

# DOBROVOLJNO FINACIJSKO IZVJEŠĆIVANJE NA INTERNETU: ANALIZA PRAKSE HRVATSKIH I SLOVENSКИH DIONIČKIH DRUŠTAVA KOJA KOTIRAJU NA BURZAMA

dr. sc. Ivica Pervan\*  
Ekonomski fakultet, Split

Izvorni znanstveni članak\*\*  
UDK 657.3:004.738.5  
JEL G32

### Sažetak

*Istraživanje financijskog izvješćivanja na Internetu provedeno u lipnju 2005, čiji su predmet bila hrvatska i slovenska dionička društva koja kotiraju na burzama, ima dva osnovna aspekta, komparativni i eksplanatorni. Komparativni aspekt istraživanja pokazao je da slovenska dionička društva imaju statistički značajno višu razinu financijskog izvješćivanja (mjereno IFI-ocjenom). Naime, prosječna IFI-ocjena za 55 dioničkih društava iz Hrvatske iznosila je samo 6,85, dok je prosječna IFI-ocjena za 30 dioničkih društava iz Slovenije iznosila 17,63. Drugi aspekt istraživanja je eksplanatorni, za koji su se na razini svake države i uzorka nastojale pronaći varijable koje značajno utječu na IFI-ocjenu. Za hrvatski se uzorak pokazalo da je IFI-ocjena statistički značajno i pozitivno povezana s veličinom, profitabilnošću, brojem dioničara i prometom dionica na burzama. Nadalje, regresijska je analiza pokazala da većinsko strano vlasništvo pozitivno utječe na IFI-ocjenu. Statistički značajna, ali negativna veza utvrđena je za dva sektora, turizam i brodski transport. Za slovenski uzorak od 30 dioničkih društava veličina, profitabilnost i broj dioničara nisu bile značajne varijable. Međutim, službena kotacija, udio tržišne kapitalizacije te omjer tržišne i knjigovodstvene cijene dionice statistički su značajno i pozitivno povezane s IFI-ocjenom. Samo je jedan sektor – transport, bio značajno, ali negativno povezan s IFI-ocjenom.*

*Ključne riječi: financijsko izvješćivanje, dionička društva, Internet, Hrvatska, Slovenija*

---

\* Autor zahvaljuje anonimnim recenzentima na korisnim prijedlozima.

\*\* Primitljeno (Received): 24.10.2005.  
Prihvaćeno (Accepted): 14.1.2006.

## **1. Uvod**

U modernom gospodarskom okruženju cilj financijskog izvješćivanja jest sastavljanje korisnih informacija za ulagače koje trebaju olakšati odluke vezane za investiranje i kreditiranje. S brzim razvojem i sve širom uporabom Interneta dionička društva dobivaju vrlo efikasno komunikacijsko oruđe za prezentiranje korisnih informacija ulagačima i kreditorima. Naime, Internet omogućuje relativno jeftino i vrlo brzo prezentiranje korisnih informacija u različitim formatima milijunima ljudi koji se svakodnevno koriste Internetom. Zbog takvih obilježja danas je financijsko izvješćivanje na Internetu uobičajena praksa dioničkih društava razvijenih zemalja. Danas čak i Komisija EU sugerira dioničkim društvima iz zemalja članica da se koriste elektroničkim medijima za pružanje korisnih informacija ulagačima (Marston i Polei, 2004). Zbog aktualnosti problematike i očekivanog rasta hrvatskog tržišta kapitala u idućim godinama kao osnovni cilj ovog istraživanja postavljeno je mjerenje razine financijskog izvješćivanja na Internetu za dionička društva koja kotiraju na burzama u Hrvatskoj. Radi boljeg uvida u dosegnutu razinu financijskog izvješćivanja na Internetu putem istraživanja napravljena je usporedba sa slovenskim dioničkim društvima. Osim toga, na razini odvojenih uzoraka iz Hrvatske i Slovenije istraživanje je usmjereno na otkrivanje varijabli koje značajno utječu na razinu dobrovoljnoga financijskog izvješćivanja na Internetu.

## **2. Prethodna istraživanja o dobrovoljnom financijskom izvješćivanju na Internetu**

### **2.1. Deskriptivna istraživanja**

Deskriptivna istraživanja o korištenju Internetom za financijsko izvješćivanje ponajprije su usmjerena na opća obilježja uporabe Interneta za financijsko izvješćivanje. Deskriptivna istraživanja obično daju podatke o postotku dioničkih društava koja se koriste financijskim izvješćivanjem na Internetu, o vrsti objavljenih financijskih izvješća (bilanca, račun dobiti i gubitka...), učestalosti objave izvješća (godišnje, polugodišnje...) i formatima objavljenih izvješća (PDF, Excel...). Valja imati na umu da su polazna istraživanja te problematike provedena prije šest ili sedam godina te stoga nisu odraz današnje razine uporabe Interneta za financijsko izvješćivanje. Kao primjer rane studije može se navesti istraživanje za Irsku iz 1998. godine, koje pokazuje da je 37% irskih dioničkih društava s burze objavljivalo svoja financijska izvješća na Internetu (Brennan i Hourigan, 1998). Rano istraživanje u Švedskoj napravio je Hedlin (1999). On je utvrdio da se 1999. velika većina švedskih dioničkih društava koja su kotirala na burzi u Stockholmu koristila financijskim izvješćivanjem na Internetu. Ovisno o segmentu tržišta, taj se postotak kretao između 75 i 95%. Međutim, utvrđeno je da se dionička društva iz uzorka nisu koristila svim prednostima koje nudi Internet, posebice ne ovim mogućnostima: kontinuiranim ažuriranjem podataka, povezivanjem dokumenata te formatom podataka prikladnim za izračune (Excel ili Ascii).

Slično istraživanje iz iste godine provedeno je i za španjolska dionička društva koja su kotirala na burzi u Madridu, gdje je utvrđeno da je samo 19% dioničkih društava iz uzorka objavljivalo opsežne financijske informacije na Internetu (Gowthorpe i Amat, 1999). Istra-

živanje u 2001. za 100 najvećih dioničkih društava iz SAD-a (Fortune 100) pokazuje da je 93% dioničkih društava imalo web stranicu. Bilancu je objavljivalo 74%, a račun dobiti i gubitka 70% dioničkih društava iz uzorka. Nadalje, utvrđeno je da je revizorsko izvješće objavljivalo 65% društava, bilješke 63%, a analizu poslovanja od strane uprave 61% dioničkih društava (Hurtt, Kreuze i Langsam, 2001). Američki autori Ettridge, Richardson i Scholz (2001) također su proveli istraživanje na uzorku od 490 dioničkih društava iz SAD-a te su utvrdili da su na Internetu najčešće objavljivana tromjesečna (54%) i godišnja financijska izvješća (45%). Istraživanje provedeno 2004. godine na uzorku od 38 dioničkih društava iz Hrvatske pokazalo je da je samo 39,4% dioničkih društava dobrovoljno objavljivalo skup od pet godišnjih financijskih izvješća, dok ih je još 13,1% objavljivalo samo neka godišnja izvješća. Izvješće revizora pronađeno je za 42,1% dioničkih društava, dok je tromjesečno i polugodišnje izvješća objavljivalo samo 10,5% dioničkih društava. Najčešće korišten format objavljenih izvješća bio je PDF (36,8%), dok se format prikladan za izračune (excel) koristio kod samo 5,2% dioničkih društava (Pervan, 2005).

## **2.2. Komparativna istraživanja**

Drugi tip studije komparativnog je tipa i različiti se aspekti financijskog izvješćivanja na Internetu analiziraju za dionička društva iz dvije ili više zemalja. Kao primjer takve studije može se navesti istraživanje o primjeni financijskog izvješćivanja na Internetu za američka, britanska i njemačka dionička društva (Deller, Strubenrath i Webber, 1999). Istraživanje je otkrilo da se financijskim izvješćivanjem na Internetu koristilo 91% američkih, 72% britanskih i 71% njemačkih dioničkih društava. Nadalje, utvrđeno je da se format podataka prikladan za izračune dosta rijetko koristio (7-13% dioničkih društava iz uzorka) u sve tri zemlje obuhvaćene komparativnom analizom.

Komparativno istraživanje za dionička društva iz pet zemalja u 2001. i 2002. (SAD, Kanada, Velika Britanija, Australija i Hong Kong) proveli su Allam i Lymer (2005). Istraživanje je pokazalo da je većina (96-100%) dioničkih društava objavljivala bilancu, račun dobiti i gubitka te izvješće o novčanim tijekovima. PDF format je bio najčešći format za prezentaciju izvješća dioničkih društava iz svih pet zemalja. Formati prikladni za izračune (Exel i Lotus 123) prilično su rijetko korišteni jer su pronađeni u samo 12% opservacija, i to samo u SAD-u i Velikoj Britaniji.

Autori Geerings, Bollen i Hassink (2003) proveli su istraživanje za 50 najvećih dioničkih društava iz Francuske, Nizozemske i Belgije koja kotiraju na burzi Euronext. Istraživanje je pokazalo da su se dionička društva iz Francuske i Nizozemske intenzivnije koristila Internetom za financijsko izvješćivanje nego dionička društva iz Belgije. Temeljna financijska izvješća vrlo su često objavljivala dionička društva iz sve tri zemlje, dok su neke prednosti izvješćivanja na Internetu (format prikladan za izračune, mailing liste i multimedija) rjeđe primjenjivala dionička društva iz Belgije.

## **2.3. Eksplanatorna istraživanja**

Treći tip studije nastojao je otkriti činitelje koji utječu na odluke dioničkog društva o razini izvješćivanja financijskih podataka na Internetu. Kao primjer takve studije može se navesti istraživanje što su ga napravili Pirchegger i Wagenhofer (1999) za austrijska i

njemačka dionička društva koja kotiraju na burzama. Autori su oblikovali skup kriterija (financijskih i nefinancijskih informacija) za ocjenu kvalitete internetske stranice sa skalom od 0 do 100. Nakon što su izračunane ocjene kvalitete internetske stranice za svako dioničko društvo, dobivene su ocjene uvrštene u regresijsku analizu kao zavisna varijabla. Kao nezavisne varijable korištene su veličina dioničkog društva i postotak dionica kojima se slobodno trguje na burzi. Za 32 austrijska dionička društva koja su kotirala na burzi u Beču utvrđena je statistički značajna i pozitivna veza između kvalitete internetske stranice te veličine i postotka dionica kojima se slobodno trguje. Jednako je tako za uzorak njemačkih dioničkih društava koja su kotirala na burzi (DAX 30-30 najvećih njemačkih dioničkih društava prema tržišnoj kapitalizaciji) potvrđena pozitivna veza između kvalitete internetske stranice i veličine dioničkog društva. Međutim, utvrđena je negativna veza između kvalitete internetske stranice i postotka dionica kojima se slobodno trguje na burzi.

Slično istraživanje za britanska dionička društva koja su kotirala na burzi (FTSE 100-100 najvećih britanskih dioničkih društava prema tržišnoj kapitalizaciji) napravili su Craven i Marston (1999). Istraživanjem je utvrđena pozitivna veza između veličine dioničkog društva i financijskog izvješćivanja na Internetu. Hi-kvadrat testom nije utvrđena značajna veza izvješćivanja na Internetu ni s jednom industrijom. Veza između financijskog izvješćivanja na Internetu te profitabilnosti i veličine dioničkih društava iz SAD-a istraživali su Ashbaugh, Johnstone i Warfield (1999). Istraživanje je obuhvatilo 290 dioničkih društava, dok je varijabla izvješćivanje na Internetu bila binarna (0 ili 1). Nezavisne varijable u logit-regresijskom modelu bile su veličina (imovina), profitabilnost (ROA), AIMR ocjena financijskog izvješćivanja i postotak dionica u vlasništvu institucionalnih ulagača. Ocijenjeni je model rezultirao zaključkom da je samo varijabla veličine bila statistički značajno povezana s izvješćivanjem na Internetu.

Ettredge, Richardson i Scholz (2002) proveli su istraživanje za dionička društva iz SAD-a na način da su varijablu izvješćivanja na Internetu formirali kao zbroj obveznog i dobrovoljnog izvješćivanja. Regresija u kojoj je kao zavisna varijabla korišteno ukupno izvješćivanje na Internetu rezultirala je zaključkom da je ukupno izvješćivanje bilo statistički pozitivno povezano s potrebom za kapitalom, veličinom dioničkog društva i kvalitetom izvješćivanja. Ukupno izvješćivanje bilo je negativno povezano s korelacijom između povrata i dobiti sugerirajući da dionička društva s nižom informacijskom asimetrijom daju manje informacija na Internetu. Regresijski model s obveznim izvješćivanjem kao zavisnom varijablom pokazao je da je obvezno izvješćivanje bilo statistički značajno i pozitivno povezano s veličinom i korelacijom povrat – dobit. U trećem modelu dobrovoljno je izvješćivanje bilo statistički pozitivno povezano s potrebom za kapitalom, veličinom, informacijskom asimetrijom i kvalitetom izvješćivanja.

Istraživanje koje je pokrivalo 660 dioničkih društava iz 22 zemlje proveli su Debreceňy, Gray i Rahman (2002). Zavisna varijabla internetskog izvješćivanja imala je dvije dimenzije, nazvane *sadržaj* i *prezentacija*. Regresijski model rezultirao je zaključkom da je sadržaj internetskog izvješćivanja bio značajno i pozitivno povezan s veličinom, kotiranjem na stranoj burzi, kotiranjem u SAD-u, tehnološkim znanjima i nacionalnom važnošću financijskog izvješćivanja. Financijsko izvješćivanje u dimenziji prezentacije bilo je značajno i pozitivno povezano s veličinom, kotiranjem u SAD-u,

omjerom tržišna/knjigovodstvena vrijednost dionice i nacionalnom važnošću financijskog izvješćivanja.

Istraživanje za 100 najvećih japanskih kompanija pokazalo je da postojanje web stranice ovisi o veličini dioničkog društva, dok je to bilo manje očito za razinu financijskog izvješćivanja na Internetu (Marston, 2003). Varijabla profitabilnost nije bila statistički značajno povezana s postojanjem web stranice niti s razinom financijskog izvješćivanja. Hi-kvadrat test otkrio je da financijsko izvješćivanje na Internetu nije ovisilo o pojedinoj industriji ili kotiranju dionica na burzama u SAD-u. Istraživanje za 50 najvećih njemačkih dioničkih društava za 2000. i 2003. godinu proveli su Marston i Polei (2004). U istraživanju je primijenjen opsežan skup kriterija za ocjenu razine financijskog izvješćivanja na Internetu. Istraživanje za 2000. i 2003. pokazuje da je ukupna ocjena kvalitete internetske stranice bila pozitivno povezana s kotiranjem dionica na stranim burzama. Nakon transformacije podataka varijabla postotka dionica kojima se slobodno trguje također je bila pozitivno povezana s razinom financijskog izvješćivanja za obje godine obuhvaćene analizom.

Usporedbom dosadašnjih istraživanja može se uočiti da ne postoji univerzalni koncept što sve treba obuhvaćati izvješćivanje na Internetu. Međutim, većina autora koja formira skupne ocjene za mjerenje razine internetskog izvješćivanja kao obvezne elemente uključuju godišnja financijska izvješća, izvješća iz prethodnih godina, revizorska izvješća i izvješće o segmentima poslovanja. Nadalje, vrlo se često pojavljuju objave za javnost, najnovije cijene dionica i dostupnost web stranica na engleskome. Pojedina istraživanja stavljaju naglasak i na tehničke aspekte internetskog izvješćivanja kao što su prezentacijski formati, videozapisi i zvučni zapisi važnih sastanaka, mailing liste, interni pretraživači i on-line naručivanje informacija. Različite sastavnice ocjene internetskog izvješćivanja ne moraju imati jednaku važnost te su pojedini autori u istraživanje uključili i definiranje važnosti sastavnica ocjene internetskog izvješćivanja. Pirchegger i Wagenhofer (1999), na primjer, ističu da su sadržaj i ažuriranost web stranice, prema mišljenju korisnika, važniji elementi ocjene nego tehnologija i potpora korisnicima.

### **3. Opće poslovno okruženje u Hrvatskoj i Sloveniji**

Usporedba razine financijskog izvješćivanja na Internetu između više zemalja zasađa nema razrađen teorijski okvir te je stoga problematično objašnjavati razlike utvrđene empirijskim istraživanjem. Zbog nepostojanja razrađenoga teorijskog okvira problem dobrovoljnoga financijskog izvješćivanja na Internetu treba promatrati u širem gospodarskom okruženju. Naime, dobrovoljno financijsko izvješćivanje ovisi o ponudi i potražnji korisnih financijskih informacija. Stoga se može pretpostaviti da viša razina BDP-a po stanovniku i veća uloga institucionalnih ulagača stvara veću potražnju dionica i financijskih informacija. Na strani ponude financijskih informacija, tj. dioničkih društava, viša razina korporativnog upravljanja trebala bi rezultirati boljom transparentnošću i višom razinom financijskog izvješćivanja. Budući da je ovo istraživanje usmjereno na financijsko izvješćivanje na Internetu, i postotak internetskih korisnika također može biti značajan čimbenik. Radi kvalitetnije usporedbe hrvatskoga i slovenskog uzorka sa stajališta financijskog izvješćivanja na Internetu, korisno je promotriti opće poslovno okruže-

nje obiju zemalja na temelju osnovnih makroekonomskih pokazatelja, ulogu institucionalnih ulagača, razvijenost tržišta kapitala, kvalitetu korporativnog upravljanja i postotak korisnika Interneta.

### **3.1. Glavni makroekonomski pokazatelji**

Slovenija u usporedbi s Hrvatskom nedvojbeno ima razvijenije gospodarstvo, što potvrđuju makroekonomski pokazatelji. To se posebice reflektira preko BDP-a po stanovniku, koji je u Sloveniji dvostruko veći nego u Hrvatskoj. Preciznije, BDP po stanovniku u Sloveniji je 2003. bio 115,3% veći, a 2004. bio je veći za 110,5% nego u Hrvatskoj. U odnosu prema prosjeku BDP-a po stanovniku za 25 zemalja EU Slovenija je 2004. bila na razini od 78%, dok je Hrvatska bila na razini od 46%.

*Tablica 1. Usporedba izabranih makroekonomskih pokazatelja za Hrvatsku i Sloveniju*

	2003.		2004.	
	Hrvatska	Slovenija	Hrvatska	Slovenija
BDP po stanovniku (USD)	6.482	13.955	7.678	16.164
Realni rast BDP-a (%)	4,3	2,5	3,8	4,6
Stopa nezaposlenosti (%)	19,5	11,2	17,9	10,6
Trgovinska bilanca (mlrd. USD)	-7,9	-0,6	-8,3	-1,1
Javni dug/BDP (%)	53,2	26,7	54,0	26,4

*Izvor: <http://www.dbresearch.de/servlet/reweb2.ReWEB?rwkey=u1562409&%24rwframe=0>*

Kao što se iz tablice vidi, Hrvatska je lošija od Slovenije po svih pet izabranih pokazatelja, osim po realnoj stopi rasta BDP-a u 2003. Primjerice, nezaposlenost je 2003. i 2004. u Hrvatskoj iznosila 19,5 i 17,9%, dok je nezaposlenost u Sloveniji bila 11,2 i 10,6%. Posebice loše podatke pokazuje trgovinska bilanca, koja je u Hrvatskoj 2004. bila u deficitu od 8,3 mlrd. USD, dok je slovenski deficit trgovinske bilance iznosio 1,1 mlrd. USD. Hrvatska je također oko 50% zaduženija nego Slovenija, mjereno omjerom javnog duga i BDP-a. Prethodno navedeni makroekonomski pokazatelji govore da je slovensko gospodarstvo razvijenije od hrvatskoga, koje danas zahtijeva brojne reforme s ciljem poticanja bržeg rasta BDP-a, veće zaposlenosti, bolje pokrivenosti uvoza izvozom i obuzdavanja rasta javnog duga.

### **3.2. Financijski sustav**

Financijski sustavi Hrvatske i Slovenije imaju jednu važnu sličnost, a to je dominacija banaka nad institucionalnim ulagačima. Naime, prema dostupnim podacima za 2004. godinu proizlazi da su banke u Hrvatskoj sudjelovale s 89,1% (tablica 2), a banke u Sloveniji s 82,7% imovine financijskih institucija (Bank of Slovenia, 2005). Iz godišnjeg izvješća slovenske središnje banke za 2004. godinu proizlazi da su osiguravajuća društva imala udjel od 8,1%, privatizacijski fondovi 4,2%, otvoreni investicijski fondovi 3,1% te mirovinski fondovi 1,9% imovine financijskih institucija.

Tablica 2. *Struktura imovine financijskih institucija u Hrvatskoj (2004)*

	Udjel u ukupnoj imovini (%)
Banke i štedionice	89,1
Osiguravajuća društva	5,5
Otvoreni investicijski fondovi	1,7
Zatvoreni investicijski fondovi	0,4
Obvezni mirovinski fondovi	3,0
Dobrovoljni mirovinski fondovi	0,04

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), [www.hagena.hr](http://www.hagena.hr), [www.crosec.hr](http://www.crosec.hr) i [www.dinados.hr](http://www.dinados.hr).

Iz prikupljenih podataka za 2004. proizlazi da su institucionalni ulagači u Hrvatskoj imali udjel u imovini financijskih institucija od 5,14%, a u Sloveniji od 9,2%. Iz toga se može zaključiti da su institucionalni ulagači imali značajniju ulogu u Sloveniji nego u Hrvatskoj jer je njihov udjel u imovini financijskih institucija bio za 79% veći nego u Hrvatskoj. Značajnija uloga institucionalnih ulagača u Sloveniji ponajprije proizlazi iz udjela privatizacijskih fondova (4,2%).

Dominacija banaka nad institucionalnim ulagačima u budućnosti bi trebala biti manja, i to posebice zbog mirovinske reforme i uloge obveznih mirovinskih fondova. U ukupnoj strukturi imovine hrvatskih financijskih institucija krajem 2004. obvezni su mirovinski fondovi držali 3,0% ukupne imovine, dok su 2002. držali 1,1% ukupne imovine. Na kraju 2004. u Hrvatskoj su obvezni mirovinski fondovi akumulirali 9,4 mlrd. kn neto-imovine, što je oko 23% BDP-a za tu godinu.

Međutim, struktura imovine obveznih mirovinskih fondova pokazuje da se najveći dio imovine odnosi na državne obveznice (76%), dok se 6,45% odnosi na domaće korporativne obveznice, a 3,45% na domaće dionice (HAGENA, 2005). Iako se udjel državnih obveznica u ukupnoj imovini smanjuje, ulaganje u domaće dionice ograničeno je jer je zakonski regulirano da obvezni mirovinski fondovi mogu ulagati samo u one dionice koje kotiraju na službenom tržištu. Prema mišljenju ravnatelja HAGENA-e, problem za liberalnije ulaganje u dionice javnih dioničkih društva jest to što se u toj kotaciji nalaze dosta različita dionička društva sa stajališta očekivanih poslovnih rezultata, kao i niska transparentnost (Gregorović, 2003).

### 3.3. *Tržišta kapitala*

Budući da su sva prethodno navedena istraživanja o financijskom izvješćivanju na Internetu bila utemeljena na dioničkim društvima koja kotiraju na burzama, isto je načelo primijenjeno pri definiranju osnovnog skupa za istraživanje u Hrvatskoj i Sloveniji. Prema takvom pristupu, istraživanje obuhvaća samo ona hrvatska dionička društva koja svoje dionice listaju na Zagrebačkoj ili Varaždinskoj burzi.<sup>1</sup> Zagrebačka burza je u lipnju 2005. imala tri segmenta na tržištu dionica: prvu kotaciju (4 dionička društva), kotaciju

<sup>1</sup> Internet adrese: [www.zse.hr](http://www.zse.hr) i [www.vse.hr](http://www.vse.hr).



javnih dioničkih društava (oko 133 dionička društva) i slobodno tržište. Varaždinska burza imala je ova tri segmenta na tržištu dionica: 1 dioničko društvo u prvoj kotaciji, oko 125 dioničkih društava u kotaciji javnih dioničkih društava i slobodno tržište.

U Sloveniji postoji Ljubljanska burza, koja je utemeljena 1989. te su u lipnju 2005. postojale dvije kotacije.<sup>2</sup> U službenoj kotaciji nalazilo se 28 dioničkih društava, dok se na slobodnom tržištu trgovalo dionicama stotinjak dioničkih društava. U usporedbi s razvijenim zemljama tržišnoga gospodarstva, tržišta kapitala u Hrvatskoj i Sloveniji još su uvijek prilično nerazvijena. Međutim, u usporedbi s izabranim tranzicijskim zemljama iz srednje i istočne Europe, Hrvatska i Slovenija nalaze se u dobroj poziciji. Kao jedna od uobičajeno korištenih mjera razvijenosti tržišta kapitala može se navesti omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a. Podatke o razvijenosti tržišta kapitala prema tom pokazatelju za osam izabranih tranzicijskih zemalja prikazuje tablica 3.

*Tablica 3. Omjer tržišne kapitalizacije i BDP-a u izabranim tranzicijskim zemljama*

	Tržišna kapitalizacija/BDP (%) (podaci za 2002.)
Bugarska	4,23
Češka	21,18
Hrvatska	16,47
Mađarska	17,45
Poljska	14,55
Rumunjska	10,67
Slovačka	7,40
Slovenija	20,21

*Izvor: Deloitte Touche Tohmatsu Emerging Markets (2003:29)*

Na temelju podataka iz tablice 3. vidi se da je u uzorku od osam izabranih tranzicijskih zemalja Slovenija po razvijenosti tržišta kapitala 2002. godine bila na drugome mjestu, iza Češke. Hrvatska se, prema korištenom pokazatelju, nalazila na sredini liste, i to ispred Rumunjske i Bugarske, koje su, kao i Hrvatska, u procesu pridruživanja EU. Iz tih podataka proizlazi da je slovensko tržište kapitala bilo razvijenije nego hrvatsko, što je u skladu i sa značajnijom ulogom koju su institucionalni ulagači imali u Sloveniji. Podaci Svjetske banke pokazuju da je udjel tržišne kapitalizacije u BDP-u 2003. godine u Sloveniji narastao na 25% (World Bank, 2004b). Prema godišnjim podacima s burzi (Zagrebačke, Varaždinske i Ljubljanske) proizlazi da je udjel tržišne kapitalizacije u BDP-u na kraju 2004. za Hrvatsku i Sloveniju bio na razini od oko 30%. Takvi su podaci bolji od predviđanja stručnjaka Svjetske banke, koji su 2000. primjenom modela višestruke regresije u *best case* scenariju prognozirali da bi tržišna kapitalizacija 2004. u Hrvatskoj trebala biti 25%, a u Sloveniji 24% BDP-a (Claessens i sur., 2000).

---

<sup>2</sup> Internet adresa: [www.ljse.si](http://www.ljse.si).



Podaci o tržišnoj kapitalizaciji govore da se hrvatsko i slovensko tržište kapitala razvija bolje od očekivanja. Rast tržišta kapitala uzrokovan je brojnim činiteljima, ali i jačanje uloge institucionalnih ulagača zasigurno pridonosi uočenom trendu. U Hrvatskoj je rast tržišta kapitala potaknut i ulaskom stranih, uglavnom skandinavskih institucionalnih ulagača (TO-ONE, 2005). Značajnost uloge institucionalnih ulagača potvrđena je i studijom Svjetske banke za 26 tranzicijskih zemalja, kojom je utvrđena statistički značajna i pozitivna veza između tržišne kapitalizacije i postotka imovine institucionalnih ulagača u BDP-u. Ostale statistički značajne varijable bile su stopa inflacije, zaštita dioničara i udaljenost od Beča (Claessens i sur., 2000).

### **3.4. Korporativno upravljanje**

Korporativno upravljanje vrlo je bitan stup za daljnji razvoj tržišta kapitala u tranzicijskim zemljama (OECD, 2003). To područje, prema dostupnoj literaturi nije značajnije znanstveno analizirano u Hrvatskoj i Sloveniji te ne postoje čvrsti dokazi o dosegnutoj razini korporativnog upravljanja. Značajan element korporativnog upravljanja jest ravnopravnost i zaštita dioničara, koji studija Svjetske banke ističe kao pozitivnu i statistički značajnu varijablu u objašnjavanju tržišne kapitalizacije tranzicijskih zemalja (Claessens i sur., 2000). Metodologija OECD-a u analizi dosegnute razine zaštite dioničarskih prava u razmatranje uzima ove elemente (OECD, 2003):

- slobodnu i nezavisnu registraciju dionica
- slobodni transfer dionica
- pravodobno dobivanje relevantnih informacija o poslovanju dioničkog društva
- sudjelovanje i glasovanje na skupštini dioničara
- izbor nadzornog odbora
- sudjelovanje u raspodjeli profita dioničkog društva.

*Tablica 4. Zaštita dioničarskih prava u izabranim tranzicijskim zemljama*

	Ocjena zaštite dioničarskih prava (2000)	Indeks zaštite dioničarskih prava (2005)
Bugarska	4,0	5,3
Češka	3,0	5,0
Hrvatska	2,0	3,0
Mađarska	3,0	4,7
Poljska	3,0	6,3
Rumunjska	3,0	5,7
Slovačka	2,0	4,0
Slovenija	3,0	5,7
Prosjek	2,8	4,9
Maksimum	6,0	10,0

*Izvori: Claessens i sur. (2000:9), [www.doingbusiness.org](http://www.doingbusiness.org).*

Prema dostupnim podacima iz dvije odvojene studije iz 2000. i 2005. proizlazi da je zaštita dioničara u Sloveniji bolja nego u Hrvatskoj. Ocjena zaštite dioničarskih prava jest skupna ocjena bazirana na devet elemenata. Maksimalna vrijednost ocjene zaštite dioničarskih prava iznosi 6, dok se detaljniji uvid u metodologiju izračuna može naći u Classens i sur. (2000:8-9). Prema toj ocjeni, prikazanoj u tablici 4, proizlazi da je Hrvatska bila na dnu liste od osam izabranih tranzicijskih zemalja. Prema podacima za 2000, Hrvatska je imala ocjenu 2, Slovenija 3, a prosjek za izabrane tranzicijske zemlje bio je 2,8.

Podaci iz 2005. o indeksu zaštite dioničarskih prava ponovo pokazuju da je Slovenija bolja od Hrvatske. Prema takvoj metodologiji za ocjenu zaštite dioničarskih prava, Slovenija je na drugome mjestu od osam izabranih tranzicijskih zemalja, s ocjenom 5,7, iza Poljske, koja je imala najvišu ocjenu, 6,3. Osim toga, Hrvatska je i po toj metodologiji na začelju, te se s ocjenom 3 nalazi na zadnjemu mjestu od osam izabranih tranzicijskih zemalja. Prema dostupnim podacima, mali je broj dioničkih društava u Hrvatskoj do lipnja 2005. usvojio pravila korporativnog upravljanja koja bi detaljnije regulirala ponašanje uprave naspram dioničara. Takva je praksa posebice čudna zato što je izmjenama Zakona o trgovačkim društvima (čl. 272.a) iz 2003. definirano sljedeće: *Uprava i nadzorni odbor društava čije dionice kotiraju na burzi dužne su svake godine dati izjavu o tome da su postupale u skladu s preporukama objavljenim u Kodeksu korporacijskog upravljanja i da će i dalje po njima postupati te navesti po kojoj od njih nisu postupale ili neće postupati* (NN 118/03).

Transparentnost poslovanja i financijsko izvješćivanje također su bitan element korporativnog upravljanja za dionička društva koja kotiraju na burzama. Stručnjaci Svjetske banke u svojoj studiji iz 2001. ističu da je Hrvatska bila lider u primjeni standarda IASB-a, ali u studiji se naglašava da "slaba revizija" narušava kvalitetu financijskog izvješćivanja (World Bank, 2001).<sup>3</sup> U studiji se navodi da hrvatska dionička društva ne moraju objavljivati cjelovito godišnje izvješće s detaljnom analizom uprave, već samo godišnja financijska izvješća. Jasno je da bez cjelovitoga godišnjeg izvješća, odnosno uz samo one podatke koje zahtijeva i objavljuje Komisija za vrijednosne papire dioničari ostaju uskraćeni za brojne korisne informacije, koje inače zahtijevaju standardi IASB-a.<sup>4</sup> Naime, bez cjelovitoga godišnjeg izvješća hrvatski dioničari obično ostaju uskraćeni za ove korisne informacije:

- podatke o segmentima poslovanja (Međunarodni računovodstveni standard-MRS 14)
- računovodstvene politike (MRS 1)
- bilješke uz financijska izvješća (MRS 1)
- analize proteklog poslovanja od strane uprave
- analize očekivanih poslovnih rizika, konkurencije...

---

<sup>3</sup> International Accounting Standards Board (IASB) operativno je tijelo za donošenje standarda International Accounting Standards Committee Foundation (IASCF), neprofitne organizacije osnovane 1973, a preustrojene 2001. Cilj IASCF-a je izrada visokokvalitetnih računovodstvenih standarda, njihovo promoviranje i nadzor načina primjene.

<sup>4</sup> Internet adresa: [www.crosec.hr](http://www.crosec.hr)

Ulazak stranih institucionalnih ulagača nedvojbeno je imao pozitivan učinak na rast tržišta kapitala u Hrvatskoj, ali bez veće transparentnosti poslovanja neće biti mnogo investitora koji će kupovati dionice s visokim omjerom tržišne i knjigovodstvene vrijednosti (TO-ONE, 2005). Radi ocjene razine korporativnog upravljanja, brokerska kuća TO-ONE provela je istraživanja na uzorku od 15 najvećih dioničkih društava u Hrvatskoj. Za ocjenu razine korporativnog upravljanja korišteno je ovih šest kriterija:

- pravodobna objava poslovnih, financijskih izvješća i relevantnih informacija
- kvaliteta izvješća i komunikacija s investitorima
- komuniciranje poslovnih planova i očekivanja
- komuniciranje plana uporabe dobiti
- transparentnost vlasničke strukture
- ravnopravnost dioničara i sukob interesa.

Svaki su kriterij skalom od 1 do 4 ocjenjivali predstavnici brokerskih kuća i društva za upravljanje otvorenim i mirovinskim fondovima. Prosječna ocjena za 15 dioničkih društava bila je prilično niska te je iznosila 2,29, što pokazuje da postoje brojne mogućnosti za poboljšanje korporativnog upravljanja u Hrvatskoj. Istraživanje Ekonomskog instituta iz Zagreba, odvjetničkog ureda Veršić-Marušić i trgovačkog društva Socius za razdoblje 2001-2003. pokazalo je da čak 25% dioničkih društava nije redovito dostavljalo svoja financijska izvješća Komisiji za vrijednosne papire. Iako 70% dioničkih društava ima web stranicu, vrlo se malo njih koristi njome za informiranje dioničara. U istraživanju se ističe problem nejednakog tretmana dioničara, netransparentnosti kompenzacija uprave i potreba za širim ovlastima nadzornog odbora (Slobodna Dalmacija, 2005).

Istraživanje korporativnog upravljanja u Sloveniji je provela Svjetska banka i zaključila je da su dioničarska prava zakonski i u praksi dobro zaštićena (World Bank, 2004b). U studiji se ističe da slovenska dionička društva moraju prezentirati godišnje i polugodišnje poslovno izvješće u javnost. Pritom se uočava razlika u odnosu prema Hrvatskoj, gdje nije obveza objaviti cjelovito godišnje izvješće već samo temeljna financijska izvješća. Dakle, može se zaključiti da su slovenska dionička društva zbog zakonske regulative naviknuta na objavljivanje širokog spleta korisnih informacija u javnost u sklopu godišnjeg izvješća o poslovanju. Studija, nadalje, ističe da je 1996. utemeljena udruga članova nadzornih odbora, koja od 2000. organizira programe edukacije za članove nadzornih odbora. Nakon obuke članovi nadzornih odbora polažu ispit za dobivanje certifikata. Prema podacima iz studije iz 2004. proizlazi da je do tada 145 članova nadzornih odbora steklo takav certifikat. Aktivnu ulogu nadzornih odbora u Sloveniji potvrđuje i praksa brojnih dioničkih društava koja u godišnjem izvješću obvezno prezentiraju i izvješće nadzornog odbora.

### **3.5. Korištenje Internetom**

Budući da se u ovom istraživanju obrađuje financijsko izvješćivanje na Internetu, korisno je razmotriti i uporabu Interneta. Naime, u okruženju u kojemu se ulagači često koriste Internetom dionička društva mogu na vrlo brz i jeftin način zadovoljiti informacijske potrebe ulagača izvješćivanjem na Internetu. Međutim, ako se ulagači ne koriste Interne-

tom previše učestalo, poticaji za internetsko izvješćivanje zasigurno su manji. Prema dostupnim podacima, u Hrvatskoj je krajem 2003. bilo oko 650.000 korisnika Interneta, što čini oko 18% populacije. Nasuprot tome, u Sloveniji se krajem iste godine oko 37% populacije koristilo Internetom (Kos i Bažant, 2003). Noviji podaci slovenskog Zavoda za statistiku pokazuju slične odnose jer se u Sloveniji krajem 2004. godine Internetom koristilo 43% populacije.<sup>5</sup> Istraživanje trgovačkog društva GfK iz 2005. pokazuje da se broj internetskih korisnika u Hrvatskoj popeo na 35%.<sup>6</sup> Budući da je postotak internetskih korisnika u Sloveniji veći nego u Hrvatskoj, moguće je da će i dobrovoljno izvješćivanje na Internetu biti učestalije u Sloveniji.

#### **4. Okviri financijskog izvješćivanja za dionička društva koja kotiraju na burzama u Hrvatskoj i Sloveniji**

##### ***4.1. Financijsko izvješćivanje za dionička društva koja kotiraju na burzama u Hrvatskoj***

U Hrvatskoj je 1992. godine donesen i objavljen Zakon o računovodstvu, koji je u primjeni od 1993. godine (NN 90/92). Zakonom o računovodstvu propisane su minimalne pozicije bilance i račun dobiti i gubitka, koje su bazirane na IV. direktivi EU. Hrvatska se nije odlučila za razvoj nacionalnih računovodstvenih standarda već je Zakonom o računovodstvu propisana uporaba standarda IASB-a. Standarde IASB-a u Hrvatskoj moraju primjenjivati dionička društva koja kotiraju na burzama, ali i sva ostala trgovačka društva, nakon što se oni prevedu i objave u Narodnim novinama. Osim tako uređenog okvira financijskog izvješćivanja, prema Zakonu o računovodstvu postoji i paralelni okvir financijskog izvješćivanja koji proizlazi iz zakonskih obveza hrvatskih trgovačkih društava prema raznim državnim institucijama, kao što su: Porezna uprava, Financijska agencija, Državni zavod za statistiku i Komisija za vrijednosne papire.

Samo jedan dio trgovačkih društava svoja financijska izvješća mora dostavljati i Komisiji za vrijednosne papire, koja organizira i nadgleda funkcioniranje tržišta kapitala u Hrvatskoj. Ako trgovačko društvo izdaje dionice, ono je obvezno izraditi javnu ponudu (prospekt) u kojoj će Komisiji predložiti temeljna i konsolidirana financijska izvješća za posljednje tri godine, zajedno s posljednjim tromjesečjem tekuće godine (NN 84/02). Ta pravila vrijede za uvrštenje u prvu kotaciju i kotaciju javnih dioničkih društava na burzama (Zagrebačkoj i Varaždinskoj).<sup>7</sup> Pravila uvrštenja za ostale kotacije svaka od burzi propisuje samostalno. Javna dionička društva moraju tromjesečno Komisiji dostavljati bilancu, račun dobiti i gubitka, izvješće o novčanim tijekovima i izvješće o svim promjenama dioničarske glavnice (NN 118/03).

Osim temeljnih financijskih izvješća, dionička društva moraju dostaviti i podatke poput popisa ovisnih trgovačkih društava, iznosa isplaćenih dividendi, broja dionica, tržišne cijene dionica, popisa deset najvećih dioničara, likvidnosti, poslovnih spajanja, vođenja sud-

---

<sup>5</sup> Internet adresa: [www.stat.si](http://www.stat.si)

<sup>6</sup> Internet adresa: [www.gfk.hr](http://www.gfk.hr)

<sup>7</sup> Prema Zakonu o tržištu vrijednosnih papira, javno dioničko društvo je ono društvo koje izdaje dionice javnom ponudom ili ima više od 100 dioničara te mu temeljni kapital iznosi 30 mil. kn.

skih procesa i promjene računovodstvenih politika. Iako je riječ o opsežnim financijskim i nefinancijskim informacijama, osnovni je nedostatak neobjavljivanje računovodstvenih politika i bilješki, podataka o dijelovima poslovanja, revizorskog izvješća te šire rasprave uprave o poslovanju i očekivanim trendovima u budućnosti. Dakle, temeljna financijska izvješća objavljena u javnoj informacijskoj knjižnici Komisije za vrijednosne papire sadržavaju samo osnovne financijske podatke te su stoga potpuna poslovna izvješća što ih dionička društva objavljuju u javnost za ulagače zasigurno informativnija i korisnija. Ovdje se stoga može zaključiti da dionička društva koja kotiraju na burzama (ako žele) putem Interneta mogu širokom krugu korisnika prezentirati kvalitetnije i opsežnije financijske informacije od onih kojima raspolaže Komisija za vrijednosne papire (Pervan, 2005).

#### ***4.2. Financijsko izvješćivanje za dionička društva koja kotiraju na burzama u Sloveniji***

Od 1993. godine financijsko je izvješćivanje u Sloveniji regulirano Zakonom o trgovačkim društvima. Taj zakon ima dvadeset članka koji reguliraju financijsko izvješćivanje. Zakonom su također definirane i minimalne pozicije bilance i računa dobiti i gubitka. U godišnjem izvješću kompanije osim financijskih izvješća moraju prezentirati i ostale informacije o poslovanju (Garrod i Turk, 1995). Tim je zakonom bilo propisano da obvezi revizije financijskih izvješća podliježu velika i srednja dionička društva, velika društva s ograničenom odgovornošću, sve kompanije s čijim se vrijednosnim papirima trguje na tržištima kapitala, investicijske kompanije, banke i osiguravajuća društva. Od 2001. godine revizija se provodi u skladu s Međunarodnim revizijskim standardima (World Bank, 2004a). Izmjenama zakona o trgovačkim društvima (čl. 54) definirano je da godišnja izvješća dioničkih društava koja kotiraju na burzi moraju pregledati revizori. Pritom oni moraju provjeriti je li sadržaj poslovnog izvješća u skladu s ostalim elementima godišnjeg izvješća (UL 54/01).

Za razliku od Hrvatske, Slovenija se odlučila za razvoj i primjenu nacionalnih računovodstvenih standarda (Slovenski računovodski standardi – SRS). Stoga je u Sloveniji osnovana neovisna profesionalna institucija za razvoj računovodstvenih standarda – Slovenski institut za reviziju (Slovenski inštitut za revizijo).<sup>8</sup> U Sloveniji su 1993. usvojena 32 standarda objedinjena u Slovenske računovodstvene standarde. Okvir financijskog izvješćivanja usporediv je s okvirom IASB-a te obuhvaća IV, VII i VIII direktivu EU. Važno je naglasiti da nije razvijen poseban standard za konsolidaciju financijskih izvješća, već su u uvodu standarda objašnjena glavna načela konsolidacije. Slovenski računovodstveni standardi imaju određene razlike u usporedbi sa standardima IASB-a. Kao glavna područja razlika mogu se istaknuti kapitalizacija gubitaka na tečajnim razlikama, šira definicija izvanrednih stavki, kapitalizacija troškova osnivanja, evidentiranje trezorskih dionica kao ulaganja i iskazivanje dugoročnih potraživanja u sklopu kratkotrajne imovine (World Bank, 2004a).

Novije izmjene u računovodstvenim standardima Slovenije dogodile su se 2001, kada su usvojeni novi standardi koji su postali važeći od 2002. Nakon toga se u praksi primjenjuje 40 slovenskih računovodstvenih standarda. Budući da je Slovenija 2004. godine postala članica EU, nužna je izmjena regulative u području financijskog izvješćivanja. Naime,

---

<sup>8</sup> Internet adresa: [www.si-revizija.si](http://www.si-revizija.si)

prema postojećoj regulativi u EU, sve kompanije čijim se dionicama aktivno trguje na tržištima kapitala moraju primjenjivati standarde koje donosi IASB. Dionička društva koja kotiraju na Ljubljanskoj burzi moraju svoja financijska izvješća dostavljati burzi, koja ih potom objavljuju na Internetu.<sup>9</sup> Osim toga, sažetak financijskih izvješća mora se objaviti u novinama (World Bank, 2004b). Uvidom u web stranicu SEOnet može se zaključiti da su objavljena financijska izvješća prilično informativna za dionička društva sa službenog tržišta. Međutim, problem je to što dosta kompanija sa slobodnog tržišta ne dostavlja svoja izvješća redovito.

## **5. Struktura istraživanja**

### **5.1. Opis uzoraka**

U skladu s pristupom istraživanjima drugih zemalja, osnovni uzorak čine dionička društva koja svoje dionice kotiraju na burzama. Iako je u Hrvatskoj u lipnju 2005. bilo više od 230 dioničkih društava na burzi, a u Sloveniji oko 130, znatnim dijelom dionica tih dioničkih društva nije se aktivno trgovalo. Stoga je bilo korisno napraviti selekciju te u istraživanje uključiti samo ona dionička društva čijim se dionicama aktivno trguje na burzama. Radi selekcije korišten je jednostavan kriterij – promet dionica na burzama u Hrvatskoj i Sloveniji u prvom tromjesečju 2005. Subjektivnom odlukom autor ovog istraživanja u uzorak je odlučio uključiti sva ona dionička društva čijim je dionicama u prvom tromjesečju 2005. ostvaren promet od minimalno 300.000 eura. Drugačiji kriterij za formiranje uzorka možda bi rezultirao drugačijim uzorkom i zaključcima, o čemu treba voditi brigu pri interpretiranju rezultata ovog istraživanja. Međutim, valja istaknuti da je ovakav način odabira uzorka rezultirao obuhvatom najvećih hrvatskih i slovenskih dioničkih društava, što je sukladno pristupu istraživača u drugim zemljama. Naime, u većini tih istraživanja uzorak je formiran na način da su izabrana najveća dionička društva (Fortune 100, FTSE 100, DAX 30, 50 najvećih sa Euronext burze i 100 najvećih japanskih dioničkih društava). Prema postavljenom načelu selekcije sljedeća tablica prikazuje formiranje uzorka.

*Tablica 5. Formiranje uzorka iz osnovnog skupa*

	Hrvatska	Slovenija
Broj dioničkih društava na službenom tržištu	5	28
Broj dioničkih društava na ostalim tržištima	230	100
Ukupan broj dioničkih društava na burzama	235	128
Dionička društva s prometom višim od 300.000 eura (siječanj-ožujak 2005)	55	30
Postotak osnovnog skupa	23,4	23,4

*Izvor: Zagrebačka, Varaždinska i Ljubljanska burza u lipnju 2005.*

Tablica kazuje da odabrani uzorci dioničkih društava obuhvaćaju 23,4% populacije svih dioničkih društava koja kotiraju na burzama. Takva je selekcija korisna jer će se re-

---

<sup>9</sup> Internet adresa: [www.seonet.ljse.si/menu/default.asp](http://www.seonet.ljse.si/menu/default.asp)

zultati analize odnositi samo na ona dionička društva čijim se dionicama aktivno trguje. Problem dioničkih društava čijim se dionicama ne trguje aktivno jest činjenica da ulagači zbog nekih razloga nisu zainteresirani za njih te ne postoji realna potražnja za njihovim financijskim ili nefinancijskim informacijama. Nasuprot tome, za dionička društva čijim se dionicama aktivno trguju na burzama postoji realna potražnja za financijskim i ostalim informacijama. Zajednička analiza zasigurno bi rezultirala pogrešnim zaključcima jer je potražnja za korisnim financijskim i nefinancijskim informacijama za opisane dvije skupine dioničkih društava bitno različita.

*Tablica 6. Kriteriji za formiranje IFI-ocjene*

A) Informacije iz financijskih izvješća
1. bilanca
2. račun dobiti i gubitka
3. izvješće o novčanom tijeku
4. izvješće o svim promjenama dioničarske glavnice
5. revizorsko izvješće
6. bilješke uz financijska izvješća
7. računovodstvene politike
8. informacije o dijelovima poslovanja
9. tromjesečna izvješća
10. polugodišnja izvješća
11. izvješća iz prošlih poslovnih godina
B) Ostale korisne informacije
12. zadnja tržišna cijena dionice
13. objave za javnost i medije
14. analize poslovanja od strane uprave
15. analize glavnih poslovnih rizika
16. izvješće nadzornog odbora
C) Transparentnost uprave i nadzornog odbora
17. podaci o upravi
18. podaci o plaćama članova uprave
19. podaci o nadzornom odboru
20. podaci o plaćama članova nadzornog odbora
21. izjava odgovornosti uprave za financijska izvješća
22. kodeks korporativnog upravljanja
D) Tehnička potpora korisnicima
23. poseban dio web stranice za ulagače
24. interni pretraživač web stranice
25. e-mail adresa
26. mailing liste
27. mogućnost preuzimanja izvješća
28. format izvješća prikladan za izračune
29. engleska verzija web stranice
30. engleska verzija financijskih izvješća



## **5.2. Opis varijabli**

Za mjerenje razine financijskog izvješćivanja bit će korištena tehnika ocjenjivanja na temelju 30 elemenata – kriterija. Kao što se iz sljedeće tablice može vidjeti, kriteriji za formiranje ukupne ocjene internetskoga financijskog izvješćivanja (IFI-ocjene) raščlanjeni su u četiri skupine.

Važno je naglasiti da pri formiranju ukupne IFI-ocjene svaka skupina kriterija, kao i pojedini kriterij, ima jednaku težinu (ponder). U literaturi ima i drugačijih pristupa, pri čemu su pojedini autori definirali različite težine za svaku skupni kriterija (Pirchegger i Wagenhofer, 1999; Marston i Polei, 2004). Međutim, spomenuti su autori do težina skupina kriterija došli razgovorom s analitičarima, menadžerima i studentima, što podrazumijeva određenu razinu subjektivnosti. Radi izbjegavanja subjektivnosti, pri definiranju težine kriterija za potrebe ovog istraživanja koristit će se pristup prema kojemu svi kriteriji imaju jednaku težinu. Stoga se ukupna ocjena razine financijskog izvješćivanja (IFI-ocjena) izračunava jednostavnim zbrajanjem ocjene po svakom kriteriju, koja može biti 1 (kriterij zadovoljen) ili 0 (kriterij nije zadovoljen). U ocjeni regresijskih modela varijabla IFI-ocjena čini zavisnu varijablu, za koju se pretpostavlja da ovisi o više nezavisnih varijabli. Uzimajući u obzir prethodna istraživanja iz SAD-a, Njemačke, Austrije i ostalih zemalja kao potencijalno važne nezavisne varijable, izabrane su veličina, profitabilnost, vlasnička struktura te burzovna aktivnost dionica i industrije. Detaljan opis nezavisnih varijabli prikazan je u tablici 7.

## **5.3. Opis radnih hipoteza**

Istraživanje prakse internetskoga financijskog izvješćivanja hrvatskih i slovenskih dioničkih društava koja kotiraju na burzama ima dvije razine. Na prvoj, komparativnoj razini cilj je istraživanja usporedba razlika između razine internetskog izvješćivanja za dionička društva iz dvije zemlje. Preciznije, potrebno je testirati statističku značajnost razlika između prosječnih vrijednosti IFI-ocjena za hrvatska i za slovenska dionička društva. Radi postavljanja radne hipoteze, u tom dijelu postoji znatan problem zbog nepostojanja teorijskog okvira. Stoga je postavljanje hipoteze prilično intuitivno te se bazira na razlikama među osnovnim makroekonomskim pokazateljima, ulozi institucionalnih ulagača, značajnosti tržišta kapitala, postotku korisnika Interneta i općoj razini korporativnog upravljanja.

Naime, moguće je pretpostaviti da viša razina BDP-a po stanovniku i jača uloga institucionalnih ulagača stvara veću potražnju dionica i, posredno, veću potražnju za financijskim i ostalim informacijama. Istodobno bi viša razina korporativnog upravljanja i jednak tretman svih dioničara trebali rezultirati boljom transparentnošću i višom razinom financijskog izvješćivanja. Budući da je ovo istraživanje usmjereno na financijsko izvješćivanje na Internetu, i postotak internetskih korisnika može biti značajan čimbenik za odluku o (ne)izvješćivanju na Internetu. Uzimajući u obzir razmatranja iz trećeg odjeljka ovog rada, nedvojbeno se može zaključiti da svi potencijalno važni čimbenici iz poslovnog okruženja imaju bolje vrijednosti za Sloveniju nego za Hrvatsku. Stoga možemo pretpostaviti da će dionička društva iz hrvatskog uzorka imati nižu IFI-ocjenu od dioničkih društava iz slovenskog uzorka.

Tablica 7. Opis nezavisnih varijabli

	Oznaka	Opis
<i>Veličina</i>		
tržišna kapitalizacija	TKAP	mjereno 31. ožujka 2005.
prihod	PRIH	iz računa dobiti i gubitka za 2004.
imovina	IMOV	iz bilance na kraju 2004.
<i>Profitabilnost</i>		
povrat na imovinu	ROA	omjer neto dobit/imovina (2004)
povrat na glavnice	ROE	omjer neto dobit /glavnica (2004)
profitna marža	ROS	omjer neto dobit /prihod (2004)
<i>Vlasnička struktura</i>		
broj dioničara	BDION	prema podacima Komisije za vrijednosne papire (Hrvatska) i Centralne klirinške agencije (Slovenija) na kraju ožujka 2005. <sup>10</sup>
većinsko strano vlasništvo	STRVL	dummy (1 – da, 0 – ne). prema podacima Komisije za vrijednosne papire (Hrvatska) i Centralne klirinške agencije (Slovenija) na kraju ožujka 2005.
<i>Burzovna aktivnost</i>		
službeno tržište	SLTRŽ	dummy (1 – da, 0 – ne)
postotak tržišne kapitalizacije	TKAP (%)	tržišna kapitalizacija dionice/ukupna tržišna kapitalizacija uzorka (na kraju ožujka 2005)
promet dionica	PROM	promet dionicama siječanj-ožujak 2005.
omjer trgovane/izdane dionice	T/IDION	broj trgovanih/broj izdanih dionica siječanj-ožujak 2005.
omjer tržišna/knjig. vrijednost dionice	M/B	omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionice na dan 31. ožujka 2005.
<i>Industrijski sektori</i>		
turizam	TUR	dummy (1 – da, 0 – ne)
farmaceutika	FAR	dummy (1 – da, 0 – ne)
prehrambena industrija	PREH	dummy (1 – da, 0 – ne)
banke i osiguravajuća društva	FIN	dummy (1 – da, 0 – ne)
transport	TRANS	dummy (1 – da, 0 – ne)
trgovina	TRGOV	dummy (1 – da, 0 – ne)
brodski prijevoz	BROD	dummy (1 – da, 0 – ne)

Na drugoj razini, razini svake zemlje i dvaju zasebnih uzoraka cilj istraživanja je otkriti čimbenike koji značajno utječu na IFI-ocjenu. Za oblikovanje radnih hipoteza korišteni su teorijski okviri iz prethodnih istraživanja o internetskom izvješćivanju. Obliko-

<sup>10</sup> Internet adresa: [www.kdd.si](http://www.kdd.si)

vanje hipoteza uključuje i neke tranzicijske aspekte koji nisu razmatrani u razvijenim zemljama tržišnoga gospodarstva. Ekspanatorna istraživanja obično se koriste različitim teorijama koje objašnjavaju dobrovoljno financijsko izvješćivanje (agentska teorija, teorija signaliziranja te teorija troškova i koristi). Većina takvih istraživanja polazi od pretpostavke da veće kompanije imaju veće agentske troškove te da intenzivnije financijsko izvješćivanje može smanjiti agentske troškove (Marston i Polei, 2004). Polazeći od takvih teorijskih postavki, realno je očekivati pozitivnu vezu između veličine dioničkog društva i IFI-ocjene.

Teorija signaliziranja polazi od pretpostavke da se profitabilnija dionička društva nastoje izdvojiti od manje profitabilnih pojačanim financijskim izvješćivanjem. Stoga se očekuje pozitivna veza između profitabilnosti i IFI-ocjene. Profitabilnost u slovenskome, a posebice u hrvatskom tranzicijskom kontekstu može imati još jednu dimenziju. Naime, dionička društva u tranzicijskim zemljama još uvijek prolaze kroz proces restrukturiranja. Moguće je da za manje profitabilne kompanije u ovom trenutku financijsko izvješćivanje na Internetu znači sporednu aktivnost i dodatni trošak. To posebice vrijedi za kotaciju javnih dioničkih društava u Hrvatskoj, koja su od 2002. regulativom prisiljena kotirati svoje dionice na burzi. Većini takvih dioničkih društava odnosi s ulagačima nisu previše važni te su slab poticaj za kvalitetnije financijsko izvješćivanje.

Struktura vlasništva također može biti bitan čimbenik za IFI-ocjenu jer dionička društva s manjim brojem dioničara imaju bitno drugačije odnose s vlasnicima nego dionička društva s visokim postotkom dionica kojima se slobodno trguje. Disperziranije vlasništvo obično znači da su glavni izvori informacija za ulagače javno dostupne informacije (Pirchegger i Wagenhofer, 1999). U takvim uvjetima Internet je tehnološko rješenje koje na vrlo brz i ekonomičan način može velikom broju ulagača (trenutačnih i potencijalnih) pružiti širok raspon korisnih informacija. Stoga se može pretpostaviti da će dionička društva s većim brojem vlasnika imati višu IFI-ocjenu. U Hrvatskoj strano vlasništvo također može biti znatan čimbenik jer je znatan dio dioničkih društava koja kotiraju na burzama u hrvatskoj u većinskom stranom vlasništvu. Budući da su strani vlasnici uglavnom iz razvijenih zemalja EU (Njemačke, Italije, Austrije...) s razvijenijim tržištima kapitala i boljim korporativnim upravljanjem, njihov pristup financijskom izvješćivanju može biti bitno drugačiji. Možda su strani vlasnici svjesniji važnosti transparentnosti poslovanja od domaćih vlasnika te se može očekivati da će strano vlasništvo uzrokovati višu razinu financijskog izvješćivanja na Internetu u Hrvatskoj.

Dodatni važan čimbenik za IFI-ocjenu u tranzicijskom okruženju može biti i aktivnost dionica na burzi. Naime, budući da su hrvatsko i slovensko tržište kapitala u razvoju i brojne dionice nisu likvidne, burzovna aktivnost dionica može biti važan čimbenik. Ako se dionicom aktivno trguje, može se očekivati da će postojati veća potražnja za financijskim i nefinancijskim podacima te, posljedično, viša razina financijskog izvješćivanja. Osim toga, za kompanije s višom razinom dobrovoljnoga financijskog izvješćivanja može se očekivati više tržišno vrednovanje (viši omjer M/B), zbog više transparentnosti poslovanja i šireg raspona korisnih informacija te, posljedično, manjeg rizika za ulagače. U kontrolu sektorskih efekata u regresijske će modele biti uključene i dummy varijable za sektore zastupljene u uzorcima.

## **6. Rezultati istraživanja**

### **6.1. Usporedba IFI-ocjena za hrvatska i slovenska dionička društva**

Na temelju provedenoga empirijskog istraživanja u lipnju 2005. i definiranog modela ocjenjivanja dobivena su obilježja IFI-ocjene, prikazana u tablici 8.

*Tablica 8. Osnovna statistička obilježja IFI-ocjene*

	Hrvatska	Slovenija
Broj opservacija	55	30
Aritmetička sredina ifi-ocjene	6,85	17,63
Standardna devijacija	8,08	5,87
Najniža vrijednost	0,00	3,00
Medijan	2,00	19,00
Najviša vrijednost	29,00	26,00

Kao što je i bilo predviđeno, hrvatska dionička društva u prosjeku imaju nižu IFI-ocjenu koja iznosi 6,85, dok je prosječna IFI-ocjena za slovenska dionička društva 17,63. Za formalno statističko testiranje značajnosti razlika potrebno se koristiti t-testom za razliku aritmetičkih sredina dvaju nezavisnih uzoraka. Pritom je važno naglasiti da je testirana normalnost varijable IFI-ocjena za oba uzorka Komolgorov-Smirnovim testom, što omogućuje statistički program SPSS. Prema tom testu, varijabla IFI-ocjena slijedi normalnu distribuciju, što je važno za pravilnu primjenu t-testa. Prema provedenom t-testu za razliku aritmetičkih sredina IFI-ocjene dvaju nezavisnih uzoraka, prosječna razlika (10,78) statistički je značajna jer je signifikantnost manja od 5% (tabl. 9). Do istog se zaključka dolazi s pretpostavkom o jednakosti varijanci za dva promatrana uzorka i bez nje. Stoga se ovdje može zaključiti da hrvatska dionička društva u prosjeku imaju statistički značajnu nižu razinu financijskog izvješćivanja na Internetu nego slovenska dionička društva.

*Tablica 9. T-test za provjeru značajnosti razlika između aritmetičkih sredina IFI-ocjena*

	t-omjer	Signifikantnost (dvostrani t-test)	Razlika aritmetičkih sredina IFI-ocjene
Uz pretpostavku jednakih varijanci	-6,430	0,000	-10,78
Bez pretpostavke jednakih varijanci	-7,049	0,000	-10,78

Detaljniji uvid u razlike IFI-ocjene prikazuje tablica 10. Iz nje se uočava da slovenska dionička društva imaju bolje ocjene za sve skupine kriterija. Primjerice, za prvu skupinu četiriju osnovnih financijskih izvješća (bilancu, račun dobiti i gubitka, izvješće o novčanom tijeku te izvješće o svim promjenama glavnice) u hrvatskom uzorku prezentira od 29,1 do 32,7% dioničkih društava. Za slovenski uzorak čak 90-93,3% dioničkih društava objavljuje takve informacije. Značajne se razlike pojavljuju i u ostalim izvješćima, dok je najmanja razlika (7,3%) utvrđena za informacije o dijelovima poslovanja. Za drugu skupi-

nu kriterija IFI-ocjene, tj. za ostale korisne informacije u hrvatskom uzorku postoji variraju od 12,7 do 30,9%. Slovenska dionička društva imaju dosta više postotke, i to u rasponu od 46,7 do 90%. Primjerice, (ne)značajnost uloge hrvatskih nadzornih odbora ogleđa se i u izrazito malobrojnim izvješćima nadzornog odbora, koji su pronađeni samo u 12,7% dioničkih društava iz uzorka. Usto, u slovenskom uzorku izvješće nadzornog odbora za interesiranim korisnicima prezentira čak 86,7% dioničkih društava.

*Tablica 10. Usporedba elemenata IFI-ocjene za hrvatska i slovenska dionička društva*

	Hrvatska		Slovenija		Razlika ( $\Delta$ %)
	Broj d.d.	Postotak d.d.	Broj d.d.	Postotak d.d.	
A) Informacije iz financijskih izvješća	1	2	3	4	5 = 2 - 4
bilanca	18	32,7	28	93,3	-60,6
račun dobiti i gubitka	18	32,7	28	93,3	-60,6
izvješće o novčanom tijeku	17	30,9	28	93,3	-62,4
izvješće o svim promjenama dioničke glavnice	16	29,1	27	90,0	-60,9
revizorsko izvješće	15	27,3	26	86,7	-59,4
bilješke uz financijska izvješća	13	23,6	21	70,0	-46,4
računovodstvene politike	13	23,6	20	66,7	-43,1
informacije o dijelovima poslovanja	7	12,7	6	20,0	-7,3
tromjesečna izvješća	3	5,5	8	26,7	-21,2
polugodišnja izvješća	4	7,3	8	26,7	-19,4
izvješća iz prošlih poslovnih godina	15	27,3	24	80,0	-52,7
B) Ostale korisne informacije					
zadnja tržišna cijena dionice	11	20,0	17	56,7	-36,7
objave za javnost i medije	17	30,9	18	60,0	-29,1
analize poslovanja od strane uprave	11	20,0	27	90,0	-70,0
analize glavnih poslovnih rizika	7	12,7	14	46,7	-30,0
izvješće nadzornog odbora	7	12,7	26	86,7	-74,0
C) Transparentnost uprave i nadzornog odbora					
podaci o upravi	12	21,8	25	83,3	-61,5
podaci o plaćama članova uprave	3	5,5	7	23,3	-17,8
podaci o nadzornom odboru	10	18,2	25	83,3	-65,1
podaci o plaćama članova nadzornog odbora	2	3,6	4	13,3	-9,7
izjava odgovornosti uprave za financijsko izvješće	6	10,9	8	26,7	-15,8
kodeks korporativnog upravljanja	3	5,5	10	33,3	-27,8
D) Tehnička potpora korisnicima					
poseban dio web stranice za ulagače	7	12,7	14	46,7	-34,0
interni pretraživač web stranice	10	18,2	14	46,7	-28,5
e-mail adresa	52	94,5	30	100,0	-5,5
mailing liste	3	5,5	0	0,0	5,5
moćnost preuzimanja izvješća	15	27,3	28	93,3	-66,0
format izvješća prikladan za izračune	2	3,6	1	3,3	0,3
engleska verzija web stranice	39	70,9	19	63,3	7,6
engleska verzija financijskih izvješća	21	38,2	18	60,0	-21,8

U segmentu transparentnosti uprave i nadzornog odbora informacije o upravi prezentira 21,8% hrvatskih i 83,3% slovenskih dioničkih društava. Zanimljivo je da relativno mali postotak dioničkih društava iz obje zemlje daje u javnost podatke o kompenzacijama uprave (5,5% u Hrvatskoj i 23,3% u Sloveniji). Sličan se zaključak može donijeti i za kompenzacije nadzornog odbora, koje prezentira samo 3,6% hrvatskih dioničkih društava i 13,3% slovenskih dioničkih društava. Kodeksi korporativnog upravljanja također su vrlo rijetki u Hrvatskoj jer se pojavljuju u samo tri dionička društva (5,5%). U slovenskom uzroku kodeks ima kod 33,3% dioničkih društava. Radi što lakšeg pristupa korisnim informacijama ulagači mogu “kliknuti” na zasebni dio web stranice namijenjen ulagačima u 12,7% hrvatskih i 46,7% slovenskih dioničkih društava. Jedina tri elementa IFI-ocjene po kojima su hrvatska dionička društva bolja od slovenskih jesu mailing liste, format podataka prikladan za izračune i engleska verzija web stranice. Međutim, englesku verziju financijskih izvješća prezentira 60% slovenskih i samo 38,2% hrvatskih dioničkih društava.

## 6.2. Analiza varijabli koje utječu na IFI-ocjenu hrvatskih dioničkih društava

Budući pristup ovom istraživanju nije samo deskriptivno-komparativni, već i eksplanatorni, a cilj mu je utvrditi koje varijable značajno utječu na razinu dobrovoljnog financijskog izvješćivanja na Internetu. Preciznije, cilj je za dva uzoraka zasebno istražiti koje varijable značajno utječu na IFI-ocjenu. Kao statistički instrumentarij izabran je model višestruke linearne regresije. Sve potencijalno važne utjecajne varijable iz tablice 7. uključene su u početni regresijski model. Nakon toga *backward* metodom eliminacije varijabli (Rozga, 1994) došlo se do optimalnoga regresijskog modela koji obuhvaća sedam nezavisnih varijabli iskazanih u sljedećoj formuli:

$$IFI\text{-ocjena} = \beta_0 + \beta_1PRIH + \beta_2ROS + \beta_3BDION + \beta_4STRVL + \beta_5PROM + \beta_6TUR + \beta_7BROD \quad (1)$$

Važno je istaknuti da svih pet kontinuiranih varijabli koje su ušle u konačni model prema provedenom Komolgorov-Smirnovu testu slijede normalnu distribuciju. Tablica 11. prikazuje rezultate regresijske analize. Ocijenjeni regresijski model značajan je kao cjelina jer je izračunani F-omjer 13,029, s rezultirajućom signifikantnošću manjom od 1%. Objašnjenost modela također je na visokom stupnju jer korigirani koeficijent determinacije iznosi 60,9%. Radi provjere potencijalnog problema multikolinearnosti, statistički paket SPSS primjenjuje tzv. VIF-ove.<sup>11</sup> Budući da nijedan VIF nije veći od 5, može se zaključiti da multikolinearnost nije značajan problem. Autokorelacija reziduala u SPSS-u testira se uporabom Durbin-Watsonova testa. S obzirom na izračunanu vrijednost od 1,898 i tablične kritične vrijednosti (Rozga, 1994) proizlazi da u ocijenjenome modelu nema problema autokorelacije reziduala. Reziduali su također testirani na normalnost uporabom Komolgorov-Smirnova testa, koji pokazuje da reziduali slijede normalnu distribuciju. Dijagram rasipanja standardiziranih očekivanih reziduala i standardiziranih reziduala ocijenjenog modela ne upućuje na postojanje problema heteroskedastičnosti.

<sup>11</sup> VIF-ovi (engl. *Variance Inflation Factors*) izračunavaju se kao omjer  $1/(1-R^2)$ , gdje  $R^2$  označava pomoćni regresijski model u kojemu se nezavisna varijabli  $X_i$  iz osnovnog modela tretira kao zavisna varijabla, dok se sve ostale nezavisne varijable iz osnovnog modela i dalje tretiraju kao nezavisne (Gujurati, 1992:302).

*Tablica 11. Ocijenjeni regresijski model za hrvatska dionička društva*

Nezavisne varijable	Nestandard. koeficijenti	Standardne pogreške	t-omjeri	Signifikantnost	VIF
konstanta	2,090	1,240	1,67	0,100	–
PRIH	0,894	0,000	2,29	0,026	1,98
ROS	0,116	0,049	2,36	0,022	1,19
BDION	0,000841	0,000	3,10	0,003	1,29
STRVL	3,889	1,673	2,32	0,024	1,14
PROM	0,01782	0,000	1,94	0,058	1,14
TUR	-3,438	1,645	-2,09	0,042	1,24
BROD	-8,086	2,635	-3,06	0,004	1,23

Zavisna varijabla: IFI-ocjena

Objašnjenost modela:	Signifikantnost modela:
koeficijent determinacije ( $R^2$ ) = 0,660	F omjer = 13,029
korigirani koef. determinacije (adj. $R^2$ ) = 0,609	signifikantnost = 0 ( $3,52 \times 10^{-9}$ )

Durbin-Watsonov test = 1,898

Ocijenjeni parametar uz varijablu veličine (PRIH) sugerira da je razina financijskog izvješćivanja (IFI-ocjena) statistički značajno i pozitivno povezana s veličinom. Pritom valja naglasiti da su ostale dvije varijable veličine (imovina i tržišna kapitalizacija) eliminirane kao neznčajne. Hipoteza o vezi između profitabilnosti i IFI-ocjene također je potvrđena jer je parametar uz varijablu ROS pozitivan i statistički značajan. U hrvatskom tranzicijskom kontekstu vlasništvo se pokazalo bitnim čimbenikom za financijsko izvješćivanje na Internetu. Potvrđena je hipoteza da disperzija vlasništva pridonosi većoj razini izvješćivanja jer je ocijenjeni parametar uz varijablu BDION pozitivan i značajan. Većinsko strano vlasništvo u hrvatskim dioničkim društvima također ima pozitivnu i značajnu vezu s IFI-ocjenom. Dakle, poimanje uloge financijskog izvješćivanja od stranih većinskih dioničara pokazalo se kao značajno te je potvrđena hipoteza o pozitivnom utjecaju stranog vlasništva na IFI-ocjenu. Hipoteza o vezi između IFI-ocjene i burzovne aktivnosti dionica također je potvrđena jer dionice s većim prometom, prosječno gledajući, imaju višu IFI-ocjenu. Varijabla burzovne aktivnosti PROM, odnosno promet dionicama u prvom tromjesečju 2005, statistički je značajna i pozitivna pri primjeni jednostranog t-testa. Od uključenih sektorskih dummy varijabli samo su dvije bile statistički značajne, ali s negativnim predznakom. Naime, ocijenjeni model pokazuje da hrvatska dionička društva iz sektora turizma i broderskog prijevoza imaju nižu razinu financijskog izvješćivanja na Internetu. Ostali sektori zastupljeni u uzorku nisu bili značajni. Zašto su navedena dva sektora koja nisu sklona financijskom izvješćivanju, može se samo nagađati te je teško donijeti pouzdane zaključke bez detaljnijih informacija. U tom smislu u budućnosti bi bilo vrlo korisno napraviti anketu među upravama kompanija iz uzorka radi otkrivanja činitelja koji su prema njihovu mišljenju značajni za dosegnutu razinu financijskog izvješćivanja na Internetu.



### 6.3. Analiza varijabli koje utječu na IFI-ocjenu slovenskih dioničkih društava

Izabrani skup potencijalno značajnih nezavisnih varijabli iz tablice 7. uključen je i u polazni regresijski model s podacima za 30 slovenskih dioničkih društava. Primjenom *backward* procedure došlo se do ocjene ovoga regresijskog modela:

$$IFI\text{-ocijena} = \beta_0 + \beta_1 SLTR\check{Z} + \beta_2 TKAP\% + \beta_3 M/B + \beta_4 TRANS \quad (2)$$

Sve četiri kontinuirane varijable koje su ušle u konačni model prema provedenom Komolgorov-Smirnovu testu slijede normalnu distribuciju. Osnovna obilježja modela pokazuje tablica 12.

Tablica 12. Ocijenjeni regresijski model za slovenska dionička društva

Nezavisne varijable	Nestandard. koeficijenti	Standardne pogreške	t-omjeri	Signifikantnost	VIF
konstanta	17,393	1,837	9,467	0,000	–
SLTRŽ	0,672	0,174	3,860	0,001	1,329
TKAP %	3,831	2,199	1,742	0,094	1,508
M/B	5,626	1,520	3,701	0,001	1,180
TRANS	-4,698	1,163	-4,038	0,000	1,199

Zavisna varijabla: IFI-ocjena

Objašnjenost modela:	Signifikantnost modela:
koeficijent determinacije ( $R^2$ ) = 0,692	F omjer = 14,035
korigirani koef. determinacije (adj. $R^2$ ) = 0,643	signifikantnost = 0 (3,92x10 <sup>-6</sup> )

Durbin-Watsonov test = 1,445

Ocijenjeni regresijski model značajan je kao cjelina jer je izračunati F-omjer 14,035, sa značajnošću manjom od 1%. Objašnjenost modela malo je viša u odnosu prema modelu s dioničkim društvima iz hrvatske jer je korigirani koeficijent determinacije 64,3%. Radi provjere potencijalnog problema multikolinearnosti izračunati su VIF-ovi. Budući da nijedan VIF nije veći od 5, može se zaključiti da multikolinearnost nije značajan problem. Reziduali su testirani na normalnost uporabom Komolgorov-Smirnova testa, koji pokazuje da reziduali slijede normalnu distribuciju. Dijagram rasipanja standardiziranih očekivanih reziduala i standardiziranih reziduala ocijenjenog modela ne upućuje na postojanje problema heteroskedastičnosti.

Na uzorku dioničkih društva iz Slovenije nije potvrđena hipoteza veličine, jer nije dnu od varijabli veličine (prihod, imovina i tržišna kapitalizacija) nije bila statistički značajna. Dakle, slovenska dionička društva, bez obzira na veličinu, imaju sličnu razinu financijskog izvješćivanja na Internetu. Varijable profitabilnosti (ROA, ROE i ROS) također nisu bile značajne, što znači da dionička društva, bez obzira na razinu profitabilnosti, imaju podjednake IFI-ocjene. Broj dioničara i većinsko strano vlasništvo također nisu bile značajne varijable, za razliku od hrvatskog uzorka, gdje su obje varijable bile pozitivno povezane s IFI-ocjenom.

Međutim, u slovenskom uzorku čak tri varijable burzovne aktivnosti dionica pozitivno i značajno utječu na IFI-ocjenu. Dummy varijabla za službeno tržište ima pozitivan i statistički značajan parametar, što znači da dionička društva iz tog segmenta Ljubljanske burze, prosječno gledajući, imaju višu IFI-ocjenu. Varijabla postotak tržišne kapitalizacije (postotak TKAP) također ima pozitivan predznak te je statistički značajna uz primjenu jednostranog t-testa. Omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti dionice također je značajna varijabla s pozitivnim predznakom ocijenjenog parametra. Takav rezultat može upućivati na činjenicu da ulagači više vrednuju transparentnija dionička društva, tj. društva s višom razinom dobrovoljnog financijskog izvješćivanja. Od sektorskih dummy varijabli jedino je transportni sektor bio značajan i negativno povezan s IFI-ocjenom.

## **7. Zaključna razmatranja**

Rezultati provedenoga empirijskog istraživanja pokazuju da hrvatska dionička društva, čijim se dionicama aktivno trguje na burzama, u prosjeku nemaju visoku razinu dobrovoljnoga financijskog izvješćivanja na Internetu. Razmatranjem prakse takvog oblika izvješćivanja dioničkih društava iz razvijenih zemalja (SAD-a, Velike Britanije, Njemačke...) proizlazi da je zaostajanje hrvatskih dioničkih društava poprilično veliko. Međutim, hrvatska dionička društva poprilično zaostaju i u usporedbi sa slovenskim dioničkim društvima. Istraživanje je pokazalo da je prosječna razina dobrovoljnoga financijskog izvješćivanja za hrvatski uzorak gotovo tri puta niža u usporedbi sa slovenskim uzorkom. Razlozi takvih razlika i zaostajanja hrvatskih dioničkih društava vjerojatno su u općem gospodarskom okruženju, posebice u potražnji financijskih informacija i razini korporativnog upravljanja u dioničkim društvima.

Može se očekivati da će u Hrvatskoj jačanje uloge institucionalnih (ponajprije obveznih mirovinskih fondova) i pojedinačnih ulagača u budućnosti pridonijeti većoj potražnji financijskih i ostalih informacija. Osim toga, u dioničkim bi društvima trebalo poraditi na pravilima korporativnog ponašanja koja bi trebala bolje zaštititi ulagače i poboljšati njihovu informiranost. Zakonska podloga već postoji u izmjenama Zakona o trgovačkim društvima, ali, kao što je čest slučaj u Hrvatskoj, problem je dosljedna primjena zakona u praksi. Problem niske razine transparentnosti poslovanja dioničkih društava mogla bi riješiti i nova regulativa kojom bi se zahtijevalo kvalitetnije i opsežnije izvješćivanje Komisije za vrijednosne papire, koja bi takve informacije preko Javne informacijske knjižnice davala u javnost. Kao primjer može se navesti Komisija za vrijednosne papire iz SAD-a, koja putem internetskog servisa EDGAR ulagačima osigurava mnogo kvalitetnije i opsežnije informacije nego Javna informacijska knjižnica. Pozitivni bi se pomak mogao ostvariti i novim Zakonom o računovodstvu, koji bi, primjerice, od dioničkih društava koja kotiraju na burzi mogao zahtijevati da u javnost mogu objavljivati samo cjelovito godišnje izvješće, koje će uz temeljna financijska izvješća obuhvaćati i sve ostale informacije koje zahtijevaju standardi IASB-a, kao i revizorsko izvješće.

Analiza utjecajnih varijabli pokazala je da u Hrvatskoj veća i profitabilnija dionička društva imaju višu razinu izvješćivanja na Internetu. Veći broj dioničara, promet dionica i većinsko strano vlasništvo također pozitivno utječu na transparentnost. Uočeno je da dionička društva iz turističkoga i brodarskog sektora imaju nižu razinu dobrovoljnog iz-

vješćivanja. U slovenskom su uzorku varijable tržišne aktivnosti bile statistički značajne. Posebice je važan nalaz o statistički značajnoj i pozitivnoj vezi omjera M/B i IFI-ocjene, što može upućivati na činjenicu da ulagači više vrednuju transparentnija dionička društva jer su rizici ulaganja u takve dionice niži.

Kao moguće ograničenje ovog istraživanja valja naglasiti relativno male uzorke, ali oni su ekonomska realnost za Hrvatsku i Sloveniju u ovom trenutku. Budući da je istraživanje obuhvatilo ponajveća dionička društva, ono je usporedivo s prethodno provedenim istraživanjima iz drugih zemalja. Nadalje, autor ovog istraživanja subjektivnom je odlukom definirao kriterij za formiranje uzorka te bi primjena drugačijeg kriterija možda promijenila uzorak i rezultate istraživanja. Buduća istraživanja mogla bi obuhvatiti širi skup kriterija za mjerenje razine financijskog izvješćivanja na Internetu te bi se kriterijima (skupinama kriterija) mogle definirati relativne važnosti. Takav pristup mjerenju važnosti kriterija koji formiraju zavisnu varijablu zahtijevao bi anketu među korisnicima financijskih informacija, ali bi vjerojatno rezultirao kvalitetnijom IFI-ocjenom i zaključcima.

## LITERATURA

**Allam, A. and Lymer, A., 2005.** "Developments in Internet Financial Reporting: Review & Analysis Across Five Developed Countries" [online]. Available from: [[http://bss.bham.ac.uk/bbs/static/images/cme\\_resources/Users/Lymer/development%paper.pdf](http://bss.bham.ac.uk/bbs/static/images/cme_resources/Users/Lymer/development%paper.pdf)].

**Ashbaugh, H., Johnstone, K., and Warfield, T. D., 1999.** "Corporate reporting on the Internet". *Accounting Horizons*, 13 (3), 241-257.

**Bank of Slovenia, 2005.** "Annual report: 2004" [online]. Available from: [[http://www.bsi.si/html/eng/publications/annual\\_reports/2004/index.html](http://www.bsi.si/html/eng/publications/annual_reports/2004/index.html)].

**Brennan, N. and Hourigan, D., 1998.,** "Corporate reporting on the Internet by Irish companies". *Accountancy Ireland*, 30 (6), 18-21.

**Claessens, S., Djankov, S. and Klingebiel, D., 2000.** "Stock markets in transitional economies" [online]. Available from: [<http://www.ssrn.com/abstract=240703>].

**Craven, B. and Marston, C., 1999.** "Financial reporting on the Internet by leading UK companies". *The European Accounting Review*, 8 (2), 321-333.

**Debreceeny, R., Gray, G. and Rahman, A. L., 2002.** "The determinants of Internet financial reporting". *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, 371-394.

**Deller, D., Strubenrath, M. and Webber, C., 1999.** "A survey on the Internet for investor relations in the USA the UK, and Germany". *The European Accounting Review*, 8 (2), 351-346.

**Deloitte Touche Tohmatsu Emerging Markets, 2003.** "Corporate Bond Market Developments A Look at Four Selected Transitional Economies" [online]. Available from: [<http://www.debtmarkets.org/tools/assessment/overview/Assesments.pdf>].

**Ettredge, M., Richardson, V. J. and Scholz, S., 2001.** "The presentation of financial information at corporate Web sites". *The International Journal of Accounting Information Systems*, (2), 148-168.

**Ettredge, M., Richardson, V. J. and Scholz, S., 2002.** “Dissemination of information for investors at corporate Web sites”. *Journal of Accounting and Public Policy*, 21, 357-369.

**Garrod, N. and Turk, I., 1995.** “The development of accounting regulation in Slovenia”. *The European Accounting Review*, 4 (4), 749-764.

**Geerings, J., Bollen, L. H. H. and Hassink, H. F. D., 2003.** “Investors relations on the Internet: a survey of the Euronext zone”. *The European Accounting Review*, 12 (3), 567-579.

**Gowthorpe, C. and Amat, O., 1999.** “External reporting of accounting and financial information via the Internet in Spain”. *The European Accounting Review*, 8 (2), 365-371.

**Gujurati, D., 1992.** *Essentials of econometrics*. Boston: McGrawHill.

**HAGENA, 2005.** *Newsletter No. 12*, Zagreb: Hagena.

**Hedlin, P., 1999.** “The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case”. *The European Accounting Review*, 8 (2), 373-381.

**Hurttt, D. N., Kreuze, J. G. and Langsam, S. A., 2001.** “Using the Internet for financial reporting”. *The journal of Corporate Accounting & Finance*, 12 (3), 67-75.

**Kos, M. i Bažant, A., 2003.** “Strategija razvoja telekomunikacija i Interneta od 2003. do 2005. godine” [online]. Dostupno na: [<http://www.mppv.hr/userdocsimages/Plan%20razvoja.pdf>].

**Marston, C., 2003.** “Financial reporting on the Internet by leading Japanese companies”. *Corporate Communications*, 8 (1), 23-34.

**Marston, C. and Polei, A., 2004.** “Corporate reporting on the Internet by German companies”. *International Journal of Accounting Information Systems*, 5 (3), 281-368.

**Gregorović, P., 2003.** “Austriju i Francusku zanima hrvatski model mirovinske reforme”. [online]. *Novi list*, 2. srpnja 2003. Dostupno na: [<http://www.novilist.hr>].

**OECD, 2003.** “White paper on corporate governance in south east Europe” [online]. Available from: [<http://www.oecd.org/dataoecd/9/21/20490351.pdf>].

**Pervan, I., 2005.** “Financijsko izvješćivanje na Internetu i praksa hrvatskih dioničkih društava koja kotiraju na burzama” [online]. *Financijska teorija i praksa*, 29 (2), 77-193. Dostupno na: [<http://www.ijf.hr/FTP/2005/2/pervan.pdf>].

**Pirchegger, B. and Wagenhofer, A., 1999.** “Financial information on the Internet: a survey of the homepages of Austrian companies”. *The European Accounting Review*, 8 (2), 383-395.

**Pravilnik** o sadržaju i obliku financijskih i poslovnih izvješća javnih dioničkih društava, NN 118/03. Zagreb: Narodne novine.

**Rozga, A., 1994.** *Statistička analiza*. Split: Ekonomski fakultet Split.

**Slobodna Dalmacija, 2005.** “Dionice na burzama poslovanje u škuribandi” [online]. Dostupno na: [<http://www.slobodnadalmacija.hr/20050517/ekonomija01.asp>].

**Slovene Companies' Act** Changes ZGD-F, Uradni list RS 45/2001 [online]. Available from: [<http://www.uradni-list.si>].

**TO-ONE, 2005.** *Javna dionička društva-Broj 4.* Zagreb: TO-ONE.

**Zakon** o računovodstvu, NN 90/92. Zagreb: Narodne novine.

**Zakon** o tržištu vrijednosnih papira, NN 84/02. Zagreb: Narodne novine.

**Zakon** o izmjenama i dopunama zakona o trgovačkim društvima, NN 118/03. Zagreb: Narodne novine.

**World Bank, 2001.** *Report on the observance of standards and codes-republic of Croatia Corporate governance country assessment* [online]. Washington: The World Bank. Available from: [<http://www.worldbank.org/ifa/Croatiarosc.pdf>].

**World Bank, 2004a.** *Report on the observance of standards and codes-republic of Slovenia Accounting and auditing* [online]. Washington: The World Bank. Available from: [[http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_aa\\_slv.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_aa_slv.pdf)].

**World Bank, 2004b.** *Report on the observance of standards and codes-republic of Slovenia Corporate governance country assessment* [online]. Washington: The World Bank. Available from: [[http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_cg\\_slov.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_cg_slov.pdf)].

**I v i c a P e r v a n : Voluntary Financial Reporting  
on the Internet: Analysis of the Practice of Stock-Market Listed Croatian  
and Slovene Joint Stock Companies**

*Abstract*

*An investigation into Internet financial reporting carried out in June 2005 that focused on stock-market quoted Croatian and Slovene joint-stock companies has two basic aspects, comparative and explanatory. The comparative aspect of the research showed that Slovene corporations have a statistically significant higher level of financial reporting (as measured with IFR rating). The average IFR rating for 55 corporate entities from Croatia came to just 6.85, while the average IFR rating for 30 Slovene firms was 17.63. The second aspect of the investigation was explanatory, and at the level of each state and sample there was an endeavor to find the variables that affect IFR ratings significantly. With respect to the Croatian sample it was shown that the IFR rating was statistically significantly and positively correlated with size, profitability, number of shareholders, and amount of traffic on the stock markets. Then regression analysis showed that majority foreign ownership had a positive effect on the IFR rating. A statistically significant but negative correlation was established for two sectors, tourism and marine transport. For the Slovene sample, comprising 30 firms, the size, profitability and number of stockholders were not significant variables. However, official listing, proportion of market capitalization and ratio of market and book values of shares were statistically significantly and positively correlated with the IFR rating. Only one sector, transport, was significantly and negatively correlated with the IFR rating.*

*Key words: financial report, joint stock companies, Internet, Croatia, Slovenia*