlasništva, dok najveći vlasnik u prosjeku drži većinski paket dionica (68,96%). Razlog ovakvom stanju može se tražiti u sporom procesu privatizacije zbog čega je 65% poduzeća iz uzorka u većinskom vlasništvu države. U takvoj situaciji realno je očekivati pojavu problema agenata između kontrolirajućih i manjinskih dioničara, posebice ako se ima u vidu niska razina zaštite investitora⁴ koja karakterizira zemlje s kontinentalnim pravnim nasljeđem kojem Bosna i Hercegovina pripada. U tim uvjetima, za poduzeća koja bi željela prikupiti svježi kapital emisijom vrijednosnih papira, viši stupanj transparentnosti u formi dobrovoljnog izvještavanja javlja se

⁴ Primjerice, razlika u ročnosti isplate dividendi većinskom i manjinskim vlasnicima zabilježena u pojedinim poduzećima u državnom vlasništvu predstavlja značajnu diskriminaciju manjinskih dioničara prilikom isplate dividendi.

kao komparativna prednost kojom se povećava ugled društva, jača povjerenje ulagača i smanjuju troškovi financiranja.

4. AKTUALNO STANJE I PREPORUKE ZA RAZVOJ DOBROVOLJNOG IZVJEŠTAVANJE U BOSNA I HERCEGOVINA

Kao što je prethodno istaknuto, najveća dionička društva na Sarajevskoj i Banja-lučkoj burzi uglavnom su u državnom vlasništvu ili država posjeduje značajan udio u vlasničkoj strukturi, a ondje gdje država i nije vlasnik, vlasništvo je koncentrirano u rukama manjeg broja dioničara. U takvom okruženju, koje uz visoku koncentraciju vlasništva, karakterizira i manjak institucionalnih i individualnih investitora te nepostojanje industrije financijskih analitičara, izostaje pritisak za dodatnim objavljivanjem informacija. Analizom objava najvećih bh poduzeća može se zaključiti da se dobrovoljno izvještavanje uglavnom odnosi na osnovne nefinancijske informacije objavljene na korporativnim web stranicama (povijest, misija, vizija, organizacijska struktura, društvena odgovornost, korporativne novosti i sl). U rijetkim slučajevima poduzeća objavljuju godišnje izvještaje o poslovanju unutar kojih direktori i nadzorni odbor daju općenite i štire opise poslovanja, poput aktivnosti na ostvarenju određenih ciljeva i prepreka s kojima se poduzeće susreće, bez ozbiljnog osvrta na investicijske rizike i dugoročne efekte kapitalnih ulaganja ili ključne izvore vrijednosti poput intelektualnog kapitala, inovacija, istraživanja i razvoja, odnosa s kupcima itd. Štoviše, posljednjih godina vidljiv je negativan trend objavljivanja i na tom području. Primjerice, Borsnalijski d.d. Sarajevo, jedno od dva poduzeća na kotaciji Sarajevske burze, gdje listing zahtjeva najviše standarde transparentnosti, posljednji godišnji izvještaj o poslovanju na svojoj web stranici objavilo je 2011. godine, što dovoljno govori o aktualnom stanju dobrovoljnog izvještavanja.

Trenutno u Bosni i Hercegovini ne postoje pravila ili vodiči za primjenu dobrovoljnog izvještavanja. U takvoj situaciji poduzeća su slobodna razviti vlastite principe dobrovoljnog komuniciranja u cilju zadovoljavanja informacijskih potreba investitora. Kao *benchmark* za razvoj vlastitog pristupa u izvještavanju poduzeća mogu „konzultirati“ postojeće koncepte dobrovoljnog izvještavanja. Naime, posljednjih 20 godina akademska zajednica i praktičari su u sve većoj mjeri naglašavali nedostatke tradicionalnog pristupa izvještavanja⁵ što je rezultiralo pojavom različitih modela dobrovoljnog izvještavanja putem kojih se pokušava smanjiti informacijski jaz između dioničara i menadžmenta te pomoći

⁵ Primjerice, unatoč kontinuiranom unaprjeđenju, Međunarodni standardi financijskog izvještavanja ostavljaju diskrecijski prostor menadžmentu u manipulaciji zarada poduzeća.

potencijalnim investitorima u otkrivanju ključnih izvora vrijednosti poduzeća. Jedan od prvih takvih modela je *Business Reporting Framework*⁶ razvijen od strane Američkog udruženja certificiranih javnih računovođa (AICPA) i tamošnjeg Odbora za standarde financijskog izvještavanja (FASB). Bazira se na 6 kategorija izvještavanja za koje se pretpostavlja da odgovaraju informacijskim potrebama investitora, a to su:

- ◆ Podaci o poslovanju (*Business data*) – odnosi se na ključne pokazatelje poslovanja koje menadžment često koristi iz kontrolnih razloga (primjerice, prodajne i financijske performanse).
- ◆ Menadžerske analize podataka o poslovanju (*Managements analysis of business data*) – odnosi se na izvještavanje o ključnim trendovima i njihovim efektima na poslovanje.
- ◆ Predviđanja (*Forward looking information*) – odnosi se na prognoze identificiranih ključnih trendova te prilika i prijetnji povezanih s njihovim ostvarenjem.
- ◆ Informacije o menadžmentu i dioničarima (*Information about Management and shareholder*) – odnosi se na informacije o menadžmentu i upravnom odboru, uključujući informacije o njihovim kompetencijama. Pored toga, ova komponenta izvještavanja sadrži informacije o kreditorima i dioničarima kao i postotak vlasništva glavnih individualnih i institucionalnih dioničara.
- ◆ Pozadina poduzeća (*Background about the company*) – odnosi se na općenite opise materijalne i nematerijalne imovine poduzeća.
- ◆ Informacije o nematerijalnoj imovine (*Information about intangible assets*) – odnosi se na detaljne informacije iz područja istraživanja i razvoja, ljudskih resursa, inovacija, patenata i brendova.

Analiziranje navedenog modela može poslužiti poduzećima koja streme privući eksterne financijere na tržištu kapitala kao polazna osnova u razvoju vlastitog pristupa distribucije dodatnih informacija o poslovanju. Naime, u svjetlu internacionalizacije financijskih tržišta i rastuće konkurencije u potrazi za svježim kapitalom investitori se okreću poduzećima s visokom razinom transparentnosti kojom se reducira rizik ulaganja. U takvom okruženju, kvalitetan model dobrovoljnog izvještavanja može poslužiti kao mehanizam izgradnje povjerenja s potencijalnim investitorima omogućavajući istima bolje razumijevanje prilika i

⁶ Postoji još nekoliko modela dobrovoljnog izvještavanja (vidi *PWC ValueReporting Framework*; *Labhart Business-Reporting Framework*; *The Shareholder Value Reporting Framework*)

prijetnji imanentnih poduzeću, razvijajući ujedno dugoročnu perspektivu njihovih ulaganja.

Kako bi dobrovoljno izvještavanje bilo kredibilno, važno je inzistirati na izgradnji sustava odgovornosti kako unutar poduzeća tako i unutar regulatornog okvira tržišta kapitala. Zakonom o tržištu vrijednosnih papira zabranjeno je objavljivati nepotpune i netočne informacije o vrijednosnim papirima koji se nude za kupovinu i prodaju, čime je menadžmentu strogo zabranjena svaka manipulacija informacijama. Međutim, efekt regulacije ne ovisi samo o zakonski propisanim standardima objavljivanja već i o kapacitetima pravosuđa koje mora osigurati efikasnu implementaciju zakonskih odredbi.⁷ Kako bi to bilo moguće, nužno je uvesti jedan oblik periodične supervizije obveznog i dobrovoljnog izvještavanja dioničkih društava u smislu kontrole, ne samo objavljenog sadržaja, već i njegova oblika, tajminga i načina komuniciranja. Ovdje je vrlo važan princip pravovremenosti objave informacija. Naime, u idealnim uvjetima poduzeća bi za svaku operativnu i financijsku promjenu trebala investitorima i drugim stakeholderima pružiti detaljan opis događaja koji bitno utječu na poslovanje poduzeća. U suprotnom, investitori će biti skeptični glede kredibiliteta dobrovoljnog izvještavanja pa ono neće postići željene efekte. Snažniji regulatorni nadzor izvještavanja posebno je značajan u zemljama poput Bosne i Hercegovine koju karakterizira manjak privatnih institucija i financijskih posrednika koji aktivno sudjeluju u otkrivanju i analiziranju fundamentalnih informacija. Kad je u pitanju interna odgovornost menadžmenta, za objavu informacija važna je implementacija statutarnih zabrana iznošenja neistinitih informacija i snažnija uloga nadzornog odbora u kontroli sustava izvještavanja i nametanju disciplinske odgovornosti u slučaju kršenja regulatornih ili interno razvijenih pravila dobrovoljnog izvještavanja.

5. ZAKLJUČAK

Razvoj tržišta kapitala podrazumijeva tranziciju od tradicionalnih odnosa eksternog financiranja utjelovljenih u bankovnim kreditima ka modernijim, fleksibilnijim i likvidnijim izvorima financiranja gospodarskih subjekta. Proces razvoja tržišta kapitala ne slijedi identične obrasce razvoja u svim zemljama, ali mogu se identificirati zajedničke karakteristike razvoja koje se ogledaju na oba modela financijskog sustava, kontinentalnom i anglosaksonskom. Općenito, razvoj tržišta kapitala podrazumijeva pozitivne promjene u veličini i strukturi tržišta s ciljem postizanja produktivne alokacije kapitala. Veličina tržišta kapitala pak ovisi od baze investitora (institucionalnih i individualnih) koja je prvenstveno

⁷ Slaba educiranost domaćeg pravosuđa glede poslova s vrijednosnim papirima, u kombinaciji s političkim faktorima dovodi do pravosudne letargije koja za posljedicu ima izostanak legalnih sankcija za nepoštivanje zakonskih normi izvještavanja. Time se značajno narušava povjerenje investitora i urušava ugled domaćeg tržišta kapitala.

determinirana veličinom populacije i stope njezinog rasta te institucionalnim faktorima na razini zemlje koji određuju stopu sudjelovanja stanovništva na tržištu kapitala stvarajući određenu razinu kulture ulaganja. Stoga je važno identificirati koje su to institucionalne odrednice koje pospješuju sudjelovanje investitora na tržištu kapitala, odnosno identificirati uvjete pod kojima bi domicilno stanovništvo pokazalo spremnost za transfer jednog dijela raspoloživog dohotka u rizičnije oblike štednje kao i one uvjete koje pod kojim bi strani investitori u većoj mjeri poduzimali portfelj investicije. Temeljni preduvjet povećanja stope sudjelovanja investitora na domaćem tržištu kapitala je izgradnja efikasne institucionalne infrastrukture s ugrađenim zakonskim mehanizmima zaštite investitora i visokim zahtjevima transparentnosti poslovanja te usvajanje međunarodnih standarda financijskog izvještavanja i najboljih praksi korporativnog upravljanja u skladu s OECD-ovim smjernicama. Bosna i Hercegovina je kreirala regulatorni okvir koji, nominalno, ispunjava jedan dio navedenih institucionalnih pretpostavki razvoja tržišta kapitala, ali nedostatak legalnih sankcija za neobjavljivanje zakonom propisanih informacija o poslovanju još uvijek izostaje. Time je financijsko izvještavanje i dalje jedna od najslabijih karika tržišta kapitala u BiH. U takvoj situaciji na poduzećima je odgovornost za dobrovoljnu objavu informacija kojom bi, respektirajući prethodno analizirane faktore, mogla utjecati na bazu potencijalnih financijera njihova poslovanja. U tom svjetlu, domaća poduzeća moraju prepoznati važnost izgradnje vlastitog sustava dobrovoljnog izvještavanja koji bi omogućio pravovremenu objavu pouzdanih, relevantnih i materijalno značajnih informacija pružajući realnu osnovu za donošenje racionalnih investicijskih odluka. Kvalitetan pristup bi podrazumijevao objavljivanje menadžerskih prognoza, aktualnih i planiranih ulaganja, rezultata istraživanja i razvoja, menadžerskih kompenzacija i svega onoga što bi se moglo odraziti na dugoročnu održivost poslovanja. Pri tome poduzeća trebaju biti oprezna, jer bi se objava određenih strateških informacija mogla negativno odraziti na komparativne prednosti poduzeća. Dodatnu pažnju zahtijeva i činjenica kako su prognoze i predviđanja, kao segment dobrovoljnog izvještavanja, osjetljivo područje, gdje objava netočnih podataka može dovesti do grupnih tužbi izlažući poduzeće značajnim pravnim rizicima.

LITERATURA

1. Amir, E i B. Lev (1996.) Value-relevance of nonfinancial information. The wireless communications industry, *Journal of Accounting and Economics* 22, 3-30.
2. Ajinkya, B. i M. Gift (1984.) Corporate managers earnings forecasts and symmetrical adjustments of market expectations, *Journal of Accounting Research* 22, 425-444.
3. Barry, C.B. i S.J. Brown (1984.) Differential information and the small firm effect, *Journal of Financial Economics* 13 (2) 283-295.
4. Barry, C.B. i S.J. Brown (1985.) Differential information and security market equilibrium, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 20, 407-422.
5. Barry, C.B. i S.J. Brown (1986.) Limited information as a source of risk, *Journal of Portfolio Management* 12, 66-72.
6. Bertomeu, J. i R.P. Magee (2011.). From low-quality reporting to financial crises: politics of disclosure regulation along the economic cycle, *Journal of Accounting and Economics*, 52(2-3), 209-227.
7. Bhattacharya, U., H. Daouk i M. Welker (2003.). The world price of earnings opacity. *The Accounting Review*, 78(3), 641-678.
8. Boesso, G. i K. Kumar (2007.) Drivers of corporate voluntary disclosure - a framework and empirical evidence from Italy and the United States, *Accounting, Auditing and Accountability Journal*, 20 (2), 269-296.
9. Bootsan, C.A. (1997.) Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 (3), 323-350.
10. Bootsan, C.A. i M.A. Plumlee (2000.) A re-examination of disclosure level and expected cost of capital. Unpublished working paper, University of Utah.
11. Borgia, F. (2007.) Corporate Governance and Transparency. The role of disclosure in preventing new financial scandals and crimes. Napoli: Editoriale Scientifica.
12. Douglas W. Diamond; Robert E. Verrecchia (1991.) Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital, *The Journal of Finance*, Vol. 46, No. 4. pp. 1325-1359.
13. Einhorn, E. i A. Ziv (2012.) Biased voluntary disclosure, *Review of Accounting Studies*, 17(2), 420-442.
14. FASB - Financial Accounting Standards Board (2001.) Improving business reporting: insights into enhancing voluntary disclosure, Financial Accounting Standard Board.
15. Francis, J., Hanna. J. i D. Philbrick (1998.) Management communications with securities analysts, *Journal of Accounting and Economics* 24, 363-394.

16. Gelb, D. i P. Zarowin (2000.) Corporate disclosure policy and the informativeness of stock prices, Working Paper, New York University, New York, NY.
17. Gelos, R. G. i S. J. Wei, (2002.) "Transparency and International Investor Behavior," International Monetary Fund, Oct. 1.
18. Gilson, R.J. (2000.) „Transparency, Corporate Governance and Capital Markets”, Organisation for Economic Co-operation and Development In Co-operation with The World Bank Group The Latin American Corporate Governance Roundtable, São Paulo, Brazil.
19. Hassell, J. i R. Jennings (1986.) Relative forecast accuracy and the timing of earnings forecast announcements, *The Accounting Review* 61, 58-76.
20. Hassell, J., Jennings, R. i D. Lasser (1988.) Management earnings forecasts: their usefulness as a source of firm-specific information to security analysts, *The Journal of Financial Research* 11, 303-320.
21. Healy, P., Hutton, A., i K. Palepu (1999.) Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure, *Contemporary Accounting Research* 16, 485-520.
22. Haley, P.M. i K.G. Palepu (2001.) "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economics* 31, str. 405-440.
23. Hirst, D.E., L. Koonce i J. Miller (1999.) The joint effect of management's prior forecasts accuracy and the form of its financial forecasts on investor judgment, *Journal of Accounting Research*, 37 (Supplement), 101-124.
24. Horton, J., Serafeim, G. i I. Serafeim (2013.) "Does Mandatory IFRS Adoption Improve the Information Environment?", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30, No. 1: 388-423.
25. Kothari, S.P. (2001.) „Capital market research in accounting“, *Journal of Accounting and Economics* 31, 105–231.
26. Lang, M. i R. Lundholm (1993.) Cross-sectional determinants of analyst ratings of corporate disclosures, *Journal of Accounting Research* 31, 246-271.
27. Lang, M. i R. Lundholm (1996.) Corporate disclosure policy and analyst behavior, *The Accounting Review* 71, 467-493.
28. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny (1996.) "Law and Finance", NBER Working Paper, 5661.
29. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny. (1997.) "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance* 52 (July), str. 1131-1150.
30. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny (1998.) "Law and finance", *Journal of Political Economy* 106 (December), str. 1113-1155.
31. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., i A. Shleifer (1999.) "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance* 54 (April), str. 471-517.

32. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny (2000.a) "Agency problems and dividend policies around the world", *Journal of Finance* 55 (February), str: 1-33.
33. La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., i R. Vishny (2000.b) "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics* 58 (January), str. 3-27.
34. Lee, C.M.C. i D.T. Ng (2002.) „Corruption and International Valuation: Does Virtue Pay?“ Working Paper, Department of Applied Economics and Management, Cornell University, Ithaca, New York.
35. Leftwich, R. (1983.) "Accounting Information in Private Markets: Evidence from Private Lending Agreements."; *Accounting Review*, 58(1), pp. 23-42.
36. Leuz, C. i R. Verrecchia (2000.) The economic consequences of increased disclosure, *Journal of Accounting Research* 38.
37. Myers, S. i N. Majluf (1984.) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-222.
38. Piotroski, J. (1999.b) The impact of reported segment information on market expectations and stock prices, Working Paper, University of Chicago.
39. Pownall, G. i G. Waymire (1989.) Voluntary disclosure credibility and securities prices: evidence from management earnings forecasts, *Journal of Accounting Research* 27, 227-246.
40. Pownall, G., c. Wasley i G. Waymire (1993.) The stock price effects of alternative types of management earnings forecasts, *The Accounting Review*, 68(4), 896-912.
41. Shin, Y.C. (2013.) Voluntary disclosure and the type of product market competition: capacity vs. price, *Journal of Modern Accounting and Auditing* 9(4), 505-526.
42. Schuster P. i O Connell V. (2006.). The Trend Toward Voluntary Corporate Disclosures, *Management Accounting Quarterly*, Vol.7 No.2.
43. Verrecchia, R.E. (1986.) Managerial discretion in the choice among financial reporting alternatives, *Journal of Accounting and Economics*, 8(3), 175-195.
44. Waymire, G. (1984.) Additional evidence on the information content of management earnings forecasts, *Journal of Accounting Research* 22, 703-719.
45. Welker, M. (1995.) Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets, *Contemporary Accounting Research* 11, 801-828.
46. http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-301_en.htm

Ante Džidić, Ph.D.

Faculty of Economics, University of Mostar, Mostar, Bosnia and Herzegovina
dzidicante@hotmail.com

Zora Marijanović, Ph.D., Associate Professor

Faculty of Economics, University of Mostar, Mostar, Bosnia and Herzegovina
mazora@sve-mo.ba

VOLUNTARY REPORTING IN THE DEVELOPMENT OF THE CAPITAL MARKET

Review

Abstract

Demand for the financial reporting and publication of business information, mandatory or voluntary, comes from information asymmetry and agents' problems between management and stakeholder of the company. Therefore, it is necessary to create free approach to the information to all market participants due to the efficient functioning of the capital market. That free approach is made by different sources that enable investors to analyse and evaluate company or securities value. On that way are made conditions where stock prices reflect all available information, investors confidence is gained and market credibility is made and investing culture is developed. Respecting all terms of rapid technological development and increasingly competitive business environment for the evaluation of certain company prosperity it is not just enough analysis of its financial reports but also qualitative prognosis based on main strategic business information in the form of voluntary reporting. In this work are analysed reasons of growing importance of voluntary reporting about key resources of company value and summed its potential effects at the capital market. Situation on the capital market in Bosnia and Herzegovina is then analysed, main institutional disadvantages that threaten its development are identified and possibilities and potential benefits of adoption of good business practices regarding voluntary reporting on developed capital markets are emphasized.

Keywords: *voluntary reporting, capital market, development, transparency*

JEL: M40