

UTJECAJ VJEROJATNOSTI POSLOVNOG NEUSPJEHA NA ČITLJIVOST FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

Kedžo, Marko

Master's thesis / Diplomski rad

2021

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:977314>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-23**

Repository / Repozitorij:

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

DIPLOMSKI RAD

**UTJECAJ VJEROJATNOSTI POSLOVNOG
NEUSPJEHA NA ČITLJIVOST FINANCIJSKIH
IZVJEŠTAJA**

Mentor:

Prof. dr. sc. Ivica Pervan

Student:

Marko Kedžo, univ. bacc. oec.

Split, lipanj, 2021.

SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1. Problem istraživanja	1
1.2. Predmet istraživanja	2
1.3. Ciljevi istraživanja.....	2
1.4. Metode istraživanja.....	2
1.5. Doprinos istraživanja	3
1.6. Sadržaj rada	3
2. FINACIJSKO IZVJEŠTAVANJE	4
2.1. Financijski izvještaji	6
2.1.1. Bilanca.....	7
2.1.2. Račun dobiti i gubitka	7
2.1.3. Izvještaj o novčanom toku.....	8
2.1.4. Izvještaj o ostalom sveobuhvatnom dobitku	8
2.1.5. Izvještaj o promjenama kapitala.....	9
2.1.6. Bilješke uz financijske izvještaj	9
2.2. Međuovisnost financijskih izvještaja.....	9
2.3. Financijsko izvještavanje u Republici Hrvatskoj	11
2.3.1. Godišnje izvješće.....	11
2.3.2. Obveznici sastavljanja.....	13
2.3.3. Rokovi izrade i objave.....	13
2.3.4. Konsolidacija financijskih izvještaja.....	14
2.4. Revizija financijskih izvještaja	14
2.5. Regulacija, standardizacija i harmonizacija financijskog izvještavanja.....	16
2.6. Korisnici financijskih izvještaja	19
2.7. Računovodstvene informacije na burzi	21
3. ANALIZA FINACIJSKIH IZVJEŠTAJA	24
3.1. Metode analize financijskih izvještaja.....	24
3.2. Analiza financijskih izvještaja putem pokazatelja.....	25
3.3. Predviđanje poslovnog neuspjeha putem financijskih pokazatelja	27
3.4. Kritike analize financijskih izvještaja putem pokazatelja	31
4. ČITLJIVOST FINACIJSKIH IZVJEŠTAJA.....	33
4.1. Analiza narativnih elemenata financijskih izvještaja	33

4.2.	Pojam čitljivosti finansijskih izvještaja	35
4.3.	Mjerenje čitljivosti finansijskih izvještaja.....	39
4.3.1.	Gunning Fog Score.....	41
4.3.2.	Flesch Reading Ease.....	42
4.4.	Prethodna istraživanja na temu čitljivosti finansijskih izvještaja.....	43
4.5.	Kritike mjera čitljivosti.....	45
5.	OPIS STATISTIČKE METODOLOGIJE.....	47
5.1.	Opis uzorka.....	47
5.2.	Opis varijabli	49
5.3.	Opis radnih hipoteza	51
6.	REZULTATI ISTRAŽIVANJA	52
	ZAKLJUČAK.....	57
	POPIS LITERATURE	59
	DODACI.....	65
	SAŽETAK	66
	ABSTRACT.....	67

1. UVOD

„Ako ne možete razumjeti sadržaj fusnote ili neko drugo menadžersko objašnjenje, to je obično tako jer glavni izvršni direktor tvrtke ne želi da razumijete.“

- **Warren Buffet**, Chairman's Letter, Berkshire Hathaway, 2003.

1.1. Problem istraživanja

Sve veći rast poduzeća i obujma njihovog poslovanja doveo je do nemogućnosti istih da prezentiraju apsolutno sve informacije o svom poslovanju zainteresiranim interesno-utjecajnim skupinama. U tom se kontekstu pojavljuje koncept financijskog izvještavanja, proces kojim se zainteresiranim subjektima daje na uvid financijski položaj i uspješnost poduzeća u proteklom razdoblju. Najznačajniji među tržišnim akterima zainteresiranim za poslovanje poduzeća jesu oni s izravnim financijskim interesom – investitori. Investitori poduzeće financiraju kupnjom njegovih udjela (dionica) i/ili duga (obveznica) te mu na taj način osiguravaju važnu financijsku injekciju. Odluke o svojim akcijama, kupnji, držanju ili prodaji vrijednosnih papira, investitori između ostalih informacija, donose na temelju financijskih informacija prezentiranih preko financijskih izvještaja. Financijski su izvještaji stoga sredstvo komunikacije za sastavljače – menadžment poduzeća, a temelj donošenja financijskih odluka za korisnike – investitore.

Periodički su financijski izvještaji odavno prestali biti samo tablice s podacima iz računovodstvenog sustava poduzeća. S vremenom, kojeg su obilježili rast, razvoj i konkurentnost tržišta, postali su opsežan marketinški alat koji kombiniranjem financijskih i nefinancijskih informacija postojeće i buduće investitore potiče na ulaganje. Osim promoviranja kupnje udjela poduzeća isticanjem povoljnih rezultata razdoblja, ohrabrivanje investitora na kupnju vrši se u obliku jasnog, svima razumljivog i frenetičnog tona i stila narativnih dijelova financijskih izvještaja.

Valja se zapitati vrijedi li isto i u suprotnom smjeru, odnosno hoće li se negativni rezultati razdoblja financijskim izvještajima komunicirati jasno i razumljivo ili će menadžment poduzeća, pod krinkom kompleksnosti poslovanja, na oportun način složenim stručnim žargonom i stilom pisanja namjerno otežati čitanje i razumijevanje. Na taj bi način investitori i ostale interesne skupine bile uskraćene za vrijedne informacije ili pak obeshrabrene od detaljnije analize financijskih izvještaja što bi ih posljedično ostavilo u informacijski nepovoljnom položaju. Za menadžment, s druge strane, ovo je sasvim legalan alat kojim se

položaj poduzeća i posljedično vlastiti status, razvidan kroz cijenu dionica, štiti od manjih poteškoća ili pak većih financijskih problema. Iz navedenog se može definirati problem ovog istraživanja koji se odnosi na analizu čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja poduzeća koja kotiraju svoje dionice na Zagrebačkoj burzi te usporedbu nalaza s performansama, odnosno uspješnosti istih poduzeća.

1.2. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog rada je istražiti razlikuje li se razina čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja poduzeća koja svoje dionice listaju na Zagrebačkoj burzi s obzirom na vjerojatnost bankrota mjerenom odabranim modelom financijskih pokazatelja.

Premisa istraživanja je kako narativni elementi financijskih izvještaja predstavljaju lako manipulativan marketinški alat namijenjen brzom komuniciranju investitorima najrelevantnijih financijskih i nefinancijskih informacija. Ranija inozemna istraživanja poput Smitha i Tafflera (1992), Bakera i Kare (1992) te Blackwella i ostalih (1993) otkrila su razliku između čitljivosti izvještaja poduzeća sa dobrim i lošim pokazateljima uspješnosti i sigurnosti poslovanja. Kako se sigurnost i uspješnost poslovanja poduzeća očituju u vjerojatnosti bankrota, korak dalje u studijama čitljivosti predstavlja istraživanje odnosa i utvrđivanje potencijalne povezanosti vjerojatnosti bankrota i čitljivosti. Konzistentno sa ranijim istraživanjima, pretpostavka je kako će pozitivni rezultati biti jasnije, razumljivije i čitljivije prezentirani od negativnih rezultata.

1.3. Ciljevi istraživanja

Primaran je cilj ovog rada utvrditi razinu čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja poduzeća koja su listana na Zagrebačkoj burzi te potvrditi ili opovrgnuti vezu iste sa financijskim zdravljem poduzeća, odnosno s vjerojatnošću poslovnog neuspjeha. Cilj je također izložiti metodologiju mjerenja čitljivosti ali i metodologiju izračuna vjerojatnosti poslovnog neuspjeha. U konačnici, jedan od najvažnijih ciljeva jest naglasiti važnost informacija sadržanih u narativnim elementima financijskih izvještaja kako bi se isti, kao bitan dio sustava korporativnog izvještavanja, ustalili u hrvatskoj praksi korporativnog izvještavanja.

1.4. Metode istraživanja

Diplomski se rad sastoji od teoretskog i empirijskog dijela. Teoretski se dio odnosi na prezentaciju i analizu prikupljene znanstvene i stručne, inozemne i domaće literature te obuhvaća prva četiri poglavlja. Znanstveno-istraživačke metode koje će se koristiti su kako

slijedi: metoda analize, metoda sinteze, metoda klasifikacije, metoda eksplanacije, metoda deskripcije, metoda komparacije, metoda indukcije i metoda dedukcije. U empirijskom dijelu, koji obuhvaća zadnja dva poglavlja, provodit će se statistički testovi sa svrhom dokazivanja ili opovrgavanja postavljenih hipoteza te će se izložiti i interpretirati dobiveni rezultati.

1.5. Doprinos istraživanja

Doprinos ovog rada je u apostrofiranju važnosti narativnog izvještavanja i širenju razumijevanja koncepta čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja u Hrvatskoj s jedinstvenim ciljem – jasniji i svima razumljivi financijski izvještaji. Doprinos istraživanja također je razvijanje svijesti o informacijskoj asimetriji i prijetnjama koje mogu proizaći povećanjem iste, prvenstveno u obliku otežane čitljivosti financijskih izvještaja. Konačan doprinos razvoja svijesti o ovoj tematici je zaštita najugroženijih tržišnih aktera – individualnih investitora, koji u slučaju ugroze prezentiranih informacija mogu izgubiti sve.

Iako su u inozemstvu uobičajena, frekventna i raznovrsnih tematika, istraživanja čitljivosti financijskih izvještaja u Republici Hrvatskoj još uvijek nisu zaživjela. Razlog je potrebno potražiti u relativno maloj veličini i popularnosti tržišta kapitala, oskudnim narativnim elementima financijskih izvještaja većine listanih kompanija kao i neprilagođenosti formula čitljivosti hrvatskom jeziku. Usprkos tome, daljnje razumijevanje tematike čitljivosti na hrvatskim tržištima vrijednosnih papira može pridonijeti i ohrabriti razvoj znanstvene misli.

1.6. Sadržaj rada

Nakon uvodnog prvog poglavlja slijedi drugo poglavlje koje se odnosi na koncept financijskog izvještavanja. U njemu će se detaljnije objasniti svrha, vrste i povezanost financijskih izvještaja te hrvatski pravni okvir sastavljanja i objave istih. Treće poglavlje predstavlja tematiku analize financijskih izvještaja te će se obrazložiti koncept financijskih pokazatelja s naglaskom na predviđanje vjerojatnosti poslovnog neuspjeha poduzeća. U četvrtom se poglavlju fokus prebacuje na problematiku čitljivosti financijskih izvještaja gdje će se nakon definiranja pojma i načina mjerenja čitljivosti, detaljnije elaborirati prethodna istraživanja na temu i kritike istih. Nakon teorijskih aspekata slijedi empirijski dio rada. Peto poglavlje sadrži detaljan opis statističke metodologije i načina istraživanja. Potom se u šestom poglavlju rada prezentiraju rezultati istraživanja, potvrđuju ili opovrgavaju hipoteze te izводе zaključci i preporuke za buduća istraživanja.

2. FINANCIJSKO IZVJEŠTAVANJE

Financijsko izvještavanje proces je u kojem poduzeće emitira financijske informacije svim zainteresiranim subjektima s ciljem informiranja o financijskom položaju, novčanim tokovima i uspješnosti svog poslovanja. Pružene informacije moraju biti relevantne, pravovremene, točne te fer i razumljivo prezentirane korisnicima od kojih su najznačajniji postojeći i potencijalni investitori i kreditori. Spomenutim korisnicima potrebne su dvije vrste informacija: informacije o imovini, obvezama, kapitalu i promjenama u istima te informacije o efikasnosti izvršenja dužnosti menadžmenta u korištenju ekonomskih resursa poduzeća.¹ Prve se informacije koriste za donošenje odluka ekonomske naravi u obliku investiranja/kreditiranja, dok se druge informacije koriste za donošenje političkih odluka o nastavku/prestanku angažmana i kompenzacijama menadžmenta, odnosno uprave poduzeća.

Iz svega navedenog razvidno je kako je središte i polazna točka koncepta financijskog izvještavanja informacija, odnosno **financijska informacija**. Jednostavno se može definirati kao rezultat poslovanja poduzeća izražen u novčanim jedinicama.² Rezultat poslovanja tvrtke utvrđuje se na temelju prošlih aktivnosti i implikacija tih aktivnosti koje se kontinuirano tijekom razdoblja bilježe u računovodstvenom sustavu poslovnog subjekta. Računovodstvo je dakle ishodište financijskih informacija te u svojoj konačnoj fazi – izvještavanju, odašilje informacije prema svim zainteresiranim subjektima kako bi im se omogućila informacijska podloga za donošenje pravovaljanih i informiranih poslovnih odluka.

Najznačajniji korisnici – investitori, financijske informacije mogu pribaviti izravno od kompanije ili sa tržišta.³ Informacije iz kompanija dolaze iz tri temeljna izvora: **financijski izvještaji**, publikacije/izvješća analitičara i brokerskih kuća te tvrtkina interna izvješća i dobrovoljne objave.⁴ Svaki od ovih izvora predstavlja sredstvo transporta informacija o poslovanju poduzeća iznutra prema vani, no financijski su izvještaji najznačajniji, direktan i javno dostupan izvor informacija o performansama poduzeća kojeg sa svrhom informiranja sastavlja menadžment poduzeća.

Osim spomenutih sastavljača financijskih izvještaja – menadžmenta poduzeća i korisnika izvještaja - investitora i kreditora, u procesu financijskog izvještavanja sudjeluju i entiteti zaduženi za kontrolu njihovog odnosa – revizori i nadzorna tijela. Eksterni revizori, shodno

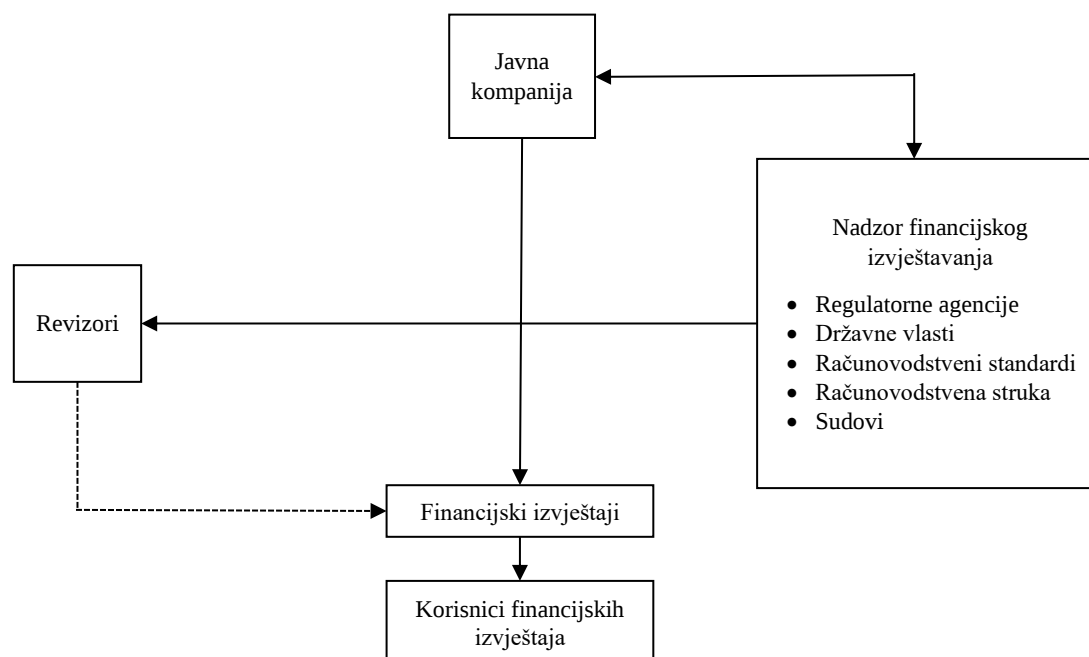
¹ IFRS (2018): Conceptual Framework for Financial Reporting 2018.

² Belak, V. (2014): Analiza poslovne uspješnosti, RRiF-plus, Zagreb.

³ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb.

⁴ Rezaee, Z., Riley, R. (2009): Financial Statement Fraud: Prevention and Detection 2nd Ed., Wiley.

svojoj stručnosti i neovisnosti, angažirani su za izražavanje mišljenja glede istinitosti i fer prezentiranja financijskog položaja poduzeća u financijskim izvještajima.⁵ Oni svojim potvrđivanjem ispravnosti dodaju vrijednost prezentiranim izvještajima čineći ih vjerodostojnima i pozitivno utječući na povjerenje korisnika. Nadzorna tijela predstavljaju državni utjecaj u regulaciji tržišta kapitala, izravno kroz vladina tijela i agencije ili posredno kroz delegiranje standardizacije računovodstvenih i revizorskih standarda privatnom i neprofitnom sektoru.⁶ Odnos sudionika financijskog izvještavanja ilustrira sljedeća shema:



Slika 1: shema financijskog izvještavanja

Prilagođeno prema: Rezaee, Z., Riley, R. (2009): Financial Statement Fraud: Prevention and Detection, Wiley.

Za ovaj Diplomski rad, umjesto financijskog izvještavanja, možda bi bilo prikladnije razmatrati koncept korporativnog izvještavanja. Predstavlja širi termin koji povrh financijskih informacija obuhvaća prezentiranje i nefinancijskih informacija u javnim objavama korporacija koje kotiraju na burzi.⁷ Ograničavajući faktor navedenome je nedostatna razvijenost Zagrebačke burze i anemično prihvaćanje sustava korporativnog upravljanja i pripadajućih mu mehanizama od većine hrvatskih dioničkih društava. Stoga je i dalje prevladavajuće izvještavanje u Republici Hrvatskoj ono financijsko nadopunjeno s minimalnim zakonskim zahtjevima u pogledu prezentacije nefinancijskih podataka.

⁵ ibidem

⁶ ibidem

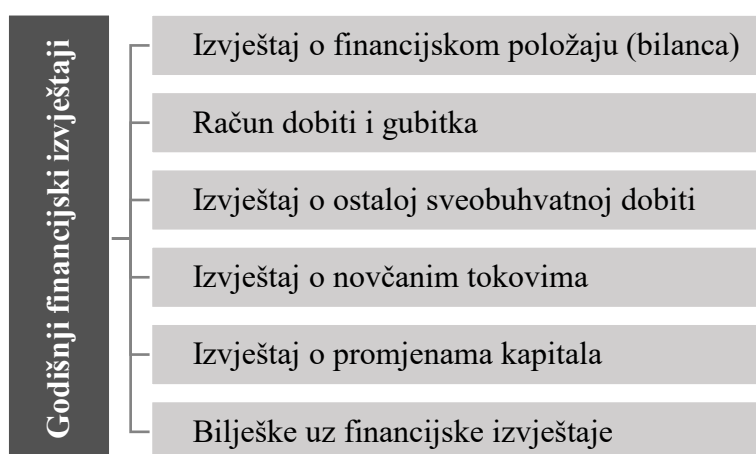
⁷ Pervan I., u Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

2.1. Financijski izvještaji

Financijski izvještaji ključan su medij **financijskog izvještavanja**. Dok financijsko izvještavanje predstavlja svojevrstan proces komunikacije financijskih rezultata emitenta prema recipijentu, financijski izvještaj predstavlja dokument koji je sredstvo te komunikacije, odnosno nositelj informacija u obliku financijskih rezultata. Financijsko izvještavanje obveza je svakog poduzetnika, pri čemu se zakonom zahtijeva najmanje financijsko izvještavanje na godišnjoj razini a u praksi je također popularno kvartalno i polugodišnje izvještavanje.

Financijski su izvještaji zakonom obvezujući, sustavni i strukturirani prikazi financijskog položaja i performansi poduzeća koje ih sastavlja. Jasna i razumljiva komunikacija financijskih rezultata svim zainteresiranim subjektima cilj je svih financijskih izvještaja jer spomenuti subjekti, prvenstveno investitori i kreditori, informacije o poduzeću koriste kao temelj za donošenje smislenih financijskih odluka. Osim općeg financijskog uspjeha poduzeća, financijski izvještaji također služe kao iskaz performansi uprave i menadžmenta poduzeća. Informacije o poduzeću koje izvještaji komuniciraju su prvenstveno informacije o imovini, obvezama i kapitalu, prihodima, rashodima i financijskom rezultatu te novčanim primicima i izdacima poduzeća.

Zakon o računovodstvu glavni je mjerodavni dokument u definiranju pravnog okvira računovodstva, financijskog izvještavanja i pripadajućih standarda te financijskih izvještaja. Isti zakon propisuje godišnje financijske izvještaje, njihov oblik, sadržaj i obveznike sastavljanja. Prikaz 6 godišnjih financijskih izvještaja dan je u sljedećoj slici:



Slika 2: prikaz godišnjih financijskih izvještaja

Izvor: Narodne novine (2015): Zakon o računovodstvu, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 78.

2.1.1. Bilanca

Izveštaj o financijskom položaju (bilanca) sustavni je pregled stanja imovine i izvora imovine nekog gospodarskog subjekta na određeni datum. Potonje znači kako se bilanca odnosi na jednu točku u vremenu, najčešće zadnji dan izvještajnog razdoblja (kvartala, polugodišta ili fiskalne godine), što je čini **statičkim financijskim izvještajem**. Bilanca je osnovni i jedan od temeljnih financijskih izvještaja. U suštini prikazuje ravnotežu između aktive (koja se odnosi na imovinu) i obveza. Ako aktiva nije jednaka obvezama, onda je stavka koja donosi ravnotežu kapital ekonomskog subjekta, koji je po veličini jednak razlici između imovine i obveza.⁸ Obveze i kapital ekonomskog subjekta zatim se zbrajaju u pasivu, koja vrijednosno, po definiciji, ekvilibrira aktivi. I aktiva i pasiva sačinjene su od niza stavki čijim se zbrajanjem vrijednosti dobiva konačni iznos koji mora biti istoznačan s obje strane jednakosti. Struktura i sadržaj bilance propisani su Pravilnikom o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja.⁹ Isti pravilnik također propisuje obvezu iskazivanja podataka u bilanci za tekuću ali i za prethodnu godinu i to u domaćoj valuti – Hrvatskoj kuni.

2.1.2. Račun dobiti i gubitka

Račun dobiti i gubitka (RDG) prikazuje prihode i rashode te financijski rezultat (dobit ili gubitak), određenog gospodarskog subjekta, ostvaren u određenom obračunskom razdoblju. Sastavlja se periodički najčešće za interval od 3, 6 ili 12 mjeseci. Kao što je slučaj kod bilance, račun dobiti i gubitka spada u temeljne financijske izvještaje. Karakteristika RDG-a je prikazivanje vremenskog perioda, a ne vremenskog presjeka u obliku stanja na određeni datum. To ga, u suprotnosti s bilancom, čini **dinamičnim financijskim izvještajem**. Iako naizgled u oprečnosti, bilanca i račun dobiti i gubitka komplementarni su jedno drugome. Bilanca prikazuje stanja a račun dobiti i gubitka promjene stanja. Primjerice, u bilanci evidentirano stanje imovine, kapitala i obveza na jedan datum rezultat je pozitivnih i negativnih promjena evidentiranih u računu dobiti i gubitka za period koji prethodi tom stanju. Pri čemu pozitivne promjene povećavaju imovinu ili smanjuju obveze te se nazivaju prihodima, a negativne promjene smanjuju imovinu ili povećavaju obveze te se nazivaju rashodima. U konačnici financijski rezultat poduzeća na kraju godine može biti pozitivan (dobit) ili negativan (gubitak).

⁸ Bolfek, B., Stanić, M., Tokić, M. (2011): Struktura bilance kao pokazatelj lošeg poslovanja, *Oeconomica Jadertina*, 1 (1), 76-87.

⁹ Narodne novine (2016): Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 95.

2.1.3. Izvještaj o novčanom toku

Izvještaj o novčanim tokovima prikazuje novčane tokove gospodarskog subjekta, odnosno cirkulaciju novca u obliku priljeva i odljeva novca i novčanih ekvivalenata (visoko likvidna ulaganja) u danom obračunskom razdoblju. Ovaj izvještaj pruža informacije koje služe kao osnovica za procjenu sposobnosti poduzeća da generira novac ali isto tako za procjenu potrebe i sklonosti poduzeća za potrošnjom novca. Navedene informacije su od vitalne važnosti za prosudbu uspješnosti poduzeća jer omogućuju ocjenjivanje financijske strukture poduzeća uključujući analizu likvidnosti i solventnosti.¹⁰ Stoga se izvještaj o novčanim tokovima smatra zdravstvenim kartonom svakog poduzeća, međutim, ne smije se gledati izdvojeno od ostalih izvještaja jer ne otkriva bitne informacije poput financijskog stanja i profita poduzeća.¹¹ Dvije su metode sastavljanja dostupne poduzetnicima na slobodan odabir, direktna metoda koja prikazuje glavne skupine bruto gotovinskih primitaka i izdataka te neto rezultat i indirektna metoda kod koje se računaju neto gotovinski tijekovi iz operativnih aktivnosti tako da se dobit usklađuje za učinke transakcija nenovčane prirode.¹² Direktna je metoda informativnija budući da prikazuje primitke i izdatke od poslovnih, financijskih i investicijskih aktivnosti poduzeća, čineći je poželjnijom metodom koju preporučuju zakonodavac i računovodstvena struka.

2.1.4. Izvještaj o ostalom sveobuhvatnom dobitku

Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti predstavlja prošireni prikaz neto dobiti te se smatra dopunskim izvještajem računa dobiti i gubitka. Poduzeća mogu navesti pojedine stavke zajedno s računom dobiti i gubitka te predstaviti ostalu sveobuhvatnu dobit kao zasebno izvješće.¹³ Ukupna sveobuhvatna dobit se odnosi na promjene kapitala (neto imovine) poduzeća tijekom razdoblja koje su proizašle iz transakcija i drugih događaja iz eksterne okoline, osim promjena koje su proizašle iz transakcija s vlasnicima u njihovom svojstvu vlasnika.¹⁴ Pa se tako promjene u kapitalu koje su povezane s transakcijama u koje nisu uključeni vlasnici, prezentiraju u okviru izvještaja o sveobuhvatnoj dobiti, a promjene u kapitalu u koje su uključeni vlasnici, prezentiraju se u okviru izvještaja o promjenama kapitala.¹⁵

¹⁰ Tracy, J. A. (2014): How to Read a Financial Report: Wringing Vital Signs Out of the Numbers, Wiley.

¹¹ ibidem

¹² Belak, V., Vudrić, N. (2012): Osnove suvremenog računovodstva, Belak Excellens, Zagreb.

¹³ Alpha Capitalis d.o.o., raspoloživo na: <https://alphacapitalis.com/glossary/izvjestaj-o-ostaloj-sveobuhvatnoj-dobiti/> (16.2.2020.).

¹⁴ Narodne novine (2009): Odluka o objavljivanju Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 136.

¹⁵ TEB poslovno savjetovanje, raspoloživo na: <https://www.teb.hr/novosti/2021/izvjestaj-o-ostaloj-sveobuhvatnoj-dobiti-za-2020/> (30.5.2021.).

2.1.5. Izvještaj o promjenama kapitala

Izvještaj o promjenama kapitala često se naziva i izvještaj o zadržanoj dobiti i prikazuje strukturu i sve promjene u stavkama kapitala poduzeća nastalim u vremenu između dva datuma bilance. Sadržava promjene uloženog kapitala, zarađenog kapitala i izravne promjene u kapitalu. Neke od promjena su povećanje ili smanjenje dobitka/gubitka tekućeg ili prošlog razdoblja, povećanje ili smanjenje kapitalnih i revalorizacijskih rezervi, isplate dividendi, promjene u računovodstvenim politikama i efekti ispravaka pogrešaka u prošlom razdoblju. Riječ je o manje popularnom i značajnom financijskom izvještaju koji djeluje kao svojevrsna komplementarna nadopuna bilance.

2.1.6. Bilješke uz financijske izvještaj

Bilješke uz financijske izvještaje sadrže dodatne i dopunske informacije koje nisu prezentirane u ostalim financijskim izvještajima a potrebne su kako bi se omogućila fer i pravedna prezentacija.¹⁶ Objašnjenja stavki prikazana su sustavno u tekstualnom i numeričkom obliku. Bitan sadržaj bilješki jesu pojašnjenja o korištenim računovodstvenim politikama (vrednovanje materijalne i nematerijalne imovine, amortizacija, rezerviranja za rizike i troškove, kapitalizacija, priznavanje prihoda i troškova te otpis potraživanja) i metodama korištenim pri sastavljanju financijskih izvještaja. Bilješke također mogu uključivati eventualne naknadne događaje koji imaju utjecaja na izvještaje a nastali su nakon kraja izvještajnog razdoblja, potencijalne buduće obveze poput sudskih sporova ali i detalje o konsolidaciji ovisnih društava te obrazloženja izostavljanja konsolidacije pojedinih društava.¹⁷ Važno je istaknuti kako se pri reviziji financijskih izvještaja itekako obraća pozornost na bilješke prvenstveno radi analize utjecaja korištenja pojedinih računovodstvenih politika na izvještaje.

2.2. Međuovisnost financijskih izvještaja

Iako je svaki od financijskih izvještaja stvoren kao zaseban dokument ipak ih je pogrešno promatrati kao takve budući da su različiti dijelovi iste cjeline. Izvještaji imaju visoku razinu međuovisnosti u kontekstu da promjene određene stavke jednog izvještaja uzrokuju promjene u ostalim izvještajima¹⁸ kao i financijskim pokazateljima koji često unakrsno povezuju različite

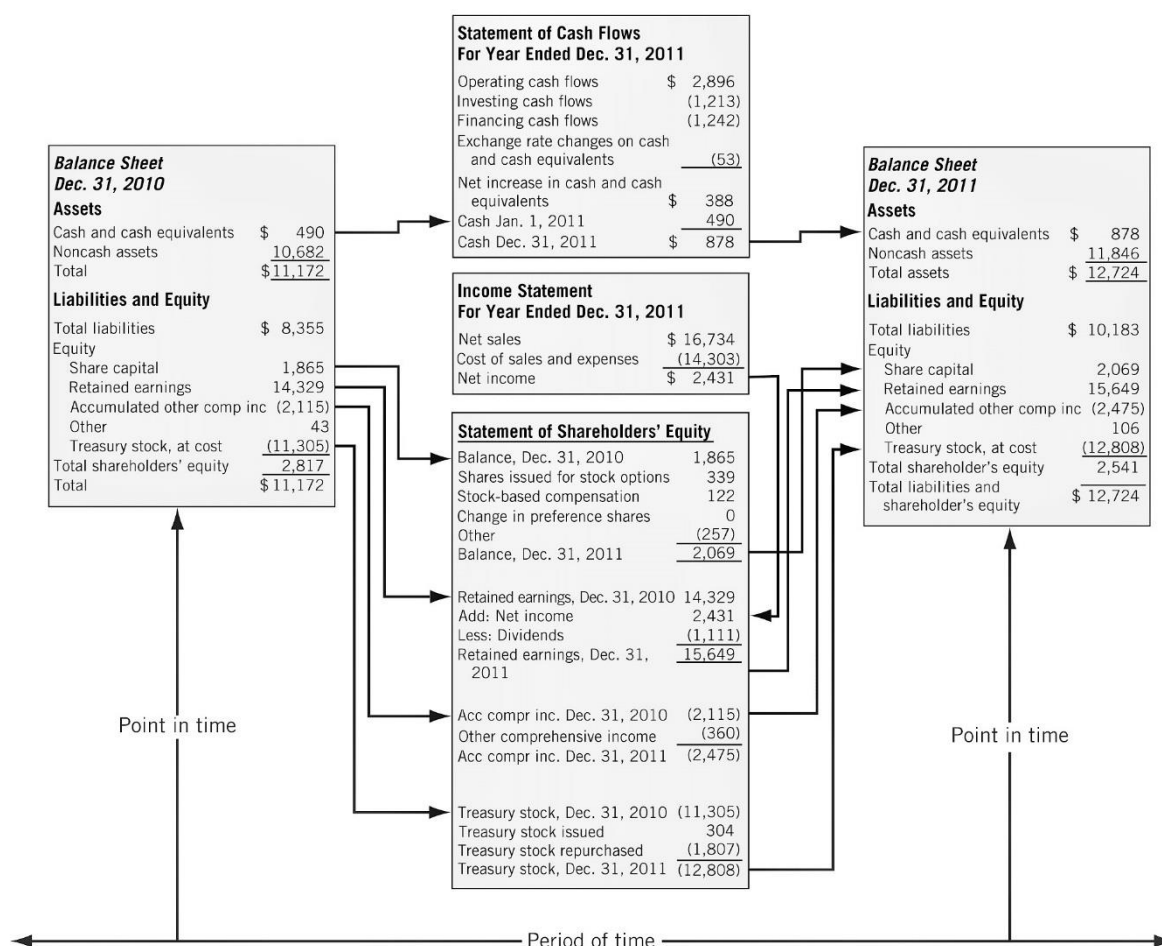
¹⁶ Alexander, D., Nobes, C. (2010): Financial Accounting: An International Introduction, Pearson Education Canada.

¹⁷ Corporate Finance Institute, raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com> (7.7.2020.).

¹⁸ Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

stavke iz različitih financijskih izvještaja. Stoga se samo komplementarnim korištenjem izvještaja stječe cjelovit i sveobuhvatan uvid u poslovanje poduzeća¹⁹ te je svaka odluka donesena na temelju samo jednog izvještaja bez sinteze s drugima u konačnici odluka temeljena na nepotpunim i potencijalno obmanjujućim informacijama.

Međusobna ovisnost navedenih financijskih izvještaja očita je iz međuovisnosti njihovih stavaka. Upotrebom statičnih bilančnih stavaka, imovine i izvora imovine, nastaju dinamične stavke računa dobiti i gubitka – prihodi i rashodi. Naplaćeni prihodi i rashodi postaju primitci i izdatci, odnosno stavke izvještaja o novčanim tokovima. U konačnici, primitci i izdatci direktno mijenjaju veličinu i strukturu bilance i njezinih pozicija. Sljedeći prikaz ilustrira navedenu sponu među izvještajima, naglašavajući statičnost bilance te dinamičnost promjena svih stavki aktive i pasive između njena dva datuma.



Slika 3: veza između temeljnih financijskih izvještaja

Izvor: Subramanyam, K. R. (2014): Financial Statement Analysis 11th Ed., McGraw-Hill Education.

¹⁹ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb.

2.3. Financijsko izvještavanje u Republici Hrvatskoj

2.3.1. Godišnje izvješće

Srednje velika i velika poduzeća, shodno znatnijem obimu svog poslovanja, imaju prema Zakonu o računovodstvu, uz temeljne financijske izvještaje, obvezu sastavljanja dodatnih izvješća.²⁰ Razlog te obveze proizlazi iz povećanih potreba zainteresiranih subjekata za informacijama uslijed kompleksnosti poslovanja, transakcija i organizacijske strukture.²¹ U tom se kontekstu pojavljuje obveza sastavljanja Godišnjeg izvješća.

Godišnje izvješće (*eng. Annual Report*) je obuhvatan skup izvještaja u kojima se prezentiraju različiti financijski i nefinancijski aspekti poslovanja subjekta te mora sadržavati:²²

- **financijske izvještaje** za izvještajno razdoblje i **izvještaj revizora**,
- **izvješće posloводства** s podacima koji se odnose na prikaz: budućeg razvoja poslovanja, aktivnosti istraživanja i razvoja, informacija o otkupu vlastitih dionica, informacija o postojećim podružnicama i informacija o financijskim instrumentima (upravljanje i izloženost rizicima te politika zaštite),
- izjavu o primjeni **kodeksa korporativnog upravljanja**,
- izvještaj o **plaćanjima javnom sektoru**.

Godišnje izvješće predstavlja sveobuhvatnu sliku poslovanja poduzeća prezentiranu kroz skup kvantitativnih ali i kvalitativnih, odnosno **narativnih** elementa. Implementacija narativnih elemenata u financijsko izvještavanje dio je trenda širenja spektra objavljivanih informacija kao i dubine analize u financijskim izvještajima. Trend je iniciran nastankom koncepta korporativnog upravljanja uslijed jačanja vlasničkog pokreta prouzročenog saturacijom dionika menadžerskim kapitalizmom.²³ Korporativno upravljanje i jedan od njegovih mehanizama – korporativno izvještavanje, alati su kojima se nastoje eliminirati agencijski troškovi i premostiti informacijski jaz između menadžmenta i svih interesno-utjecajnih skupina.

Osim zadovoljavanja sve većih informacijskih potreba investitora i ostalih dionika, narativno izvještavanje omogućava stvaranje komercijalno atraktivne slike poduzeća koja može dovesti do boljeg razumijevanja politika, rezultata i planova od strane njegovih dionika.

²⁰ Narodne novine (2015): Zakon o računovodstvu, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 78.

²¹ Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

²² TEB poslovno savjetovanje, raspoloživo na: <https://www.teb.hr/novosti/2020/godisnje-izvjesce-za-2019/> (10.7.2020.).

²³ Tipurić, D., u Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

Prednost narativnih elemenata predstavlja i mogućnost diferencijacije poduzeća u odnosu na svoje konkurente kroz beskompromisnu težnju za transparentnošću i informiranjem dioničara, razvidno kroz primjer američke farmaceutske korporacije Pfizer.²⁴

Velike su korporacije odavno implementirale ovaj snažan marketinški alat povećavajući transparentnost svojih financija ali i pokazujući svoj doprinos u zaštiti okoliša, društvenoj odgovornosti, brizi za zaposlene i slično. Narativno izvještavanje prisutno je i u Republici Hrvatskoj, no tek je u svojim začecima. Rastom konkurencije i potreba za kapitalom kao i popularizacijom ulaganja u vrijednosne papire očekuje se potpuno integriranje narativnih elemenata u financijske izvještaje koji će se napokon moći zvati korporativnim izvještajima.

Izvjješće posloводства (eng. *Management's discussion and analysis* - MD&A), uz izvještaj revizora, najčitaniji je narativni element godišnjih financijskih izvještaja u kojem se menadžment poduzeća izravno obraća svojim dioničarima. Sastavlja se radi dodatnog unaprjeđenja korisnikovog shvaćanja informacija iz financijskih izvještaja i ima nekoliko ciljeva: pružiti narativna objašnjenja financijskih izvještaja iz perspektive menadžmenta, pružanje konteksta u kojem bi se financijske informacije trebale analizirati i pružanje informacija o kvaliteti i stabilnosti tvrtkinih zarada i novčanih tokova.²⁵ Menadžment također mora obznaniti poželjne i nepoželjne tržišne trendove i identificirati događaje, odnosno rizike koji mogu utjecati na tvrtkinu likvidnost, kapital i aktivnosti.²⁶

Sadržaj izvješća posloводства balansira između analize proteklog razdoblja u kojoj se nastoje obrazložiti poslovni rezultati i faktori koji su na njih utjecali te osvrta na buduća razdoblja, gdje se nastoje pojasniti poslovni planovi, investicije, projicirani rizici i očekivanja buduće zarade.²⁷ Navedeno, a poglavito osvrt na budućnost, često zna biti nerealno i najblaže rečeno prožeto entuzijastičnim optimizmom u cilju portretiranja kompanije u najboljem svjetlu. Stoga se izvješće posloводства, osim za primarnu ulogu informiranja, također koristi kao marketinški alat za motiviranje ulagača na kupnju udjela, sve u pokušaju da se kompanija dobro unovči na tržištu kapitala. Navedeno je razlog zakonom propisane revizije usklađenja izvješća posloводства s financijskim izvještajima za isto izvještajno razdoblje kako bi se osigurala realnost informacija sadržanih u njemu.²⁸

²⁴ ibidem

²⁵ Lessambo, F. I. (2018): *Financial Statements - Analysis and Reporting*, Springer International Publishing.

²⁶ Subramanyam, K. R. (2014): *Financial Statement Analysis* 11th Ed., McGraw-Hill Education.

²⁷ Young, S. D., Cohen, J., Bens, D. A. (2019): *Corporate Financial Reporting and Analysis -A Global Perspective*, Wiley & Sons.

²⁸ Narodne novine (2015): *Zakon o računovodstvu*, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 78.

2.3.2. Obveznici sastavljanja

Nisu svi poduzetnici obvezni sastaviti svako od navedenih šest godišnjih financijskih izvještaja. Poduzetnici kojima je obim posla relativno minoran naspram ostalim poduzetnicima, oslobođeni su sastavljanja određenih izvještaja. To je, između ostalog, jedan od razloga uvođenja podjele poduzetnika prema trima kriterijima: **iznos ukupne aktive, iznos prihoda i prosječan broj radnika tijekom poslovne godine**. Na navedeni način poduzetnici se grupiraju u četiri kategorije: mikro, mali, srednji i veliki. Smatra se kako je poduzetnik u jednom razredu ako nije prešao dva od tri kriterija, što znači kako je moguće odstupanje u jednom kriteriju preko granica razreda ako su preostali kriteriji zadovoljeni.²⁹

Tablica 1: prikaz razvrstavanja poduzetnika

Veličina	Mikro poduzetnici	Mali poduzetnici	Srednji poduzetnici	Veliki poduzetnici
Iznos ukupne aktive	do 2.600.000 kn	do 30.000.000 kn	do 150.000.000 kn	preko 150.000.000 kn
Iznos prihoda	do 5.200.000 kn	do 60.000.000 kn	do 300.000.000 kn	preko 300.000.000 kn
Prosječan broj radnika tijekom poslovne godine	do 10	do 50	do 250	preko 250

Izvor: Narodne novine (2015): Zakon o računovodstvu, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 78.

Sukladno navedenoj podjeli koju definira Zakon o računovodstvu, mikro i mali poduzetnici obveznici su sastavljanja bilance, računa dobiti i gubitka te bilješki uz financijske izvještaje. To znači kako su ta tri financijska izvještaja obvezna za sve poduzetnike neovisno o njihovoj veličini. Srednji i veliki poduzetnici obveznici su sastavljanja svih šest financijskih izvještaja uz iznimku izvještaja o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti čijeg se sastavljanja oslobađaju obveznici primjene Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja.

2.3.3. Rokovi izrade i objave

Zakon o računovodstvu također propisuje rokove dostavljanja financijskih izvještaja Financijskoj agenciji (FINA) i u tom se kontekstu razlikuju 2 roka. Prvi rok je obveza dostavljanja godišnjeg financijskog izvještaja za statističke i druge potrebe i to 4 mjeseca nakon završetka poslovne godine (najčešće 30. travnja). Drugi rok predstavlja konačan rok za podnošenje godišnjeg financijskog izvještaja i druge propisane dokumentaciju radi javne

²⁹ ibidem

objave i to 6 mjeseci nakon završetka poslovne godine³⁰ (najčešće 30. lipnja). Većina poduzetnika može iskoristiti mogućnost istovremenog podnošenja financijskih izvještaja za statističke i druge potrebe i radi javne objave.³¹ Važno je napomenuti kako poduzetnici koji su obveznici konsolidacije financijskih izvještaja imaju dulji rok te moraju iste dostaviti najkasnije u roku od devet mjeseci od zadnjeg dana poslovne godine (najčešće 30. rujna).

2.3.4. Konsolidacija financijskih izvještaja

U slučaju da poduzeće ima kontrolu nad jednim ili više poduzeća stvara se obveza konsolidacije financijskih izvještaja. Pojam kontrola označava situaciju kada poduzeće (*vladajuće društvo*) ima nad jednim ili više poduzeća (*ovisno društvo*) pravo upravljanja financijskim i poslovnim politikama tako da od njih ostvaruje koristi.³² U takvim se situacijama, za potrebe financijskog izvještavanja, stvara fiktivna grupa poduzeća čiji se financijski izvještaji konsolidiraju.³³ Konsolidacija podrazumijeva zbrajanje pripadajućih stavki bilance i računa dobiti i gubitka uz eliminaciju unutargrupnih transfera, odnosno svih transakcija koje su se dogodile između poduzeća u grupi, osim onih koje su potvrđene transferom van grupe. Učinci unutargrupnih transfera mogu biti vidljivi u sljedećim stavkama bilance i računa dobiti i gubitka: ulaganje u ovisno društvo, dividende, potraživanja i obveze, prihodi i rashodi te nerealizirani gubici i dobici od prodaje zaliha i dugotrajne imovine.³⁴

2.4. Revizija financijskih izvještaja

Informacije koje objavljuje menadžment preko korporativnih financijskih izvještaja imaju značajnu vrijednost samo ako su ovjerene od strane neovisnog agenta tržišta kapitala – eksternog revizora.³⁵ Razlog leži u konfliktnim interesima sastavljača izvještaja – menadžmenta i korisnika izvještaja – investitora. Takav sukob interesa može potaknuti menadžment, subjekta s kontrolom, da manipulira financijskim izvještajima i djeluje u svom interesu a protivno interesa investitora.³⁶ Rezultat toga je opravdan razlog za sumnju korisnika izvještaja u oportunizam i nepovjerenje u poštenje menadžmenta poduzeća. U tom se kontekstu eksterna

³⁰ ibidem

³¹ TEB poslovno savjetovanje, raspoloživo na: <https://www.teb.hr/novosti/2020/sastavljanje-i-podnosenje-godisnjih-financijskih-izvjestaja-za-2019/> (5.7.2020.).

³² Deloitte, IFRS in Your Pocket 2019., raspoloživo na: <https://www.iasplus.com/en/tag-types/global/publication-series/ifrs-in-your-pocket> (15.7.2020.).

³³ Pervan, I. (2012): Računovodstvo poslovnih spajanja, RRiF Plus d.o.o., Zagreb.

³⁴ ibidem

³⁵ Soltani, B. (2010): Revizija - Međunarodni pristup, Mate d.o.o., Zagreb.

³⁶ ibidem

revizija pojavljuje kao tržišni mehanizam korporativne kontrole i način stjecanja povjerenja dionika u istinitost i točnost financijskih izvještaja.

Zakon o reviziji definira je kao: „*provjeru i ocjenjivanje godišnjih financijskih izvještaja te podataka i metoda korištenih prilikom njihova sastavljanja.*“³⁷ Provjeru realnosti i objektivnosti podataka poduzeća revizori prosuđuju na temelju zakona i propisa te računovodstvenih načela, standarda i politika. Plod procesa revizije je stručno mišljenje revizora jesu li ili ne financijski izvještaji u skladu s utvrđenim kriterijima te daju li fer i istinit prikaz financijskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzeća. Mišljenje eksternog revizora afirmativno djeluje na računovodstvene informacije i omogućuje korisnicima donošenje racionalnih financijskih odluka.

U Republici Hrvatskoj, sukladno ranijoj podjeli poduzetnika, Zakon o računovodstvu definira obveznike revizije godišnjih financijskih izvještaja. Prema tome izvještaji velikih i srednjih poduzetnika te subjekata od javnog interesa godišnje su podvrgnuti reviziji. Isti zakon ovlašćuje Hrvatsku revizorsku komoru kao javno tijelo za vođenje registra te provođenje nadzora i provjeru kvalitete rada revizora.³⁸

Nadzor i provjera kvalitete revizije u cijelom svijetu intenzivirani su povodom brojnih računovodstvenih skandala krajem 20. i početkom 21. stoljeća, naročito nakon što su mnoge ugledne revizorske kuće izravno kriminalno sudjelovale u obmanjivanju investitora lažiranjem financijskih izvještaja svojih klijenata.³⁹ Navedene su tržišne turbulencije uvele sumnju u korisnost same revizorske profesije te su potakle regulatorna tijela na formiranje pripadajućih standarda pod nazivom Međunarodni revizijski standardi (MRevS). Standardi su podijeljeni na skupine, svaka od kojih se dotiče jednog dijela revizorske djelatnosti i kolektivno se smatraju „pravilima igre“ revizijskih angažmana.

Sve navedeno upućuje na važnost adekvatne revizije financijskih izvještaja kao mehanizma umanjivanja nepovjerenja između tržišnih aktera. Reviziji je zadana specifična uloga potvrđivanja istinitosti izvještaja i otkrivanja eventualnih slučajnih pogrešaka ili namjernih malverzacija poduzeća u domeni poslovanja i financijskog izvještavanja. U konačnici, revizija je zadnja prepreka da prijevarni ili obmanjujući financijski izvještaji izađu u javnost i budu korišteni za donošenje poslovnih odluka.

³⁷ Narodne novine (2017): Zakon o reviziji, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 127.

³⁸ Hrvatska revizorska komora, raspoloživo na: <http://www.revizorska-komora.hr/index.php/o-nama.html> (28.02.2020.).

³⁹ Belak, V. (2011). Poslovna forenzika i forenzičko računovodstvo – borba protiv prijevare, RRI plus, Zagreb.

2.5. Regulacija, standardizacija i harmonizacija financijskog izvještavanja

Potreba za financijskim izvještavanjem nastala je uslijed rapidnog razvoja modernih korporacija koje obilježava odvojenost vlasništva i upravljanja. U tom je kontekstu sfera zainteresiranih subjekata koji nisu izravno uključeni u upravljanje i poslovanje poduzeća poprimila enormne razmjere. Ti su subjekti izuzetno ovisni o financijskim izvještajima kroz koje stječu relevantan uvid u rezultate poslovanja potreban za donošenje odluka na tržištu.

Potreba za regulacijom financijskog izvještavanja uočena je radi povećanih potreba korisnika za točnim informacijama i ugroze adekvatnog i poštenog ispunjavanja tih obveza. **Regulatorni okvir**, shodno navedenome, egzistira kako bi uklonio mogućnost da nesposoban i/ili beskrupulozan menadžment pruži lažan ili pak obmanjujući uvid u financijsko stanje poduzeća usmjerujući time korisnike na donošenje za njih nepovoljnih financijskih odluka.⁴⁰ Regulatorni okvir financijskog izvještavanja čine pravila i propisi koji s jedne strane sugeriraju a s druge striktno usmjeruju poduzeća u sastavljanju, prezentiranju i objavljivanju financijskih izvještaja. Čine ga tri temeljne komponente:⁴¹

- nacionalna legislativa,
- burzovni propisi i
- računovodstveni standardi.

U Republici Hrvatskoj **nacionalna legislativa** utjelovljena je u zakonima i podzakonskim aktima od kojih je najznačajniji Zakonu o računovodstvu. On predstavlja temeljni akt koji između ostalog okvirno uređuje sadržaj financijskih izvještaja, rokove objave te obveznike njihovog sastavljanja i revizije. Oblik i sadržaj financijskih izvještaja detaljno je objašnjen u Pravilniku o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja.

Burzovni propisi su u Republici Hrvatskoj prisutni u obliku Pravila Zagrebačke burze koje su zajednički izradili Zagrebačka burza i Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Navedeni dokument objedinjuje pravila ponašanja i djelovanja na burzi te regulira područja poput: djelokruga i organizacije poslovanja i članstva, vrste trgovanja i financijskih instrumenata kojima se trguje te nadzor i zaštita tržišta.⁴²

⁴⁰ Melville, A. (2017): International Financial Reporting, Pearson Education, Harlow.

⁴¹ ibidem

⁴² Zagrebačka Burza (2019): Pravila Zagrebačke burze.

Računovodstveni standardi zajednički su skup načela, standarda i postupaka koji definiraju osnovu politika i praksi financijskog računovodstva.⁴³ Odnose se na sve aspekte financijskog poslovanja subjekata koji ih primjenjuju uključujući imovinu i obveze, prihode i rashode te kapital. Uvedeni su s ciljem transparentnosti financijskog izvještavanja i usporedivosti financijskih izvještaja u svim zemljama svijeta te kao i burzovni propisi djeluju komplementarno nacionalnom zakonu.⁴⁴

Većina suverenih država prati vlastite nacionalne računovodstvene standarde koji su nastali na temelju načela koje je opće prihvatila računovodstvena struka. Domaća računovodstvena praktična i teoretska ekspertiza temelj je **Hrvatskim standardima financijskog izvještavanja** (HSFI). HSFI predstavljaju načela i pravila korištena prvenstveno kod sastavljanja i prezentiranja financijskih izvještaja kao upute subjektima koji ih sastavljaju, pomoć revizorima pri ocjeni ispravnosti te pomoć korisnicima pri tumačenju podataka.⁴⁵ Nacionalno tijelo nadležno za donošenje, nadzor primjene i tumačenje standarda financijskog izvještavanja Republike Hrvatske je Odbor za standarde financijskog izvještavanja. Odbor je osnovan temeljem Zakona o računovodstvu te predstavlja stručno tijelo od devet članova koje imenuje Vlada Republike Hrvatske na mandat od pet godina.⁴⁶

Budući da nacionalni računovodstveni standardi predstavljaju retoriku poslovanja pojedine države, među državama postoje razlike odnosno odstupanja u računovodstvenim politikama kao i praksama sastavljanja i prezentiranja financijskih izvještaja. Kako bi se eliminirala značajna odstupanja, poboljšala međunarodna usporedivost financijskih izvještaja i ohrabrila strana ulaganja inicirano je stvaranje konceptijskog okvira za standardizaciju pravila i prikazivanje financijskih izvještaja te su ustanovljeni **Međunarodni standardi financijskog izvještavanja** (MSFI). Donosi ih i ažurira Odbor za međunarodne računovodstvene standarde (IASB), nezavisno tijelo stručnjaka s ekspertizom u računovodstvu, reviziji, standardima i financijskim izvještajima.⁴⁷ Osim što omogućava usporedivost financijskih izvještaja s drugim subjektima, MSFI također olakšava usporedbu rezultata subjekta za prethodna razdoblja čineći vremensku analizu mnogo jednostavnijom.⁴⁸

⁴³ IFRS (2018): Conceptual Framework for Financial Reporting 2018.

⁴⁴ Narodne novine (2015): Zakon o računovodstvu, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 78.

⁴⁵ Narodne novine (2015): Odluka o objavljivanju Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 86.

⁴⁶ Odbor za standarde financijskog izvještavanja, raspoloživo na: <http://www.osfi.hr/> (20.2.2020.).

⁴⁷ International Financial Reporting Standards, raspoloživo na: <https://www.ifrs.org/about-us/our-structure/> (20.02.2020.).

⁴⁸ Uredba Komisije (EZ) br. 1126/2008 od 3. studenoga 2008. o usvajanju određenih međunarodnih računovodstvenih standarda u skladu s Uredbom (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća.

Članak 17. Zakona o računovodstvu propisuje obveznike sastavljanja i prezentiranja godišnjih financijskih izvještaja prema Hrvatskim i Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja. Shodno tome, prema ranijoj podjeli, mikro, mali i srednje veliki poduzetnici obveznici su primjene Hrvatskih, a veliki poduzetnici i subjekti od javnog interesa (poduzeća čije su dionice predmet trgovanja na burzi) Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja.

Standardizacija financijskog izvještavanja dio je procesa **harmonizacije** računovodstva, ujednačavanja praktičnog i pravnog okvira računovodstva s konačnim ciljem stvaranja globalnog računovodstvenog sustava. Članstvo Republike Hrvatske u Europskoj Uniji implicira oblicu harmonizacije nacionalnog okvira računovodstva s ostalim zemljama članicama. U tom se kontekstu EU kao heterogeno, pluralističko i nadnacionalno tijelo pojavljuje u ulozi regulatora. Donošenjem pravnih akata poput uredbi, direktiva, odluka i preporuka, zakoni i propisi država članica međusobno se harmoniziraju imajući pritom kao referentnu točku globalno prihvaćene Međunarodne standarde financijskog izvještavanja.⁴⁹

Još je jedan proces aktualan u računovodstvenoj profesiji – proces **konvergencije**.⁵⁰ Konvergencija podrazumijeva usklađivanje računovodstvenih standarda te je najznačajnija u suodnosu dvaju dominantnih setova računovodstvenih standarda: Općeprihvaćenih računovodstvenih načela (GAAP), razvijenih od strane Odbora za standarde financijskog računovodstva (FASB) za Sjedinjene Američke Države i Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja (IFRS), razvijenih od strane Odbora za međunarodne računovodstvene standarde (IASB) za ostatak svijeta.⁵¹ Svrha procesa harmonizacije, standardizacije i konvergencije je istovjetna; „*razvoj zajedničkih, visokokvalitetnih standarda s konačnim ciljem jedinstvenog niza visokokvalitetnih globalnih računovodstvenih standarda*“.⁵²

Konačan cilj globalnih standarda računovodstva i financijskog izvještavanja ima brojne prednosti: unaprijeđenje međunarodne komparacije omogućujući prilike za investiranje i diverzifikaciju, ublažavanje rizika donošenja nepovoljnih odluka uslijed nepoznavanja nijansi različitih nacionalnih računovodstvenih politika i praksi te standardizacija, povećana kvaliteta i konzistentnost revizije. No nedostaci u obliku troškova, simplifikacije, interpretacije, promjenjivosti i gubitka fleksibilnosti čine ovaj proces predmetom rasprave.⁵³

⁴⁹ Službene internetske stranice EU-a, Uredbe, direktive i ostali pravni akti, raspoloživo na: https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_hr (20.2.2020.)

⁵⁰ Melville, A. (2017): International Financial Reporting, Pearson Education, Harlow.

⁵¹ PricewaterhouseCoopers (2019): IFRS and US GAAP: similarities and differences.

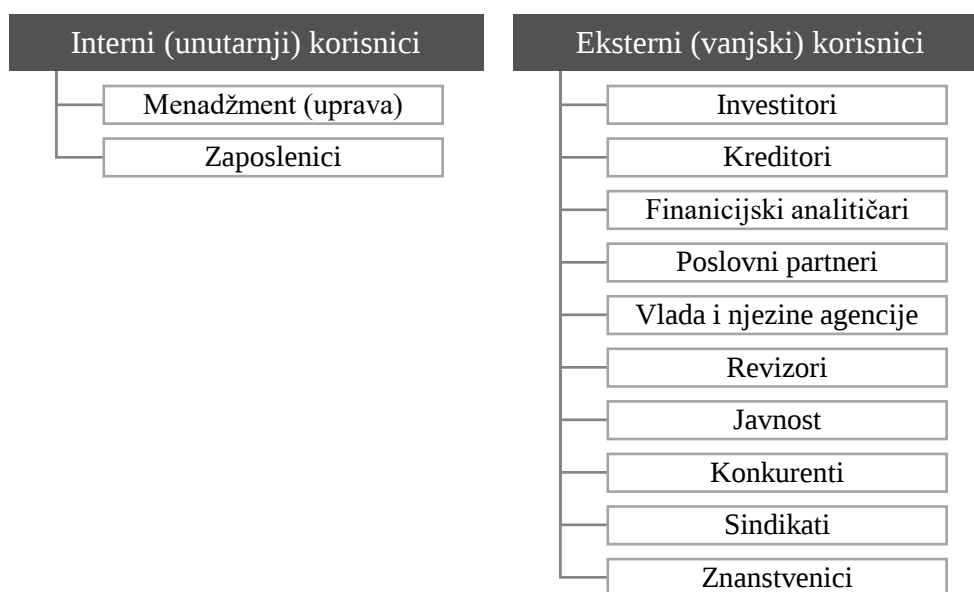
⁵² Securities and Exchange Commission, raspoloživo na:

<https://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards.shtml> (10.8.2020.)

⁵³ Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

2.6. Korisnici financijskih izvještaja

Nakon obrazloženja emitenata financijskih izvještaja slijedi fokus na drugu stranu spektra. Recipijenti informacija prezentiranih u financijskim izvještajima subjekti su s interesom u poslovanje poduzeća (*stakeholders*). Različiti korisnici imaju različite potrebe, interese i ciljeve korištenja informacija iz financijskih izvještaja.⁵⁴ Najsmislenije ih je sistematski promatrati u odnosu na to jesu li dio emitenta financijskog izvještaja (interni) ili ne (eksterni). Interni korisnici posjeduju direktan utjecaj na poslovanje poduzeća i svojim djelovanjem mogu značajno utjecati na njegov output. U suprotnosti, eksterni korisnici informacija nemaju direktan utjecaj na poslovanje, no uz rezultate poduzeća veže ih financijski ili neki drugi interes. Detaljna podjela dana je u sljedećoj slici:



Slika 4: podjela korisnika financijskih izvještaja

Izvor: Lessambo, F. I. (2018): Financial Statements - Analysis and Reporting, Springer.

Uz pretpostavku odvajanja koncepta vlasništva od upravljanja, **menadžment** se pojavljuje kao glavni subjekt zadužen za upravljanje poduzećem opunomoćen za to od strane vlasnika udjela u poduzeću. On u tom kontekstu financijske izvještaje vidi kao rezime vlastitog rada i sredstvo procjene uspješnosti aktivnosti, proizvoda i odjela poduzeća te kao bazu za buduće ekonomske odluke. Menadžmentu financijski izvještaji također služe kao potencijalno pregovaračko sredstvo u kontekstu vlastitih kompenzacija i bonusa ali i kao mjerilo

⁵⁴ Luca, M., (2008): The Regarding The Users Of Financial Statements And Their Information Needs, Vasile Alecsandri University of Bacau, Faculty of Economic Sciences.

kompetencija i statusa. Trenutne **zaposlenike** poduzeća financijski izvještaji najviše mogu zanimati u kontekstu kompenzacija za rad, socijalnih politike poduzeća, restrukturiranja i mogućnosti napredovanja (u skladu s uspjehom).

Najvažniji su korisnici informacija iz financijskih izvještaja vlasnici udjela u poduzeću – **investitori**. Postojeći vlasnici udjela koriste informacije kao svojevrsno mjerilo performansi uprave i menadžmenta na temelju kojeg će donositi odluke o poslovanju u domeni svojih ovlasti, odnosno o nagrađivanju ili smjenjivanju uprave.⁵⁵ Postojeći investitori ali i oni koji to žele postati informacije iz izvještaja također koriste kao polaznu točku za ocjenu rizika ulaganja u poduzeće i donošenje ulagačkih odluka o kupovini, držanju ulaganja ili prodaji. Uz vjerojatnost povrata na ulaganje također ih može zanimati dugoročna sposobnost poduzeća da isplaćuje dividende. **Kreditori** na temelju financijskih izvještaja ocjenjuju rizik, solventnost, likvidnost i isplativost posuđivanja sredstava poduzeću te mogućnost naplate svojih potraživanja. **Financijski analitičari** koriste informacije kao input za stvaranje svojih detaljnih izvještaja koja zatim prodaju na tržištu i izdaju preporuku: kupiti, ne kupiti ili prodati udjele. U istom kontekstu **agencije za kreditni rejting** zainteresirane su za financijske izvještaje radi davanja ili bolje reći prodavanja kreditnog rejtinga ili ocjene kreditne sposobnosti poduzeća. Eksterni su **revizori** po službenoj dužnosti odgovorni i zainteresirani za konstantno praćenje i nadzor izvještavanja u svrhu boljeg razumijevanja svojih klijenata i njihovog okruženja.

Poslovne partnere, kupce ili dobavljače, zanima financijska sigurnost i isplativost poslovanja s poduzećem kao i mogućnost stvaranja i održavanja dugoročnih odnosa. **Državne agencije** su zainteresirane za financijske izvještaje u svrhu oporezivanja, legitimnosti i istinitosti financijskih izvještaja. Također imaju informacijske potrebe za svrhu statističke analize, objave i regulacije tržišnog natjecanja.⁵⁶ **Javnost** prije svega zanimaju socijalne (zapošljavanje, kvaliteta života, društvena odgovornost) i ekološke (briga za okoliš) implikacije poslovanja poduzeća na lokalnoj i nacionalnoj razini. **Konkurenti** koriste informacije u svrhu razvijanja strategija za poboljšanje svoje konkurentnosti. Na temelju financijskih izvještaja mogu također procijeniti profitabilnost pojedinih segmenata poslovanja konkurenta i razmotriti ulazak ili izlazak sa raznih tržišta. **Istraživači i znanstvenici** koriste podatke i informacije kao input u istraživanjima i definiranju odnosa i pojava na tržištu.⁵⁷

⁵⁵ Pavić, I. (2015): Mikroekonomija: teorija i praksa, Ekonomski fakultet Split.

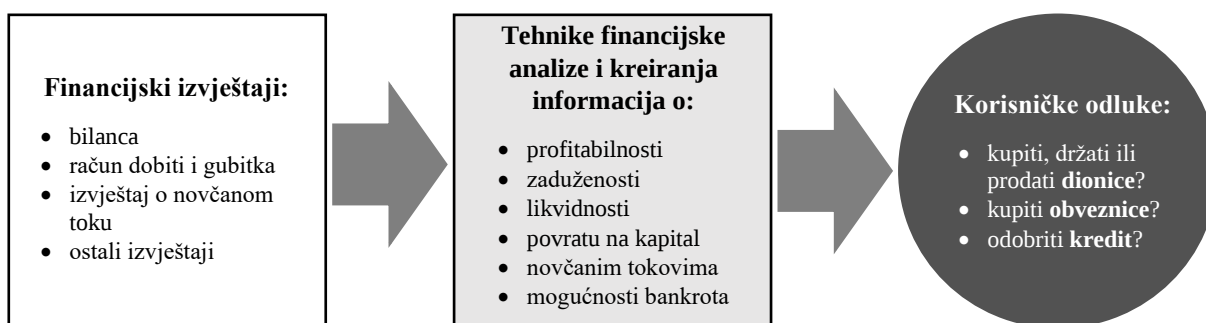
⁵⁶ Lessambo, F. I. (2018): Financial Statements - Analysis and Reporting, Springer International Publishing.

⁵⁷ Young, S. D., Cohen, J., Bens, D. A. (2019): Corporate Financial Reporting and Analysis -A Global Perspective, Wiley & Sons.

2.7. Računovodstvene informacije na burzi

Računovodstvene informacije, prezentirane preko financijskih izvještaja, od iznimne su važnosti prvenstveno za eksterne korisnike, specifično za investitore i kreditore na tržištima kapitala. **Investitori** ulažu u udjele poduzeća (dionice) ili pak kupuju dug poduzeća (obveznice), dok **kreditore** daju zajmove ili kredite poduzeću. Navedeni subjekti svojim poslovnim odlukama daju poduzeću financijsku injekciju i čineći to preuzimaju određeni rizik. Rizik se odnosi na nesigurnost budućih tržišnih kretanja i implikacija istih kod povrata na ulaganja. Nesigurnost budućih isplata stavlja težinu na proces odlučivanja i važnost osiguravanja najveće moguće razine informiranosti kao preduvjeta donošenju ispravnih odluka. U tom se kontekstu računovodstvene informacije pojavljuju kao faktor smanjivanja neizvjesnosti i informacijskog rizika omogućavajući efikasnu alokaciju kapitala na tržištu.

Iako postoji više izvora računovodstvenih informacija, poput izvještaja analitičara, brokerskih kuća, agencija za kreditni rejting ali i industrijskog, političkog i ekonomskog okruženja,⁵⁸ **informacije iz financijskih izvještaja** osnovan su input za donošenje investitorskih odluka. Financijski izvještaji pružaju ulagačima službena saznanja o financijskoj poziciji, uspješnosti poslovanja i novčanim tijekovima poduzeća,⁵⁹ omogućavajući im detaljniju tehničku analizu ključnih pokazatelja i u konačnici, donošenje korisničke odluke. Korisničke odluke se u slučaju investitora odnose na povećanje, zadržavanje istog ili smanjivanje investicijskog portfelja vrijednosnih papira dok se u slučaju kreditora odnose na odluku o odobravanju ili odbijanju kreditnih zahtjeva. Shematski prikaz relacije financijskog izvještavanja i ekonomskih odluka korisnika dan je u sljedećoj slici.



Slika 5: odnos financijskih izvještaja i ekonomskih odluka korisnika

Izvor: Pervan I., u Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

⁵⁸ Pervan I., u Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

⁵⁹ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRI plus, Zagreb.

Ishodište financijskog izvještavanja poduzeća komplicirana je situacija u kojoj svi zainteresirani subjekti nemaju jednaku količinu informacija niti jednak pristup istima. Sama podjela korisnika informacija financijskih izvještaja ukazuje na tu nejednakost suprotstavljajući s jedne strane interne a s druge eksterne korisnike informacija. Interni subjekti naturalno imaju više informacija o poduzeću i perspektivama njegovog razvoja u budućnosti jer su izravno uključeni u njegovo poslovanje. Takva situacija neizbježno vodi do konflikta i oprečnih interesa subjekata financijskog izvještavanja te je predmet i središte proučavanja agencijske teorije.

Agencijska teorija (eng. *Agency theory*) objašnjava odnos između principala (koji delegira obavljanje određene zadaće) i agenta (kojemu je ta zadaća delegirana).⁶⁰ Najznačajniji odnos je relacija u kojoj se u svojstvu principala pojavljuje vlasnik (dioničari), u svojstvu agenta uprava (menadžment), a delegirana je zadaća agentovo upravljanje poduzećem u ime i za interes principala. Takva je situacija problematična zbog divergirajućih ciljeva, nemogućnosti potpunog nadzora i informacijske asimetrije između dioničara i menadžmenta.⁶¹

Informacijska asimetrija pojava je u kojoj postoji nejednak pristup informacijama između dva subjekta, odnosno jedan subjekt ima informacijsku nadmoć koju ostvaruje superiornijim pristupom informacijama. U kontekstu financijskog izvještavanja asimetričnost informacija se odnosi na informacijski jaz između manje informiranog subjekta – dioničara i subjekta s potpunom informiranošću – menadžmenta. Eksterni korisnici informacija (dioničari i kreditori) posjeduju **javno dostupne informacije** koje su im predočene preko financijskih izvještaja, medija i drugih izvora. Menadžment, s druge strane, posjeduje **povlaštene informacije**, odnosno informacije koje mogu, ukoliko bi bile dostupne svima, pozitivno ili negativno utjecati na cijenu vrijednosnih papira.⁶²

Povlaštene informacije uzrokuju probleme u vrednovanju dionica jer uvode disbalans između stvarne i tržišne vrijednosti. Dobra asimetrična informacija povećava stvarnu vrijednost dionice dok je loša asimetrična informacija smanjuje. Oba slučaja predstavljaju mogućnost imatelja povlaštenih informacija za profitiranjem iz njihove upotrebe pri prodaji ili kupnji dionica poduzeća. Budući da su investitori svjesni ove informacijske nadmoći menadžmenta, tržište se suočava s prvom implikacijom informacijske asimetrije, **problemom nepovoljnog izbora**.⁶³ Ovaj je problem također poznat pod nazivom „problem tržišta limuna“. „Limuni“ su manje uspješne kompanije koje se oportuno žele prodati kao uspješne kompanije svjesne

⁶⁰ Tipurić, D., u Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

⁶¹ ibidem

⁶² ibidem

⁶³ ibidem

informacijske ograničenosti ulagača i njihove nemogućnosti identificiranja dobrih kompanija.⁶⁴ Ulagачi svjesni nepovoljnog položaja i lišeni izbora poduzimaju racionalan potez i primjenjuju vrednovanje korporacija po prosječnoj cijeni, pogodujući pritom kompanijama „limunima“ a nauštrb uspješnih kompanija.

Druga implikacija informacijske asimetrije je **problem moralnog hazarda**, situacija u kojoj vlasnici poduzeća, uslijed nesavršenih ugovora, ne mogu potpuno kontrolirati menadžere u njihovom upravljanju poduzećem.⁶⁵ Menadžeri, u sklopu svojih interesa, imaju priliku oportuno ulagati manje truda u učinkovito upravljanje imovinom dioničara koje je propisano njihovim ugovorom. To može podrazumijevati donošenje odluka vođenih osobnim a ne interesom vlasnika (primjerice preuzimanje neopravdanih rizika). Moralni hazard vuče podrijetlo iz industrije osiguranja u kojoj osiguranik nakon ugovaranja osiguranja može osjećati inklinaciju prema nepridržavanju ugovornih obveza radi iskušenja i racionalizacije iskorištavanja ugovorene naknade – odatle i referenca na moral.⁶⁶

Konačni rezultat postojanja informacijske asimetrije između menadžera i investitora je neefikasna alokacija kapitala te nedjelotvornost tržišta. Navedeno uzrokuje eroziju povjerenja investitora i može dovesti do implozije cijelog tržišta, naročito u zemljama otvorenog (tržišnog) sustava korporativnog upravljanja.⁶⁷ U nedostatku cjelovitog rješenja ovog problema razvile su se dvije teorije tržišta kapitala u kojima investitori nastoje interpretirati svaki potez i objavu menadžmenta kako bi smanjili informacijsku nepovoljnost svog položaja: teorija signalizacije i teorija redoslijeda pakiranja.⁶⁸

*„Problem informacijske asimetrije u zemljama tržišnog gospodarstva nastoji se otkloniti pojačanom transparentnošću i izvještavanjem, unaprjeđenjem računovodstvenih standarda i poboljšanjem revizije.“*⁶⁹ Svi su ovi elementi mehanizmi sustava **korporativnog upravljanja**, cjelovitog i koherentnog rješenja problema informacijske asimetrije kojim se nastoji osigurati adekvatno upravljanje i nadzor nad korporacijama i posljedično tržištima kapitala. U sustavu korporativnog upravljanja, **korporativnom izvještavanju** određena je važna uloga osiguravanja točnih, adekvatnih i pravovremenih informacija svim zainteresiranim subjektima koje će ovu nepoželjnu pojavu reducirati na najmanju moguću razinu.

⁶⁴ ibidem

⁶⁵ ibidem

⁶⁶ Investopedia, raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/m/moralhazard.asp> (5.8.2020.).

⁶⁷ Mishkin, F. S. (2019): The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Global Edition, Pearson Education Limited.

⁶⁸ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRI-F-plus, Zagreb.

⁶⁹ Pervan, I., u Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

3. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

Financijski izvještaji imaju svrhu prezentiranja rezultata poslovanja poduzeća u proteklom razdoblju. Oni su, kao što je ranije u radu naglašeno, primarni orijentir ulagača u procesu analiziranja rezultata i donošenja investitorskih odluka. Razlog je tomu u izravnosti financijskih izvještaja koji dolaze neposredno od menadžmenta iz računovodstvenog sustava poduzeća i besplatnosti budućih da je njihova objava obvezna i nenaplativa. Uz potvrdu ispravnosti od eksterne komercijalne revizije postojeći i potencijalni investitori imaju pred sobom sadržajan set podataka s kojim mogu, na raznorazne načine, analizirati poslovanje u prethodnom razdoblju i time donijeti financijske odluke s najvećom razinom informiranosti.

3.1. Metode analize financijskih izvještaja

Dugogodišnji razvoj financijske analitike sa stručne i znanstvene strane iznudio je strukturiranu metodologiju analize. U tom se kontekstu analiza financijskih izvještaja može provoditi sljedećim metodama koje nisu isključujuće već se međusobno nadopunjuju:⁷⁰

- analiza putem pokazatelja,
- komparativna analiza i
- analiza trenda.

Analiza financijskih izvještaja putem pokazatelja osnovni je i često prvi korak u financijskoj analizi. Kombiniranjem različitih stavaka i veličina iz različitih izvještaja dobivaju se omjeri koji mogu poslužiti za analizu trenutne i procjenu buduće uspješnosti poduzeća. Ova će se metoda detaljnije obraditi u nastavku rada.

Komparativna analiza financijskih izvještaja predstavlja daljnji korak analize u kojem se izabrani financijski pokazatelji poduzeća uspoređuju (kompariraju) s: pokazateljima poduzeća u prošlim razdobljima, pokazateljima konkurentnih poduzeća unutar industrije i planiranim veličinama pokazatelja u budućnosti.⁷¹

Analiza trenda prati vremensku dimenziju poslovanja, odnosno kretanje financijskog stanja poduzeća kroz vrijeme. Tu spadaju longitudinalne analize financijskih pokazatelja izračunatih za više sukcesivnih razdoblja, horizontalna (indeksirana izvješća) i vertikalna (strukturirana izvješća) analiza.

⁷⁰ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb.

⁷¹ ibidem

3.2. Analiza financijskih izvještaja putem pokazatelja

Financijski su pokazatelji primaran i najčešće korišten instrument financijske analize. „*Pokazatelj je racionalan broj što podrazumijeva da se jedna ekonomska veličina stavlja u omjer s drugom.*“⁷² Da bi imala smisla, financijska analiza putem pokazatelja mora u matematički odnos staviti ekonomski značajne relacije sa direktnom vezom.⁷³ Prednost omjera, odnosno dijeljenja ekonomskih veličina očituje se u usporedivosti i većoj informativnosti te metode naspram korištenju apsolutnih vrijednosti pojedinih stavaka financijskih izvještaja.⁷⁴ Svrha je dakle financijskih pokazatelja stvaranje informacijske podloge i unaprjeđivanje shvaćanja financijskog položaja i budućih perspektiva poduzeća.

Pokazatelji imaju svrhu pomoći skupinama korisnika financijskih izvještaja u interpretaciji poslovnih rezultata. Zaključci analize pokazatelja zatim se koriste za vrednovanje poduzeća, analize prošlih i prognoze budućih perspektiva.⁷⁵ Njihova korisnost izravno ovisi o načinu interpretacije. Potonje znači kako su pokazatelji snažan analitički alat, no njihova djelotvornost može imati više smisla i „*ostvariti pravu vrijednost samo korištenjem u komparativnoj analizi ili pak u kombinaciji s analizom trenda.*“⁷⁶ U tom se slučaju stvara precizan sustav za praćenje prošlog i prognoziranje budućeg kretanja financijskog zdravlja promatranog subjekta.

Shodno vremenskom karakteru financijskih izvještaja na kojima se temelje, postoje pokazatelji koji se odnose na točku u vremenu (utemeljeni na bilanci) i oni koji se odnose na vremenski period (utemeljeni na računu dobiti i gubitka).⁷⁷ Osim što su financijski izvještaji inherentno povezani, pokazatelji dodatno amplificiraju isprepletenost stavki i njihovu uzajamnu uvjetovanost stavljanjem u omjer različitih stavaka iz različitih izvještaja. Navedeno demonstrira važnost istovjetnog korištenja svih izvještaja pri financijskoj analizi.⁷⁸

Nekoliko je kategorija pokazatelja podijeljenih prema segmentima stavaka financijskih izvještaja koje koriste⁷⁹ i informacijskim potrebama korisnika – budući da nemaju svi korisnici iste potrebe. Širim obuhvatom pokazatelji se također mogu podijeliti prema kriterijima dobrog

⁷² Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

⁷³ Subramanyam, K. R. (2014): Financial Statement Analysis 11th Ed., McGraw-Hill Education.

⁷⁴ Van Horne, J. C., Wachowicz, J. M. (2008): Fundamentals of Financial Management, Pearson Education Ltd.

⁷⁵ Young, S. D., Cohen, J., Bens, D. A. (2019): Corporate Financial Reporting and Analysis -A Global Perspective, Wiley & Sons.

⁷⁶ Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): Financijski menadžment, RRIF-plus, Zagreb.

⁷⁷ Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

⁷⁸ Alexander, J. (2018): Financial Planning & Analysis and Performance Management, John Wiley & Sons.

⁷⁹ Belak, V. (2014): Analiza poslovne uspješnosti, RRIF-plus d.o.o.

poslovanja a to su sigurnost i uspješnost poslovanja, oba sastojka nužna za zdravu financijsku sliku poduzeća. „Kriteriji sigurnosti i uspješnosti, u kratkom su roku, u pravilu, suprotstavljeni. Međutim, dugoročno promatrano, sigurnost uvjetuje uspješnost, i obrnuto.“⁸⁰

Pokazatelji sigurnosti poslovanja:

- Pokazatelji **likvidnosti** – pokazuju sposobnost poduzeća da podmiruje svoje kratkoročne obveze. Najučestaliji su, na stavkama bilance utemeljeni, pokazatelji trenutne, ubrzane i tekuće likvidnosti kao i koeficijent financijske stabilnosti.
- Pokazatelji **zaduženosti** (solventnosti) – mjera financijske poluge, prikazuju razinu tuđih izvora financiranja poduzeća i sposobnost pokrića svih obveza na dugi rok. Najčešće korišteni pokazatelji su koeficijenti zaduženosti, financiranja i vlastitog financiranja. Sva su tri pokazatelja utemeljena na bilanci i statične su naravi.

Pokazatelji uspješnosti poslovanja:

- Pokazatelji **ekonomičnosti** – prikazuju koliko se prihoda ostvaruje po jedinici rashoda stavljanjem u omjer tih dviju stavki računa dobiti i gubitka.
- Pokazatelji **profitabilnosti** – mjere razinu povrata na uloženi kapital. Područje profitabilnosti popularno je među investitorima te je iznjedrilo omiljene pokazatelje poput profitne marže te stope povrata na imovinu (ROA) i kapital (ROE).
- Pokazatelji **investiranja** – mjere uspješnost ulaganja u obične dionice. Značajni pokazatelji su: dobit (EPS) i dividenda (DPS) po dionici, ukupna rentabilnost dionice i dividendna rentabilnost dionice.

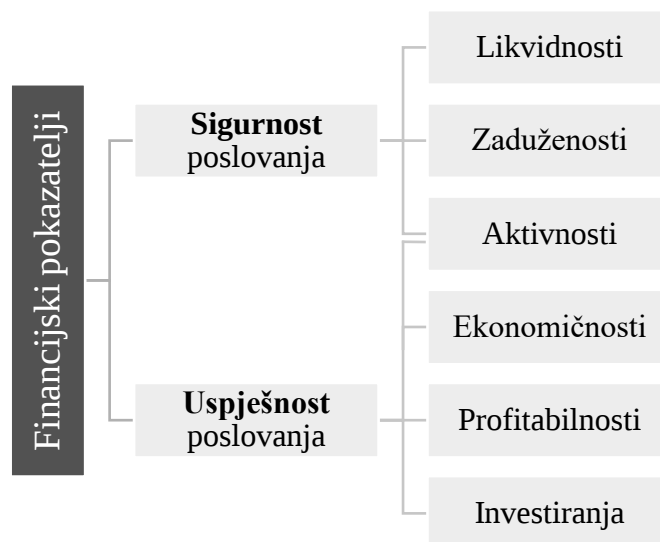
Pokazatelji sigurnosti i uspješnosti poslovanja:

- Pokazatelji **aktivnosti** – mjere efikasnost korištenja imovine poduzeća. Pokazatelji aktivnosti specifično su obuhvaćeni objema kriterijima dobrog poslovanja. Razlog valja potražiti u srži aktivnosti – obrtaju imovine, odnosno omjeru prihoda i određenih dijelova imovine. Obrtaj imovine stoga je direktno vezan i za likvidnost i rentabilnost poslovanja⁸¹ te je stoga pokazatelj obiju kriterija poslovanja.

Obrazloženu podjelu rezimira sljedeći prikaz:

⁸⁰ Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

⁸¹ ibidem



Slika 6: povezanost financijskih pokazatelja i temeljnih kriterija dobrog poslovanja

Izvor: Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

Pojednostavljivanje omjera i njihove važnosti, suštinsku manu analize individualnih financijskih pokazatelja, rješava grupiranje istih u modele, matematičke funkcije s definiranim djelovanjem svakog faktora. Navedenim se postupkom dobivaju sintetički, odnosno zbrojni financijski pokazatelji koji čine ponderirani zbroj više pojedinačnih pokazatelja.⁸²

3.3. Predviđanje poslovnog neuspjeha putem financijskih pokazatelja

Sintetički su pokazatelji razvijeni kako bi se pokušala dati sveobuhvatna ocjena financijskog zdravlja kompanije i vjerojatnost njenog poslovnog neuspjeha. Poslovni se neuspjeh može opisati kao nemogućnost poduzeća da podmiri svoje daljnje obveze prema kreditorima, dobavljačima ili državi. Osim poslovnog neuspjeha, često su korišteni izrazi poput **bankrota i insolventnosti** (tehničke i pravne), dok je u hrvatskoj literaturi prisutan izraz **stečaj**.

Tematika poslovnog neuspjeha razumljivo je interesantna eksternim korisnicima informacija iz financijskih izvještaja, naročito dioničarima i vjerovnicima, budući da ih uz poduzeće veže direktan financijski interes. Dioničari se u slučaju bankrota poduzeća suočavaju sa vjerojatnim gubitkom većine vrijednosti svojih udjela dok bankrot poduzeća za vjerovnike znači nemogućnost naplate danih kredita. Takav devastirajući scenarij ističe važnost adekvatne analize poduzeća prije investiranja/kreditiranja. Navedeno stoga potiče tržišne subjekte na bolje razumijevanje koncepta bankrota kako bi se isti mogao pravovremeno predvidjeti i uočiti.

⁸² ibidem

Začetak predviđanja poslovnog neuspjeha korištenjem financijskih pokazatelja bila je 1932. godina i objava istraživanja američkog znanstvenika **Paula J. Fitz Patricka**.⁸³ Navedeno je istraživanje očit pokušaj traženja uzročno-posljedičnih veza mnogim bankrotima nakon sloma tržišta kapitala 1929. godine i razorne globalne financijske krize koje je uslijedila. Navedeni autor postavio je standard istraživanja koji će ostati popularan sve do današnjih dana; analizirao je poslovni neuspjeh usporedbom financijskih pokazatelja uspješnih i neuspješnih poduzeća. Temeljno otkriće bila je utvrđena razlika u financijskim pokazateljima kod uspješnih i neuspješnih poduzeća koja je prisutna najmanje 3 godine prije bankrota.

Značajan doprinos popularizaciji studija predviđanja bankrota dao je **William H. Beaver** koji je 3 desetljeća nakon Fitz Patricka svojom univarijantnom analizom dokazao kako je najznačajniji prediktor poslovnog neuspjeha omjer novčanog toka i ukupnog duga.⁸⁴ Navedeni omjer relevantan je i danas u okvirnom razmatranju financijske stabilnosti poduzeća.

Najveći iskorak u metodologiji modeliranja financijskih pokazatelja bilo je multivarijatno istraživanje odnosa financijskih pokazatelja i vjerojatnosti stečaja koje je 1968. godine proveo američki profesor **Edward I. Altman**.⁸⁵ Altman je umjesto fokusiranja na individualne pokazatelje, zbog njihove „*podložnosti pogrešnoj interpretaciji*“⁸⁶, prilikom procjene vjerojatnosti bankrota iste odlučio kombinirati u sustav. Svrha istraživanja bilo je dokazivanje superiornosti multivarijantnih modela pokazatelja naspram sekvencijalnoj analizi individualnih pokazatelja. Rezultat je bio stvaranje sofisticiranog sintetičkog pokazatelja **Z-score** (*Zeta score*) koji dovodi u zbirni odnos više financijskih pokazatelja ponderirajući njihov individualan utjecaj na vjerojatnost bankrota poduzeća.

Uzorak istraživanja činilo je ukupno 66 poduzeća podijeljenih na dvije skupine, 33 uspješna i 33 neuspješna (bankrotirana) poduzeća. Za analizu su odabrani financijski pokazatelji iz 5 kategorija: likvidnost, dug, profitabilnost, solventnost i aktivnost. Od originalno predložena 22 pokazatelja u model je odabrano 5 statistički značajnih pokazatelja koji djelujući zajedno najbolje predviđaju vjerojatnost poslovnog neuspjeha.⁸⁷ Razvijena formula za izračun Altman Z-score ima sljedeći oblik:

⁸³ Fitz Patrick, P. J. (1932): A Comparison of Ratios of Successful Industrial Enterprises with those of failed Firms, Certified Public Accountant, October, str. 598-605; November, str. 656-662; December, str. 727-731.

⁸⁴ Beaver, W. (1967): Financial Ratios as Predictor of Failure, Empirical Research in Accounting, Empirical Studies, Journal of Accounting Research, Supplement to Vol. 4, str. 71-111.

⁸⁵ Altman, E. I. (1968): Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, Journal of Finance, (23) 4, str. 589-609.

⁸⁶ ibidem

⁸⁷ ibidem

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 1.0 X_5 \quad (1)$$

Objašnjenje oznaka:

X_1 – radni kapital/ukupna imovina

X_2 – zadržana dobit/ukupna imovina

X_3 – dobit prije kamata i poreza (EBIT)/ ukupna imovina

X_4 – tržišna vrijednost glavnice/ukupne obveze

X_5 – prihod od prodaje/ukupna imovina

Varijabla X_1 mjera je likvidnosti te u omjer stavlja radni kapital i ukupnu imovinu. Radni kapital razlika je između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. Vrijednost radnog kapitala determinira financijsko zdravlje poduzeća u kratkom roku budući da pozitivan radni kapital znači kako je poduzeće sposobno podmirivati obveze i u isto vrijeme investirati u rast. U kontekstu predviđanja poslovnog neuspjeha uobičajeno je da poduzeće koje konzistentno ostvaruje operativne gubitke ima smanjenje udjela kratkotrajne imovine u ukupnoj imovini.

Varijabla X_2 mjera je profitabilnosti koja u omjer stavlja zadržanu dobit i ukupnu imovinu poduzeća. Zadržana je dobit reinvestirani dobitak proteklih razdoblja i za poduzeće predstavlja najpogodniji interni i beskamatni izvor financiranja. Nizak omjer zadržane dobiti u ukupnoj imovini znači kako se poduzeće prilikom investiranja mora oslanjati na eksterno financiranje posuđenim sredstvima što povećava vjerojatnost njegove insolventnosti.

Varijabla X_3 mjera je profitabilnosti imovine poduzeća koja, stavljanjem u omjer dobiti prije kamata i poreza (EBIT) i ukupne imovine, pokazuje sposobnost poduzeća da upotrebom svoje imovine generira dovoljan profit za operativno financiranje i podmirenje obveza.

Varijabla X_4 uvodi tržišnu dimenziju u model apostrofirajući fluktuaciju vrijednosti poduzeća kao potencijalni upozoravajući signal. Računa se stavljanjem u omjer tržišne vrijednosti glavnice i ukupnih obveza. Glavnica predstavlja umnožak tržišne cijene dionice i broja dionica poduzeća, dok su ukupne obveze zbroj kratkoročnih i dugoročnih obveza. Omjer prikazuje stupanj smanjenja tržišne vrijednosti poduzeća koji se može dogoditi prije nego vrijednost obveza prijeđe vrijednost imovine u bilanci, čineći poduzeće insolventnim.

Varijabla X_5 pokazatelj je aktivnosti poduzeća te mjeri obrtaj ukupne imovine stavljanjem u omjer ukupnih prihoda i ukupne imovine. Omjer pokazuje sposobnost imovine poduzeća da generira prihod.

Postignuta točnost modela iznosi čak 95% u prvoj godini prije stečaja. Riječ je o impresivnom rezultatu koji znači kako model pouzdano može predvidjeti stečaj poduzeća godinu prije nastupanja istog. Točnost modela opada u drugoj godini prije i iznosi respektabilnih 72%. U daljnjim godinama prije stečaja progresivno se nastavlja trend opadanja točnosti i iznosi 48% u trećoj, 29% u četvrtoj i 36% u petoj godini prije.⁸⁸

Uočivši ograničenja modela Altman je naknadno izvršio dvije izmjene originalne formule. Prva se alternacija odnosi na problem neprilagođenosti originalnog Z-score primjeni kod poduzeća koja svoje vrijednosne papire ne listaju na uređenom tržištu kapitala – burzi. Navedena poduzeća nemaju tržišnu vrijednost, odnosno brojnik u varijabli X_4 originalnog modela. Altman je stoga tržišnu vrijednost poduzeća zamijenio knjigovodstvenom i prilagodio model korištenju listanim i nelistanim poduzećima. Novi model ima sljedeći oblik:⁸⁹

$$Z' = 0.717 X_1 + 0.847 X_2 + 3.107 X_3 + 0.42 X_4 + 0.998 X_5 \quad (2)$$

Objašnjenje oznaka:

X_4 – knjigovodstvena vrijednost glavnice/ukupne obveze

Druga alternacija modela napravljena je kako bi se riješio problem usredotočenosti modela na proizvodna poduzeća i nemogućnosti njegove uporabe kod neproizvodnih poduzeća. Model je inicijalno razvijen samo za proizvodna poduzeća te se naknadnom eliminacijom varijable X_5 (omjera prihoda od prodaje i ukupne imovine) i ponovnim ponderiranjem preostalih varijabli model prilagođava korištenju u proizvodnim i neproizvodnim poduzećima. Novi model ima sljedeći oblik:

$$Z'' = 6.56 X_1 + 3.26 X_2 + 6.72 X_3 + 1.05 X_4 \quad (3)$$

Vrijednost originalnog i revidiranih Z-score indeksa kreće se u rasponu od -4 do +8.⁹⁰ Što je vrijednost indeksa veća to je manja vjerojatnost nastupanja stečaja poduzeća i obratno. Uz strogo i relativno precizno definiranu gornju i donju granicu vrijednosti indeksa, postoji i područje između tih vrijednosti nazvano „siva zona“. Za poduzeća kojima vrijednost Z-score indeksa spada u navedeno područje, radi mogućnosti klasifikacijske pogreške, ne može se

⁸⁸ ibidem

⁸⁹ Altman, E. I. (2000): Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-Score and ZETA® models, Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance, str. 428–456.

⁹⁰ Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

definitivno odrediti vjerojatnost nastupanja ili nenastupanja stečaja. Takva se poduzeća nazivaju financijski ugrožena poduzeća sklona stečaju. Intervale kretanja vrijednosti originalnog i varijacija skupnog pokazatelja Z-score i njihovo značenje prikazuje sljedeća tablica:

Tablica 2: determinirane granice vrijednosti za Altmanov Z-score

Z-score model	Rizik stečaja			
	Nizak	„sivo“ područje		Visok
		zabrinutost	u roku 2 god.	
Model Z	≥ 3.0	2.99 – 2.79	2.78 – 1.81	≤ 1.8
Model Z'	≥ 2.9	2.89 – 2.69	2.68 – 1.24	≤ 1.23
Model Z''	≥ 2.6	2.59 – 2.39	2.38 – 1.11	≤ 1.10

Izvor: Žager, K. et al. (2017): Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF, Zagreb.

Uz Altmanov Z-score model predviđanja poslovnog neuspjeha razvijeno je mnoštvo različitih modela skupnih financijskih pokazatelja, najznačajniji od kojih su: Kralicekov DF pokazatelj, Ohlsonovi modeli, Zavgrenin model, Theodossioujev model i sl.⁹¹ Istraživanja su u Republici Hrvatskoj ograničena količinom dostupnih podataka. Usprkos ograničenjima ipak je bilo uspješnih istraživanja od kojih su najznačajnija istraživanja modela koji predviđa bankrot⁹² i prognoziranje izloženosti poduzeća kreditnom riziku.⁹³

3.4. Kritike analize financijskih izvještaja putem pokazatelja

Kritike analize putem pokazatelja odražavaju kritike samih financijskih izvještaja. Naime, riječ je o povijesnim podacima, stanjima i tijekovima koji su postojali u prethodnom vremenskom razdoblju i valja uzeti u obzir neizvjesnost i nemogućnost pouzdanog predviđanja budućnosti korištenjem trendova iz prošlosti. Povijesni karakter financijskih izvještaja i posljedično pokazatelja, znači da odgovaraju na pitanje „što se dogodilo?“ a ne „što će se dogoditi?“.⁹⁴ To je, naime, prva lekcija tržišta kapitala diljem svijeta i premisa koju podučava bihevioralna ekonomija: „*subjekti konstantno imaju osjećaj kontinuiteta; ukoliko se stvari*

⁹¹ ibidem

⁹² Pervan, I., Pervan, M., Vukoja, B. (2011): Prediction of Company Bankruptcy using Statistical Techniques – Case of Croatia. Croatian Operational Research Review, 2 (1), str. 158-167.

⁹³ Ivičić, L., Cerovac, S. (2009): Credit Risk Assessment of Corporate Sector in Croatia. Financial theory and practice, 33 (4), str. 373-399.

⁹⁴ Pervan, I. (2017): interni materijali iz kolegija Menadžersko računovodstvo 1.

odvijaju u jednom smjeru da će se nastaviti i u budućnosti“.⁹⁵ To je, nažalost, pogrešno i ispostavlja se kao kardinalno pogrešan *modus operandi* za mnoge dioničare.

Također je bitno naglasiti moguće značajne razlike između knjigovodstvenih vrijednosti pojedinih stavki bilance i njihovih realnih vrijednosti, čineći analizu na temelju knjigovodstveno utemeljenih financijskih izvještaja potencijalno obmanjujućom. Usporedbu kompanija preko financijskih pokazatelja također otežava činjenica kako je vrijednost pokazatelja uvjetovana korištenom računovodstvenom politikom poduzeća. Kao primjer se može uzeti razlika u pokazateljima kompanija koje koriste periodičnu revalorizaciju i različite pristupe obračunavanja amortizacije imovine. Značajna je i razlika u korištenom okviru računovodstvenih standarda i u tom se kontekstu vrednovanje stavki financijskih izvještaja bitno razlikuje radi li se o primjeni MSFI-ja i GAAP-a.

Kritika je i potencijalna obmanutost pokazatelja utemeljenih na stavkama vremenski statične bilance koji mogu biti predmetom manipulacije i friziranja, naročito ukoliko se pred kraj obavještajnog razdoblja radi na fiktivnom uljepšavanju financijskog položaja.

Konačna kritika analize financijskih izvještaja putem pokazatelja je mogućnost da podaci koje koriste jednostavno nisu točni, odnosno pogrešno su prikazani, slučajno ili namjerno. Kao što je povijest nebrojeno puta demonstrirala, nerijetka je praksa menadžmenta javnih kompanija da korištenjem manipulativnih tehnika obuhvaćenim terminom „kreativno računovodstvo“, sustavno lažiraju financijske izvještaje i najzanimljivije pokazatelje, obmanjujući time javnost ali i svoje vlastite dioničare. Ni eksterna revizija, verifikator podataka, nije se pokazala kao potpuno efikasan alat u eliminiranju ove prijetnje.

Što se tiče modeliranja financijskih pokazatelja u sustave, specifično Altmanovog Z-score indeksa, postoji nekoliko smjerova kritika. Modelu se često predbacuje zastarjelost. Budući da se poslovno okruženje drastično promijenilo u odnosu na vrijeme njegovog prvog korištenja, upitna je relevantnost modela kao cjeline ali i pondera varijabli. Kritika je i inicijalna izvedba modela na uzorku, prema današnjim standardima, malih poduzeća. Uz navedeno, model diskriminira mlada poduzeća budući da u varijabli X_2 koristi omjer zadržane dobiti i ukupne imovine. Naime, zadržana dobit nastaje akumuliranjem poslovnih dobitaka iz prethodnih razdoblja, mogućnost koju mlada poduzeća nisu imala zbog kratkog vremena svog postojanja.

⁹⁵ Thaler, R. H. (2017): The Evolution of Behavioral Economics, Nobel prize lecture.

4. ČITLJIVOST FINANCIJSKIH IZVJEŠTAJA

4.1. Analiza narativnih elemenata financijskih izvještaja

U suprotnosti s kvantitativnom analizom, koja je usredotočena na brojčane stavke financijskih izvještaja, kvalitativna analiza u fokus stavlja deskriptivne, odnosno narativne elemente financijskih izvještaja. Od uvođenja tekstualnog aspekta financijskog izvještavanja narativni su elementi poslužili brojnim studijama u kojima se ispitivala kvaliteta i razumljivost. Pet je takvih tipova istraživanja⁹⁶ te se mogu razdijeliti na dvije vrste obzirom na svrhu:⁹⁷

- istraživanja kvalitete i širine objavljenih informacija i
- istraživanja efikasnosti objavljenih informacija.

Kvaliteta i širina objavljenih informacija odnose se na intrinzičnu vrijednost informacija sadržanih u tekstu i odgovaraju na pitanje: „što informacije prenose?“. Važan alat ove vrste istraživanja su subjektivne ocjene analitičara i indeksiranje objavljivanja. **Subjektivne ocjene analitičara** su upravo to što im naziv implicira. Analitičari izdaju izvješća o korporativnoj komunikaciji s dioničarima koja sadržavaju ocjenu informativnosti, kvalitete i dostatnosti objavljenih informacija. Međutim, te su ocjene samo percepcija analitičara o informativnosti jer ne mjere informativnost ni izravno niti objektivno.⁹⁸ **Indeksi objavljivanja** stvaraju skor informativnosti s obzirom na to jesu li i koliko određeni unaprijed definirani elementi zastupljeni u tekstu izvještaja. Na temelju zastupljenosti daju se bodovi te se u konačnici sve zbraja u jedinstveni saldo. Veći saldo reflektira veću informativnost. Primjerice: osvrt u izvještaju na temu x nije obrađen (0 bodova), obrađen je kvalitativno (1 bod) ili obrađen je kvantitativno (2 boda).⁹⁹

S druge strane **efikasnost objavljenih informacija** predstavlja relativnu lakoću čitanja, odnosno kompleksnost teksta i odgovara na pitanje: „kako su informacije prenesene?“. U tom kontekstu postoje tri tipa analize: tematska analiza sadržaja, lingvističke studije i studije

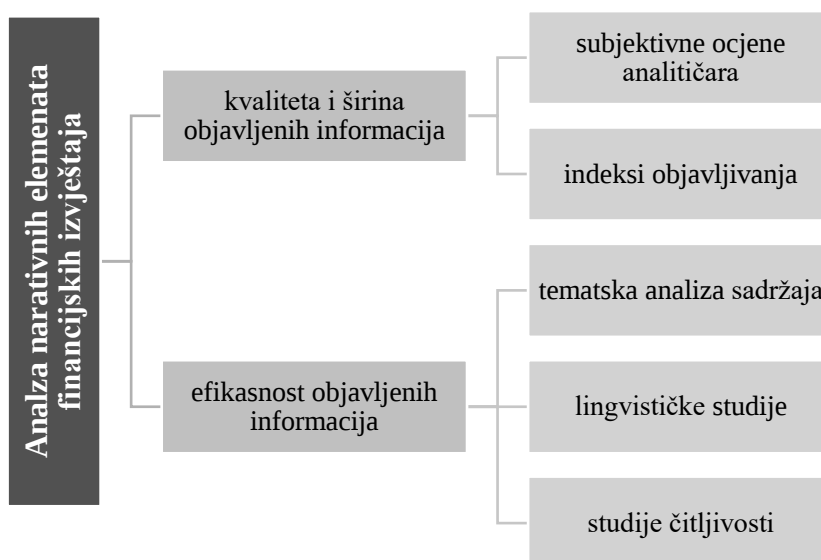
⁹⁶ Beattie, V., McInnes, W., Fearnley, S. (2004): A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28 (3), str. 205-236.

⁹⁷ Garefalakis, A. et al. (2016): How Narrative Reporting changed the Business World, *Corporate Ownership & Control*, 13 (4), str. 317-334.

⁹⁸ Lang, M., Lundholm, R. (1993): Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research*, 31 (2), str. 246-271.

⁹⁹ Beattie, V., McInnes, W., Fearnley, S. (2004): A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28 (3), str. 205-236.

čitljivosti. **Tematska analiza sadržaja** koncentrirana je na identifikaciju, analizu i interpretaciju patenata u značenju teksta izvještaja, odnosno tema. Na ovakav se pristup analizi osvrnuo i Odbor za standarde financijskog izvještavanja skrenuvši pozornost svojim smjernicama na bitne i korisne teme koje bi se po njihovim preporukama trebale obraditi u narativnim elementima financijskih izvještaja. Neke od tema su: informacije usmjerene na budućnost, nematerijalna imovina te loše vijesti i rezultati razdoblja.¹⁰⁰ **Lingvističke studije** se u analizi oslanjaju na nijanse pisanog jezika i koriste indekse kako bi opisali attribute narativa financijskih izvještaja.¹⁰¹ Najznačajniji indeksi su: aktualnost, inter-tekstualnost (kvaliteta referenciranja drugih dijelova izvještaja), povezanost sadržaja, koherentnost, promjena informacijske kategorije i specifičnost.¹⁰² Navedeni se indeksi identificiraju, ocjenjuju i u konačnici uspoređuju s rezultatima financijskih izvještaja drugih poduzeća. **Studije čitljivosti** ispituju jasnoću i jednostavnost čitanja teksta uporabom formula. Čitljivost financijskih izvještaja u središtu je razmatranja ovog Diplomskog rada te će se detaljnije objasniti u nastavku.



Slika 7: hijerarhijski prikaz narativnih metoda analize financijskih izvještaja

Izvor: Garefalakis, A. et al. (2016): How Narrative Reporting changed the Business World, Corporate Ownership & Control, (13) 4, str. 317-334.

¹⁰⁰ Financial Accounting Standards Board (2001): Improving business reporting: Insights into enhancing voluntary disclosures, Steering committee report, Business reporting research project.

¹⁰¹ Beattie, V., McInnes, W., Fearnley, S. (2004): A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. Accounting Forum, 28 (3), str. 205-236.

¹⁰² Sydsærf, R., Weetman, P. (1999): A texture index for evaluating accounting narratives, Accounting, Auditing & Accountability Journal, 12 (4), str. 459-488.

4.2. Pojam čitljivosti financijskih izvještaja

Kako bi računovodstvena informacija, prezentirana preko financijskih izvještaja, korisnicima bila od pomoći pri odlučivanju, treba zadovoljavati nekoliko karakteristika, odnosno kvalitativnih obilježja.¹⁰³ Četiri su glavna obilježja: razumljivost, važnost, pouzdanost i usporedivost.¹⁰⁴ Za ovaj je Diplomski rad najvažnije obilježje **razumljivost**. Razumljivost predstavlja kvalitetu informacija koja korisnicima omogućava razumijevanje istih. „Informacija bi trebala biti razumljiva onima koji razumiju poslovne i ekonomske aktivnosti te su voljni proučiti informacije s razumnom pažnjom.“¹⁰⁵ Upravo je razumljivost financijske informacije i na koncu financijskog izvještaja u cjelini, ključan alat za reduciranje asimetričnosti informacija na relaciji menadžmenta i eksternih korisnika informacija.

Sastavnice razumljivosti kao *umbrella term*-a su **čitljivost** i opća razumljivost teksta. Iako su se kroz povijest često koristili kao sinonimi ipak postoji razgraničenje ovih pojmova.¹⁰⁶ Dok pojam razumljivosti ocjenjuje sposobnost čitatelja da čitajući stekne znanje o tekstu, čitljivost ocjenjuje tekstualnu kompleksnost samog teksta. „Čitljivost je stoga pasivna i orijentirana na tekst dok je razumljivost interaktivna i usmjerena na čitatelja.“¹⁰⁷ U nastavku se fokus u potpunosti prebacuje na pojam čitljivosti budući da je u središtu analize ne korisnik, već sam financijski izvještaj, odnosno njegovi narativni elementi.

Jedna od najstarijih definicija utvrđuje čitljivost kao skup i interakciju elemenata sadržanih u tekstu (sadržaj, stil, dizajn i format)¹⁰⁸ koji utječu na uspjeh čitanja. Uspjeh čitanja odnosi se na stupanj lakoće i brzine s kojom se navedeni tekst može pročitati, razumjeti i zapamtiti.¹⁰⁹ Čitljiv tekst čitatelj će čitati kraće, sa većom pažnjom i razumijevanjem dok obrnuto vrijedi za manje čitljiv tekst, koji će negativno utjecati na motivaciju čitatelja zbog kraćeg vremena zadržavanja pažnje i manje razumljivosti.

Pojavu studija čitljivosti teksta 40-ih godina prošlog stoljeća uvjetovale su težnje američkih izdavača knjiga za usklađivanjem kompleksnosti školskih udžbenika razredu i dobi

¹⁰³ Obaidat, A. (2007): Accounting Information Qualitative Characteristics Gap: Evidence from Jordan, International Management Review, 3 (2), str. 26-32.

¹⁰⁴ IAS Plus, raspoloživo na: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1> (20.2.2020.).

¹⁰⁵ Financial Accounting Standards Board (1999): Statements of financial accounting concepts: accounting standards 1999/2000 Ed., Wiley.

¹⁰⁶ Nilsson, S., (1997): Understandability of Narratives in Annual Reports, Journal of Technical Writing and Communication, 27 (4), str. 361-384.

¹⁰⁷ Smith, M. (2019): Research Methods in Accounting, SAGE Publications Ltd.

¹⁰⁸ DuBay, W. (2007): Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text, BookSurge Publishing.

¹⁰⁹ Dale, E. (1949): Readability, National Conference on Research in English.

učenika. Osim za školsku literaturu studije su korištene i kod ugovora o osiguranju te prijavnica za vojsku.¹¹⁰ Uključivale su „*formule namijenjene evaluaciji stupnja težine čitljivosti teksta na temelju leksičkih, morfosintaktičkih i tipografskih varijabli.*“¹¹¹

S porastom kvalitativnih aspekata izvještaja temeljenih na tekstu, formule čitljivosti su svoju primjenu našle u financijskom izvještavanju. Službeni početak primjene koncepta čitljivosti na financijske izvještaje predstavlja 1952. godina i objava djela simboličnog naziva: „Godišnji financijski izvještaji poduzeća su teški, dosadni za čitanje i s niskom razinom zadržavanja pažnje čitatelja.“¹¹² Od tada, čitljivost je popularan način mjerenja kompleksnosti narativnih elemenata financijskih izvještaja u svrhu pojednostavljivanja istih kojega koriste regulatorne agencije, investitori, istraživači i sama poduzeća.

Zašto mjeriti čitljivost? Premisa je svih studija čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja ugroza informacije koju ti izvještaji trebaju prenijeti. Uslijed trenda progresivnog povećavanja kompleksnosti izvještaja, naročito u drugoj polovici prošlog stoljeća,¹¹³ uočena je potreba za mjerenjem čitljivosti i razumljivosti teksta financijskih izvještaja. Smanjena čitljivost za posljedicu ima produbljenje informacijskog jaza između menadžmenta poduzeća i ostalih interesnih skupina, potičući stoga rast agencijskih troškova i povećanje masovnosti efekta signalizacije.

Razlog smanjene čitljivosti valja tražiti u rastu kompleksnosti poslovanja i samog tržišta te sve sofisticiranijim korisnicima i autorima izvještaja.¹¹⁴ No, smanjena čitljivost uzrokuje pad povjerenja uvodeći sumnje korisnika financijskih izvještaja u menadžment poduzeća, njihove namjere i sposobnosti. Sumnja se odnosi na razmišljanje kako menadžment namjerno otežava čitanje svojih financijskih izvještaja preko povećane kompleksnosti teksta korištenjem stručnog žargona i terminologije. Stvaranje barijera razumijevanju narativnih elemenata financijskih izvještaja produljuje vrijeme potrebno za čitanje te djeluje obeshrabrujuće na čitatelja¹¹⁵ što u konačnici podiže informacijski rizik.

¹¹⁰ Loughran, T., McDonald, B., (2013): Measuring Readability in Financial Disclosures, *The Journal of Finance*, 69 (4), str. 1643-1671.

¹¹¹ Aymen, A., Sourour, B. S., Badreddine, M. (2018): The effect of annual report readability on financial analysts behaviour, *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 5 (1), str. 26-37.

¹¹² Pashalian, S., Crissy, W. J. E. (1952): Corporate annual reports are difficult, dull reading, human interest value low, *Journal of Accountancy*, 94 (2), str. 215-219.

¹¹³ Jones, M. J. (1988): A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a UK Company, *Accounting and Business Research*, 18 (12), str. 297-305.

¹¹⁴ ibidem

¹¹⁵ Bloomfield, R. J. (2002): The Incomplete Revelation Hypothesis and Financial Reporting, *Accounting Horizons*, 16 (3), str. 233-243.

Kako bi se iznesena problematika bolje razumjela potrebno se dotaknuti korporativnog upravljanja i specifične uloge menadžmenta poduzeća. Podloga za ovu diskusiju uporište ima u ranije obrađenoj **agencijskoj teoriji** prema kojoj menadžment predstavlja agenta angažiranog od strane principala, odnosno dioničara (preko nadzornog odbora). Budući da je menadžment, shodno ugovoru sa poduzećem, zadužen za operativno i strateško upravljanje poduzećem, u posjedu je brojnijih i kvalitetnijih informacija od svojih poslodavaca, koji preuzimaju nadzornu ulogu. Racionalno je pretpostaviti kako će menadžment, potpomognut informacijskom asimetrijom, nastojati maksimizirati vlastitu korisnost naspram korisnosti vlasnika udjela.

Na suvremenom izrazito kompetitivnom tržištu kapitala menadžment se poduzeća može suočiti s raznim **financijskim i nefinancijskim pritiscima**. Pritisci se najčešće odnose na visoka i često nerealna očekivanja investitora, kreditora, financijskih analitičara, agencija za kreditni rejting i ostalih tržišnih aktera u pogledu vrijednosti poduzeća, zarada i dividendi. Očekivanja iznadprosječnih rezultata poduzeća uzrokuju porast potražnje za njegovim udjelima i posljedično porast cijena dionica. Takva situacija pretvara se u petlju pozitivnih povratnih informacija te dovodi menadžment pod enorman pritisak i poziciju utrke za rezultatom kako bi se takav trend nastavio. Nastavljanje trenda rasta cijena dionica imperativ je za menadžere jer time usrećuju sve dionike i uživaju impozantno povjerenje i status.

Situacija se drastično mijenja uslijed potpunog ili djelomičnog neispunjenja tržišnih očekivanja a nepoželjni su efekti višestruko naglašeni u slučaju negativnih rezultata razdoblja. **Neispunjenje tržišnih očekivanja** za poduzeće gotovo sigurno znači eroziju tržišne kapitalizacije kroz strmoglav pad cijene dionica.¹¹⁶ Navedeno je najveća prijetnja menadžmentu iz dva razloga. S jedne strane menadžment je zaposlen u poduzeću i njegove kompenzacije direktno ovise o performansama poduzeća prezentiranim kroz financijske izvještaje. S druge strane, negativni će rezultati unazaditi položaj poduzeća a posljedično i menadžmenta te dovesti u pitanje adekvatnost i kvalitetu njihovog upravljanja. Navedeno može degradirati reputaciju menadžmenta i negativno utjecati na njihov trenutni ali i budući angažman.

Jasno je dakle i posve logično kako će sastavljači financijskih izvještaja, sukladno svom interesu, htjeti prikazati poslovanje i financijske rezultate poduzeća prethodnog razdoblja u najboljem mogućem svijetlu.¹¹⁷ Problem nastaje kada ta relativno bezopasna igra s pozitivnim

¹¹⁶ Palepu, K. G., Healy, P. M. (1993): The Effect of Firms Financial Disclosure Strategies on Stock Prices, *Accounting Horizons*, (7) 1, str. 1-11.

¹¹⁷ Blackwell, R. D., Insley, R. G., Subramanian, R. (1993): Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations, *Journal of Business Communication*, 30 (1), str. 49-61.

tonom pisanja izvještaja postane otvoreno izbjegavanje informiranja čitatelja o negativnim aspektima poslovanja poduzeća. Manipulacija informacijama u svrhu zbunjivanja ili obeshrabrivanja od čitanja financijskih izvještaja stvaran je problem s kojim se susreću investitori i kojeg regulatorne institucije nastoje minimizirati. U vremenima negativnog financijskog rezultata i indikacija istog, menadžeri i uprava poduzeća mogu, kako bi zamaskirali potencijalne ugroze u budućnosti ili greške u prošlosti, namjerno otežati čitljivost financijskih izvještaja. Navedeno postižu korištenjem **stručnog žargona i terminologije**, smanjenjem vizualne i grafičke privlačnosti teksta te povećanjem kompleksnosti stila pisanja.

Teže čitljivi financijski izvještaji doprinose nepotrebnom i neutemeljenom mistificiranju financijskog i burzovnog poslovanja koje djeluje obeshrabrujuće na individualne investitore, stvarajući im skepsu prema ulaganjima i averziju prema riziku. Navedeno također nepotrebno podiže trošak informiranja korisnika stvarajući potrebe za financijskim analitičarima. Ironično je kako se erozija povjerenja prema burzama i odašiljanje preporuka/očekivanja analitičara vraća menadžmentu poduzeća u obliku skupljeg kapitala uslijed smanjenje potražnje za vrijednosnicama i većih pritisaka za ostvarivanje rezultata tvoreći tako petlju pozitivnih povratnih informacija.

Povjeravanje menadžmenta s ovom važnom ulogom komuniciranja računovodstvenih informacija i pritom očekivati njihovu apsolutnu neutralnost je naivno. Oprečnost njihovih interesa, izrazito kompetitivno tržište i pritisci ispunjavanja očekivanja dokaz su tomu. Iako povjeren sa zadaćom prevladavanja problema asimetričnosti informacija kroz financijsko izvještavanje, interes menadžmenta upravo je zaštićen tom istom pojavom iza koje može sakriti minorna ali i radikalna „uljepšanja“ financijskih rezultata razdoblja. Mnoge počinjene prijevare i lažiranja financijskih izvještaja dokazuju kako koncept financijskog izvještavanja može biti izobličen na raznorazne načine te i dalje biti prezentiran kao vjerodostojan.

Od mnogih načina manipulacije poslovnim rezultatima i izvještajima **tehnika smanjivanja čitljivosti** legalni je instrument koji u ugrozu stavlja dioničare i ostali dionike obmanjujući ih ili pak odvrćajući od čitanja financijskih izvještaja. Namjerno „zakopavanje“ i otežavanje pronalaska informacija za posljedicu ima povećavanje asimetričnosti informacija, pad povjerenja eksternih korisnika prema menadžmentu i burzovnom poslovanju te u konačnici smanjivanje likvidnosti i efikasnosti tržišta kapitala.

4.3. Mjerenje čitljivosti financijskih izvještaja

Mjera čitljivosti je izraz u obliku formule koja nastoji objasniti kompleksnost teksta i njegovih značajki. Svoju popularnost formule čitljivosti mogu zahvaliti činjenici kako ne zahtijevaju sudjelovanje čitatelja u istraživanju. Potpuni fokus na značajke teksta čini ih isključivo mjerama sintaktičke složenosti teksta. Izbacujući karakteristike, motivaciju, inteligenciju, predznanje i sposobnosti čitatelja u potpunosti iz igre osigurava se hladna objektivnost¹¹⁸ koja je omogućila svestrano znanstveno istraživanje pojma čitljivosti, čineći ga prisutnim u mnogim znanostima i znanstvenim disciplinama poput lingvistike, novinarstva, medicine i ekonomije.¹¹⁹

Mjerenje čitljivosti teksta prvi put je standardizirano napravljeno 1935. godine u SAD-u. Najznačajnije otkriće je bilo identificiranje i pridavanje važnosti elementima koji utječu na čitljivost. Četiri temeljne skupine elemenata su prepoznate i njihova važnost za čitljivost ide redom: **sadržaj**, **stil**, **format** i **organizacija** teksta.¹²⁰ Budući da je jedino stil statistički mjerljiv element, samo je on detaljno istražen u ranim fazama istraživanja. Neke od najvažnijih determinanti stila, koje se odnosnim vezama pretvaraju u formule za izračun čitljivosti, su slijedeći elementi:

1. ukupan broj riječi
2. broj kompleksnih (višesložnih) riječi
3. broj rečenica
4. prosječni broj riječi u rečenici
5. duljina riječi i rečenica.

Razvidno je kako su dvije najvažnije varijable, odnosno inputi formula za izračun čitljivosti **duljina riječi** (ekvivalent broja slogova) i **duljina rečenice** (ekvivalent broja riječi). Njihova važnost počiva na pozitivnoj korelaciji između duljine i kompleksnosti. Duljina se riječi povezuje s brzinom prepoznavanja a duljina rečenice s rasponom pamćenja.¹²¹

¹¹⁸ Gaurav, K. (2014): Determinants of Readability of Financial Reports of U.S.-Listed Asian Companies, Asian Journal of Finance & Accounting, 6 (2), str. 1-18.

¹¹⁹ Blackwell, R. D., Insley, R. G., Subramanian, R. (1993): Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations, Journal of Business Communication, 30 (1), str. 49-61.

¹²⁰ DuBay, W. (2007): Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text, BookSurge Publishing.

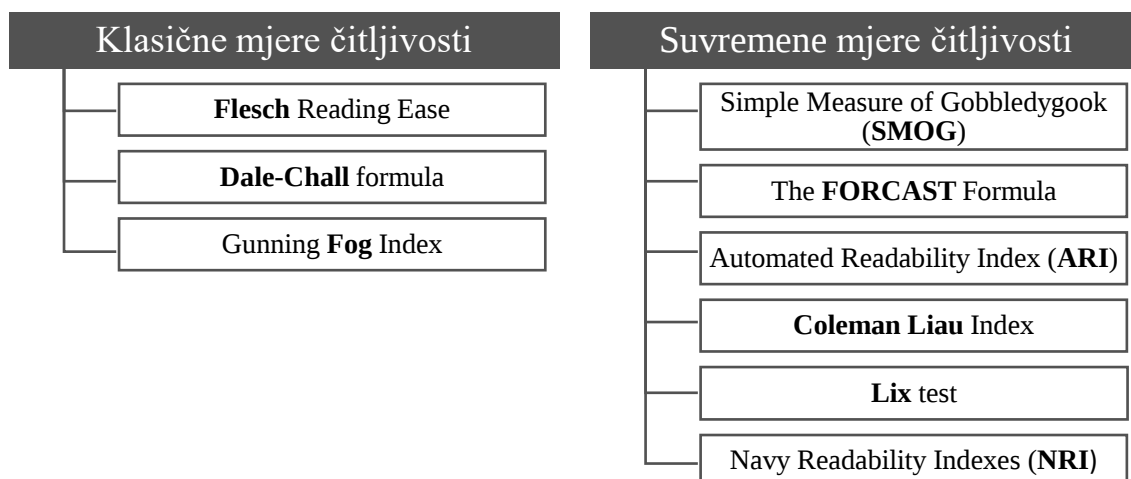
¹²¹ Blackwell, R. D., Insley, R. G., Subramanian, R. (1993): Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations, Journal of Business Communication, 30 (1), str. 49-61.

Studije čitljivosti i pripadajuće formule mogu se svrstati u dvije temeljne kategorije:¹²²

1. klasične studije čitljivosti
2. suvremene studije čitljivosti.

Razlog ovakvoj podjeli rapidan je razvoj koncepta i studija čitljivosti u pedesetim godinama prošlog stoljeća. To razdoblje ujedno i predstavlja razdiobnu granicu u istraživanjima čitljivosti. **Klasične mjere** razvijene su na samim začetcima istraživanja te u njih spadaju: Flesch Reading Ease, Dale-Chall formula i Gunning Fog Indeks. **Suvremene mjere** predstavljaju drugi val istraživanja čitljivosti koji je iznudio čitav niz formula: Simple Measure of Gobbledygook (SMOG), The FORCAST Formula, Automated Readability Index (ARI), Coleman Liau Indeks, Lix test i Navy Readability Indexes (NRI).

Preglednosti radi navedena podjela prikazana je u sljedećem prikazu:



Slika 8: prikaz podjele najkorištenijih indeksa čitljivosti

Izvor: DuBay, W. (2007): Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text.

U razmatranju ovog Diplomskog rada izvorno su razvijene „klasične“ metode izračuna čitljivosti. Klasične su formule inicijalno započele ispitivanje čitljivosti te su nakon desetljeća upotrebe postale najkorišteniji način određivanja čitljivosti teksta. I dalje su relevantne, pouzdane i visoko koreliraju sa suvremenim metodama koje su u stvari samo varijacije originalnih formula. Dvije najpopularnije metode ocjene sintaktičkih značajki teksta, **Flesch Reading Ease** i **Gunning Fog Indeks**, bit će detaljnije objašnjene u nastavku.

¹²² DuBay, W. (2007): Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text, BookSurge Publishing.

4.3.1. Gunning Fog Score

Uvidjevši problem nepotrebne kompleksnosti teksta u američkim novinama, poslovni čovjek involviran u izdavaštvo časopisa i udžbenika, Robert Gunning osmislio je vlastitu mjeru čitljivosti - **Fog Indeks**. Navedenu je mjeru koristio sa svrhom „raščišćavanja magle“ (*eng. clearing out the fog*) iz literature kako bi je približio ljudima s prosječnom (i ispodprosječnom) razinom obrazovanja. Spomenuti indeks koristi dvije varijable: prosječnu duljinu rečenica i broj riječi s više od dva sloga za svakih 100 riječi, pri čemu output formule predstavlja procjenu godina obrazovanja koje osoba treba imati kako bi razumjela tekst prilikom prvog čitanja.¹²³

$$\text{FOG INDEKS} = 0.4 \times \left(\left(\frac{\text{broj riječi}}{\text{broj rečenica}} \right) + 100 \times \text{broj riječi s više od dva sloga} \right) \quad (4)$$

Tablica 3: adaptacija razreda vrijednosti Fog indeksa

Vrijednost indeksa	Procjena školskih razreda (hrvatska alternativa)
17+	5. godina fakultetskog obrazovanja
16	4. godina fakultetskog obrazovanja
15	3. godina fakultetskog obrazovanja
14	2. godina fakultetskog obrazovanja
13	1. godina fakultetskog obrazovanja
12	4. razred srednje škole
11	3. razred srednje škole
10	2. razred srednje škole
9	1. razred srednje škole
8	8. razred osnovne škole
7	7. razred osnovne škole
6	6. razred osnovne škole

Izvor: Gunning, R., Muller, D. (1985): How to Take the Fog Out of Writing, The Dartnell Corporation.

Zaključno, viša je vrijednost Fog indeksa povezana s većom kompleksnošću teksta, odnosno nižom razinom čitljivosti, dok je niža vrijednost Fog indeksa povezana s manjom kompleksnošću teksta, odnosno višom razinom čitljivosti.

¹²³ Gunning, R. (1952): The Technique of Clear Writing, McGraw-Hill.

4.3.2. Flesch Reading Ease

Flesch Indeks naslovljen je prema svom tvorcu, piscu i predavaču Rudolfu F. Fleschu. Flesch je svojevremeno imao presudan utjecaj na pisce časopisa i novina svojim učenjem i uvođenjem nove metode pisanja koju obilježavaju kratke rečenice i odlomci, posljedice koje su u žurnalističkoj literaturi prisutne i danas.¹²⁴ Flesch je 1948. objavio indeks pod nazivom **Reading Ease** koji koristi dvije varijable: broj slogova i broj rečenica za svakih 100 riječi. Mjeri čitljivost tj. lakoću čitanja na ljestvici od težeg prema lakšem za čitanje, odnosno od 1 do 100.

Flesch-Kincaid formula (ili Flesch Grade-Scale) varijacija je na originalnu formulu koju je zajedničkim snagama modificirao s Peterom Kincaidom za američku mornaricu. Izmijenjena je kako bi proizvela vrijednost koja odgovara godinama obrazovanja čitatelja potrebnim za shvaćanje teksta. Potonje se odnosi na školske razrede u američkom sustavu obrazovanja.¹²⁵

$$\text{FLESCH READING EASE} = 206.835 - 1.015 \times \left(\frac{\text{broj riječi}}{\text{broj rečenica}} \right) - 84.6 \times \left(\frac{\text{broj slogova}}{\text{broj riječi}} \right) \quad (5)$$

Tablica 4: adaptacija razreda vrijednosti Flesch indeksa

Vrijednost indeksa	Opis	Procjena školskih razreda (hrvatska alternativa)
0 – 30	vrlo teško	Diplomirani
30 – 50	teško	Studenti
50 – 60	relativno teško	viši razredi srednje škole
60 – 70	standard	niži razredi srednje škole
70 – 80	relativno lagano	7. i 8. razred osnovne škole
80 – 90	lagano	6. razred osnovne škole
90 – 100	vrlo lagano	5. razred osnovne škole

Izvor: Flesch, R. (1949): The Art of Readable Writing, Harper & Brothers.

Zaključno, viša vrijednost Flesch indeksa povezana je s manjom kompleksnosti teksta, odnosno višom razinom čitljivosti, dok je niža vrijednost Flesch indeksa povezana s većom kompleksnosti teksta, odnosno nižom razinom čitljivosti.

¹²⁴ The New York Times Archives, Dr. Rudolf Flesch, 75, Authority On Literacy, raspoloživo na: <https://nyti.ms/29CHUSO> (20.2.2020.)

¹²⁵ Flesch, R. (1949): The Art of Readable Writing, Harper & Brothers.

4.4. Prethodna istraživanja na temu čitljivosti financijskih izvještaja

Smjer razvoja prethodnih istraživanja na temu čitljivosti financijskih izvještaja pretežno se odvijao prema utvrđivanju povezanosti i implikacija povezanosti određenog nivoa kompleksnosti teksta na druge aspekte performansi poduzeća.¹²⁶ Najznačajnije su studije čitljivosti s obzirom na **financijske performanse poduzeća**, međutim rast popularnosti ovih istraživanja doveo je do pojave studija u kojima se čitljivost povezuje s pravnim i socijalnim aspektima. Popularnosti studija čitljivosti i posljedično studija čitljivosti financijskih izvještaja svjedoči činjenica kako je do početka SEC-eve kampanje „*Plain English Initiative*“¹²⁷ već postojalo preko tisuću statistički značajnih studija dok je čitljivost ispitivana s preko 200 formula.¹²⁸ Dominantni indeksi mjerenja su Fog i Flesch indeksi, dokazujući svoju učinkovitost u izračunu čitljivosti financijskih izvještaja.

Financijske performanse poduzeća očituju se kroz financijske pokazatelje poput likvidnosti, zaduženosti, profitabilnosti i slično. Smith i Tafler su Flesch indeksom dokazali pozitivnu povezanost čitljivosti i individualne mjere performansi poduzeća – **likvidnosti**. Također su dokazali negativan utjecaj čitljivosti na **rizik** poslovanja što znači da poduzeća koja obilježava viši stupanj rizika imaju manje čitljive financijske izvještaje. Sveukupno, zaključili su kako uspješnija poduzeća imaju čitljivije financijske izvještaje od onih neuspješnijih.¹²⁹

Jedno je istraživanje pronašlo razliku u čitljivosti dviju grupa poduzeća, prvu grupu činila su poduzeća koja su imala bolji rezultat nego prethodne godine a drugu grupu poduzeća koja su imala lošiji rezultat nego prethodne godine. Rezultat se odnosi na **neto dobit**. Dokazano je kako je čitljivost veća u poduzećima koja su imala bolje rezultate, a niža u onima koji su imali lošije rezultate.¹³⁰ Nastavno na temu, uz velik uzorak, istraživanje Feng Li rezultiralo je dodatnim potvrđivanjem kako su godišnji izvještaji tvrtki s lošim rezultatima teže čitljivi. Uz to, **profiti** tvrtki s izvještajima koji su lakše čitljivi su dosljedni i manje volatilni. Navedena otkrića ukazuju na „*opravdanu zabrinutost investitora i regulatornih institucija u području*

¹²⁶ Smith, M., Taffler, R. (1992): Readability and Understandability: Different Measures of the Textual Complexity of Accounting Narrative, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5 (4), str. 84-98.

¹²⁷ United States Securities and Exchange Commission (SEC), Plain English Disclosure, raspoloživo na: <https://www.sec.gov/interps/legal/cfslb7a.htm> (28.2.2020.).

¹²⁸ DuBay, W. (2007): *Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text*, BookSurge Publishing.

¹²⁹ Smith, M., Taffler, R. (1992): The Chairman's Statement and Financial Performance, *Accounting and Finance*, 32 (2), str. 75-90.

¹³⁰ Blackwell, R. D., Insley, R. G., Subramanian, R. (1993): Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations, *Journal of Business Communication*, 30 (1), str. 49-61.

*namjernog oportunističkog strukturiranja financijskih izvještaja*¹³¹ od strane menadžmenta kako bi se negativna informacija sakrila od javnosti. Nedavno istraživanje otkrilo je pak iznimku u negativnoj korelaciji financijskih performansi i čitljivosti. Dokazano je kako su poduzeća koja su izjednačila ili tek blago premašila prošlogodišnji rezultat, dakle poduzeća bez negativnog rezultata, imala manju čitljivost od prošlogodišnje razine čitljivosti objavljenih financijskih izvještaja.¹³²

U longitudinalnom istraživanju provedenom od strane Johnesa od 1952. do 1985. uočena je negativna statistički značajna korelacija između čitljivosti izvještaja, točnije izvještaja posloводства (MD&A), **prometa poduzeća** i vremena. Zaključak je: kako je promet rastao, s vremenom se smanjivala čitljivost.¹³³ Zanimljiva je i pozitivna povezanost između čitljivosti i popularnog pokazatelja **povrat na kapital (ROE)** prema kojoj veći povrat na kapital imaju poduzeća čija su financijska izvješća lakše čitljiva.¹³⁴ Ovo istraživanje jasno pokazuje kako uspješna poduzeća, u kontekstu profitabilnosti, svoje rezultate i buduće planove jasno komuniciraju vlastitim dioničarima i ostalim zainteresiranim subjektima.

Među novijim istraživanjima dokazano je kako je čitljivost financijskog izvještaja povezana s procjenom rejting agencija. Niža razina čitljivosti povezana je s većim rizikom i posljedično takvom ocjenom rejting agencija koja čini **zaduživanje** (trošak duga) skupljim tvrtkama koje imaju manje čitljiva financijska izvješća.¹³⁵ U sferi kredita također je dokazano, mjerenjem veličine financijskih izvještaja i Fog indeksa, kako se niža razina čitljivosti izvještaja povezuje s kraćim **rokovima** i većom vjerojatnosti zahtijevanja kolaterala kao **osiguranja** plaćanja zajma.¹³⁶ Od studija koje utvrđuju povezanost čitljivosti i nefinancijskih elemenata u poslovanju valja istaknuti povezanost teže čitljivosti i **rizika od sudskih parnica** poduzeća¹³⁷ i drastično smanjenje čitljivosti izvještaja poduzeća koja prolaze kroz proces litigacije.¹³⁸

¹³¹ Li, F. (2008): Annual report readability, current earnings, and earnings persistence, *Journal of Accounting and Economics*, 45 (3), str. 221-247.

¹³² Lo, K., Ramos, F., Rogo, R. (2017): Earnings management and annual report readability, *Journal of Accounting and Economics*, 63 (1), str. 1-25.

¹³³ Jones, M. J. (1988): A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a UK Company, *Accounting and Business Research*, 18 (12), str. 297-305.

¹³⁴ Baker, H. E., Kare, D. (1992): Relationship Between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance, *Management Research News*, 15 (1), str. 1-4.

¹³⁵ Bonsall, S. B., Miller, B. P. (2016): The Impact of Narrative Disclosure Readability on Bond Ratings and the Cost of Debt Capital, *Review of Accounting Studies*, Springer, 22 (2), str. 608-643.

¹³⁶ Ertugrul, M. et al. (2017): Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52 (2), str. 811-836.

¹³⁷ Blouin, M. (2010): What Types of Firms Send a Clear Signal in the MD&A? Determinants of Annual Report Readability, *Journal of the Academy of Business & Economics*, 10 (1), str. 24-38.

¹³⁸ Columbia Law School, raspoloživo na: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/12/05/does-litigation-risk-make-financial-reports-less-readable/> (12.9.2020.).

Da su poduzeća svjesna smanjenja informacijskog kapaciteta vlastitih izvještaja indirektno su potvrdili Guay i ostali. Otkrili su kako neka poduzeća s teže čitljivim financijskim izvještajima nastoje ublažiti taj negativan utjecaj nudeći javnosti **dobrovoljno izvještavanje**. Navedena povezanost kompleksnosti financijskih izvještaja i učestalosti dobrovoljnog izvještavanja jača je u slučaju kad poduzeće ima mnoštvo eksternih zainteresiranih subjekata, a slabija je u slučaju kad poduzeće ima loše performanse i aktivno upravlja zaradom.¹³⁹

Sva navedena istraživanja vode zaključku kako narativni elementi financijskih izvještaja mogu biti iskorišteni za zaštitu položaja menadžmenta i produbljivanje informacijske asimetrije uslijed financijskih i/ili pravnih poteškoća. Ton pisanja izvještaja, amplificiran niskom razinom čitljivosti, dokazano utječe na investitore i njihovu percepciju performansi poduzeća.¹⁴⁰ Huang, Teoh i Zhang su otišli korak dalje i demonstrirali kako menadžeri narativne elemente strateški koriste kako bi obmanuli investitore.¹⁴¹ Navedeno predstavlja velik informacijski problem, naročito kada se radi o poduzećima koja imaju upitnost *going concern* pretpostavke.

U tom se kontekstu ističe važnost utvrđivanja vjerojatnosti poslovnog neuspjeha, najvažnijeg utjecajnog indikatora na *going concern* pretpostavku, te uparivanja iste sa rangom čitljivosti narativnih elemenata godišnjih financijskih izvještaja poduzeća. Navedeno je u fokusu razmatranja ovog Diplomskog rada koji se teoretski naslanja mnogobrojna istraživanja povezanosti financijskih performansi i razine čitljivosti.

4.5. Kritike mjera čitljivosti

Prije argumentacije glavne struje kritika ovih mjera obrazložit će se problemi korištenja formula čitljivosti specifični za hrvatsko govorno područje. Naime, studije čitljivosti razvile su se u Sjedinjenim Američkim Državama, odnosno na angloameričkom govornom području te su usmjerene na detekciju težine čitanja engleskog jezika. Relativno malo govorno područje, nepopularnost koncepta čitljivosti i činjenica da je hrvatsko tržište kapitala još mlado i nedovoljno bogato utjecajni su faktori zbog kojih nisu nastali pokušaji prilagodbe utvrđenih i u praksi često korištenih formula čitljivosti hrvatskom jeziku. Nepostojanje formula čitljivosti adaptiranih hrvatskom jeziku prepreka je usporedbi s financijskim izvještajima poduzeća koja kotiraju na razvijenim tržištima kapitala. Ipak, iako je usporedba s inozemstvom onemogućena

¹³⁹ Guay, W. R., Samuels, D., Taylor, D. J. (2016): Guiding Through the Fog: Financial Statement Complexity and Voluntary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 62 (2), str. 234-269.

¹⁴⁰ Tan et al. (2014): When the Use of Positive Language Backfires: The Joint Effect of Tone, Readability, and Investor Sophistication on Earnings Judgments. *Journal of Accounting Research*, 52 (1).

¹⁴¹ Huang, X., Teoh, S. H., Zhang, Y. (2014): Tone Management, *The Accounting Review*, 89 (3), str. 1083–1113.

radi inherentnih ograničenja, barem dok se financijski izvještaji poduzeća sa Zagrebačke burze sastavljaju na hrvatskom jeziku, moguće je vršiti usporedbu unutar samog tržišta i to u odnosu na brojne utjecajne faktore kao što su industrija, financijski pokazatelji ili u slučaju ovog Diplomskog rada, vjerojatnost financijskog neuspjeha.

Najčešće globalno uvriježene kritike primjene koncepta čitljivosti vezane su uz pretjerano pojednostavljenje samog pojma čitljivosti. Čitljivost je pojam stvoren kako bi objasnio razinu kompleksnosti samog teksta. Sve klasične i dio suvremenih metoda za izračun čitljivosti fokus stavljaju isključivo na tekst i njegova obilježja. Iako pružaju učinkovit, nekompleksan i objektivan pokazatelj čitljivosti, mjere složenost samo s jednog aspekta - **teksta**. Drugi aspekt je **čitatelj** i njegova percepcija složenosti teksta koju oblikuje uz nekoliko kriterija: sadržaj, stil, format i organizacija. Uz ta percipirana obilježja teksta važna su i obilježja samog čitatelja poput vještine čitanja, prethodnog znanja ali i motiviranosti na čitanje.¹⁴²

Glavna struja kritika na primjenu formula čitljivosti u financijskim izvještajima i dokumentima započela je 1970-ih godina tijekom programa američke vlade „*Plain English Initiative*“ kojim se pokušalo obvezati poduzeća na korištenje jasnog pisanja financijskih dokumenata i izvještaja.¹⁴³ Kritike su se odnosile na problem evaluacije samo dva elementa stila, oba vezana za sintaksu (duljina riječi i rečenica), te posljedičnu mehanizaciju primjene formula.¹⁴⁴ Glavni argument bila je osobitost računovodstva i financijskog izvještavanja koje obilježava specifična stručna terminologija. Kriterij klasifikacije riječi na one jednosložne i višesložne može biti neprimjeren budući da većinu višesložnih riječi, bitan kriterij Fog i Flesch indeksa i njihovih izvedenica, čine za industriju uobičajene poslovne riječi i fraze.¹⁴⁵

Do danas, kritike su ostale iste, no promijenilo se razmišljanje svih uključenih. Formule za izračun čitljivosti se ne koriste mehanički niti im se daje apsolutni kredibilitet u sferi ocjene financijskih izvještaja. Prihvaćeno je stajalište kako nisu precizan i uvjerljiv alat za računanje vrijednosti čitljivosti već više nalikuju na korisne smjernice u analizi.¹⁴⁶ Kombinacija formula čitljivosti sa sofisticiranijim alatima treba se koristiti ako se ovom alatu želi dati važnija uloga u kontroli sadržaja financijskih izvještaja.

¹⁴² DuBay, W. (2007): *Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text*, BookSurge Publishing.

¹⁴³ ibidem

¹⁴⁴ Klare, G. et al. (1969): *Automation of the Flesch Reading Ease Readability Formula, with Various Options*, *Reading Research Quarterly*, 4 (4), str. 550-559.

¹⁴⁵ Loughran, T., McDonald, B. (2013): *Measuring Readability in Financial Disclosures*, *The Journal of Finance*, 69 (4), str. 1643-1671.

¹⁴⁶ Ojemannnn, R. H. (1934): *Theoretical considerations underlying curricular and learning studies*, University of Iowa, str. 9-111.

5. OPIS STATISTIČKE METODOLOGIJE

5.1. Opis uzorka

Istraživanje se u ovom Diplomskom radu temelji na analizi financijskih i narativnih elemenata Godišnjeg izvješća hrvatskih dioničkih društava. Osnovnu populaciju stoga čine sva dionička društva čijim se vrijednosnim papirima trgovalo na Zagrebačkoj burzi u 2019. godini. Ukupno su 102 poduzeća imala vrijednosnice kojima se trgovalo na službenom i redovitom tržištu te će se iz tog osnovnog skupa odabrati uzorak za statističko istraživanje.

Uzorak će se, sukladno metodologiji ustanovljenoj na brojnim prethodnim istraživanja, birati uparivanjem jednakog broja „uspješnih“ i „neuspješnih“ poduzeća. Navedeni je postupak poznat pod nazivom metoda uparivanja te je uobičajena praksa kod ovakvog tipa istraživanja. Prvo će se odabrati uzorak „neuspješnih“ poduzeća. Odlučeno je kako će se u kategoriju neuspješnih poduzeća svrstavati sva dionička društva koja zadovoljavaju jedan od sljedeća dva kriterija:

- ulazak u predstečajni/stečajni postupak i/ili
- vrijednost pokazatelja EBITDA (dobit prije kamata, poreza i amortizacije) 2 godine zaredom manja od troška kamata.

Prvi kriterij označava situaciju pravne neuspješnosti. Dolazi do promjene pravnog statusa poduzeća i ono ulazi u predstečajni, odnosno stečajni postupak. Ulazak poduzeća u stečajni postupak gotovo uvijek pretpostavlja insolventnost i smanjenu likvidnost. Uz navedeno, poduzeća u stečajnom postupku nerijetko imaju negativan financijski rezultat i preneseni gubitak razdoblja. Stoga ulazak u stečajni postupak označava prekretnicu u poslovanju poduzeća te postoje dvije mogućnosti za njegovu budućnost: nastavak poslovanja uz restrukturiranje i prestanak poslovanja uz likvidaciju imovine.

Drugi kriterij označava situaciju financijske neuspješnosti. Umjesto pravnog statusa poduzeća ovdje je u fokusu financijski status. Poduzeće se definira kao financijski nestabilno kada je njegova vrijednost pokazatelja EBITDA manja od troška kamata u dvije prethodne godine. Navedeno „predstavlja situaciju u kojoj je poduzeće u nemogućnosti generirati dovoljno novčanih tijekova iz svog poslovanja kako bi podmirilo svoje financijske obveze.“¹⁴⁷

¹⁴⁷ Pervan, I., Pervan, M., Kuvek, T. (2018): Firm Failure Prediction: Financial Distress Model vs Traditional Models, Croatian Operational Research Review, 9 (2), 269-279.

Uspješna se poduzeća biraju tako da se svako poduzeće klasificirano kao „neuspješno“ uparuje s industrijski ekvivalentnim poduzećem, odnosno s poduzećem koje je dio istog ili srodnog sektora (prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti) te ima približno jednak iznos prihoda i veličinu aktive u fiskalnoj godini 2019.

Koristeći ranije spomenute kriterije te metodu uparivanja odlučeno je kako će u uzorak biti odabrano ukupno 34 poduzeća. Navedeni je uzorak sastavljen od ukupno 17 „uspješnih“ i 17 „neuspješnih“ poduzeća. Uzorak čini 33% ukupne populacije te se zaključuje kako adekvatno predstavlja statistički skup.

Tablica 5: parovi uspješnih i neuspješnih poduzeća odabranih u uzorak

Uspješna poduzeća	Neuspješna poduzeća
Vodoprivreda Zagreb d.d.	Dalekovod d.d.
GIP Pionir d.o.o.*	Institut IGH d.d.
Kamgrad d.o.o.*	Ingra d.d.
HT d.d.	OT-Optima Telekom d.d.
Čakovečki mlinovi d.d.	Viro tvornica šećera d.d.
Brodogradilište Viktor Lenac d. d.	3. MAJ Brodogradilište d.d.
Tekstilpromet d.d.	Brodomerkur d.d.
Končar d.d.	Đuro Đaković Grupa d.d.
Jelsa d.d.	Hoteli Haludovo Malinska d.d.
Hoteli Jadran d.d.	Hoteli Vodice d.d.
Koteks d.d.	Istra d.d.
Luka Ploče d.d.	Jadroplov d.d.
Jadroagent d. d.	Lošinjska Plovidba - Holding d. d.
Zvečevo d. d.	PIK d. d.
Luka Rijeka d. d.	Alpha Adriatic d.d.
Čateks d.d.	Varteks d. d.
Radnik d.d.*	Tehnika d.d.

Izvor: odabir autora

* poduzeća označena zvjezdicom (GIP Pionir d.o.o., Radnik d.d. i Kamgrad d.o.o.) ne listaju svoje dionice na Zagrebačkoj burzi no uzeti su u uzorak kao uspješna poduzeća jer listana „neuspješna“ poduzeća nisu mogla biti adekvatno uparena poduzećima sa ZSE.

Kada se poduzeća iz uzorka klasificiraju prema djelatnostima, odnosno sektorima prema NKD-u, prisutno je 10 industrija. Dvije najdominantnije industrije su građevinarstvo te prijevoz i skladištenje sa 6 poduzeća, nakon čega slijede prehrambena industrija, trgovina te turizam sa 4 poduzeća. Industrije sa jednim parom poduzeća su tekstilna, telekomunikacijska i brodograđevna industrija. Sektor M prisutan je sa 3 poduzeća dok je Končar d.d. jedini predstavnik industrije električne opreme.

Tablica 6: sektorski raspored poduzeća iz uzorka

Sektor (NKD)	Naziv	Broj poduzeća
F	Građevinarstvo	6
H	Prijevoz i skladištenje	6
CA	Proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duhanskih proizvoda	4
G	Trgovina na veliko i na malo	4
I	Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	4
M	Pravne, računovodstvene, upravljačke, arhitektonske djelatnosti, inženjerstvo i tehničko ispitivanje i analiza, znanstveno istraživanje i razvoj	3
CB	Proizvodnja tekstila, odjeće, kože i srodnih proizvoda	2
CL	Proizvodnja transportne opreme	2
JB	Telekomunikacije	2
CJ	Proizvodnje električne opreme	1

Izvor: Zagrebačka burza, raspoloživo na: <https://prev.zse.hr/default.aspx?id=26474> (10.4.2021.).

Uzevši u obzir raspon industrijskih sektora prisutnih u uzorku zaključuje se kako je uzorak dobro diversificiran. Primjetan je izostanak jedino poljoprivrednih industrijskih sektora i onih koji se odnose na preradu sirovina.

5.2. Opis varijabli

Statističko se testiranje odnosi na provođenje ispitivanja međuzavisnosti, odnosno korelacije slučajnih numeričkih varijabli. Za ispitivanje korelacije koristit će se najpoznatija mjera linearne korelacije između slučajnih varijabli – Pearsonov koeficijent linearne korelacije (r). Cilj je istraživanja utvrditi korelaciju, njen smjer, intenzitet i statističku značajnost. Istraživanje će se provesti primjenom statističke metodologije te korištenjem softverskih paketa Microsoft-a MS Excel i IBM-a SPSS (Statistical Package for the Social Sciences).

Zavisnu varijablu u istraživanju predstavlja FOG indeks čitljivosti izračunat na temelju odabranih odlomaka teksta izvješća posloводства Godišnjih izvještaja dioničkih društava uvrštenih na Zagrebačku burzu. Za optimalan izračun indeksa čitljivosti koristit će se odlomci od 100 riječi. Ukoliko to uvjeti dopuštaju, odnosno kada ima dovoljno narativnih elemenata izvješća posloводства, uzimat će se FOG score prosjeci više odlomaka od 100 riječi kako bi se postiglo vjerodostojnije mjerenje. Budući da je izvješće posloводства kod većine poduzeća tematski podijeljeno na nekoliko dijelova, FOG će se indeks izračunavati sukladno tome. Dakle, zasebno će se izračunavati FOG indeks za dijelove izvješća posloводства koji se odnose na: rezultate prethodnog razdoblja, rizike u poslovanju i projekciju poslovanja u budućem razdoblju. Na taj će se način osim sintetičkog zbirnog FOG indeksa za svako poduzeće steći analitički uvid u strukturu čitljivosti samog izvješća posloводства.

Odluka o izboru nezavisne varijable donesena je nakon razmatranja inozemne literature srodne tematike. Uobičajena je praksa uparivanje skora čitljivosti s financijskim pokazateljima likvidnosti, solventnosti i investiranja ili fizičkim veličinama bilančnih pozicija i prihoda. Odluka je autora nastaviti s uobičajenom praksom i upariti čitljivost financijskih izvještaja s financijskim pokazateljem, no ne individualnim već onim zbirnim. Zbirni financijski pokazatelji kombiniraju ranije navedene individualne pokazatelje u model koji je u pravilu informativniji. Nakon razmatranja raznih modela odlučeno je kako će se sa skorom čitljivosti upariti Altman Z score, model za predviđanje vjerojatnosti poslovnog neuspjeha. Primarnu nezavisnu varijablu stoga čini izračun Altman Z score. Istraživat će se postoji li statistički značajna korelacija između razine čitljivosti izvješća posloводства mjerene FOG indeksom i vjerojatnosti poslovnog neuspjeha mjerene Altman Z score-om.

U korelacijsku analizu uključit će se sva 3 modela predviđanja neuspjeha, originalni Z score i dvije varijacije Z' i Z". Na taj će se način otkriti koji od modela ima najveću povezanost sa FOG indeksom čitljivosti financijskih izvještaja. Važno je napomenuti kako 3 poduzeća iz uzorka „uspješnih“ nisu listana poduzeća i njima se ne prometuje na Zagrebačkoj burzi pa samim time nemaju ni tržišnu vrijednost glavnice. Iz tog će razloga njihov Z score biti zamijenjen Z' score koji u brojniku varijable X_4 umjesto tržišne vrijednosti glavnice koristi knjigovodstvenu vrijednost glavnice.

Kao sekundarna nezavisna varijabla koristit će se industrijski sektor u kojem poduzeće posluje prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti (NKD). Namjera je istražiti postoji li razlika u razini čitljivosti financijskih izvještaja između različitih industrija. Poslovanje u pojedinim industrijskim granama može biti kompleksnije naspram drugih, zahtijevajući korištenje stručne

terminologije prilikom analize posloводства. Navedeno smanjuje razinu čitljivosti i potencijalno čini tržišta kapitala manje likvidnima.

5.3. Opis radnih hipoteza

S premisom kako pogoršanje financijskog zdravlja poduzeća i posljedično povećanje vjerojatnosti njegovog poslovnog neuspjeha, odnosno bankrota, ima negativan utjecaj na razinu čitljivosti narativnih elemenata godišnjeg izvješća postavlja se temeljna hipoteza:

„Poduzeća s većom vjerojatnosti poslovnog neuspjeha imaju teže čitljive narativne elemente financijskih izvještaja.“

Zaključak o prihvatanju ili odbijanju temeljne hipoteze donijet će se na temelju empirijske signifikantnosti od 1%. Ukoliko je empirijska signifikantnost (α^*) veća od zadanih 1%, odbit će se temeljna hipoteza rada te će se potvrditi kako ne postoji statistički značajna povezanost između vjerojatnosti poslovnog neuspjeha i razine čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja. Ukoliko je empirijska signifikantnost (α^*) manja od zadanih 1%, prihvatit će se temeljna hipoteza rada te će se dokazati postojanje statistički značajne povezanosti, odnosno korelacije između razine čitljivosti financijskih izvještaja i vjerojatnosti poslovnog neuspjeha poduzeća iz uzorka.

Uz primarnu hipotezu postavlja se i pomoćna hipoteza. Odnosi se na utvrđivanje povezanosti između čitljivosti izvješća posloводства i različitih industrijskih sektora. Premisa istraživanja je kako različiti industrijski sektori imaju različite razine čitljivosti koje variraju zbog razlika u obujmu poslovanja, financijskim prilikama i kompleksnosti poslovanja. Potonje predstavlja najizgledniju posljedicu smanjene čitljivosti budući da će poduzeća u kompleksnijim industrijskim sektorima u analizi posloводства biti primorana koristiti stručnu terminologiju i žargon specifičan za industriju. Navedeno njihove dionike stavlja u informacijski nepovoljan položaj te može predstavljati ulaznu barijeru diverzifikacije portfelja na poduzeća iz određenih industrijskih sektora. Pomoćna hipoteza glasi:

„Industrijski sektor poduzeća utječe na razinu čitljivosti narativnih elemenata njegovih financijskih izvještaja.“

6. REZULTATI ISTRAŽIVANJA

U nastavku slijede tablice s izračunom FOG indeksa i zbirnih pokazatelja Altman Z score:

Tablica 7: prikupljeni podaci za uzorak "uspješnih" poduzeća

Poduzeće	FOG	Sektor	Z	Z1	Z2
Čakovečki mlinovi d.d.	19,50	CA	2,8657	3,4198	6,9856
Čateks d.d.	21,43	CB	1,2743	1,6732	1,8891
GIP Pionir d.o.o.	23,40	F	2,6221	2,4561	5,8903
Hoteli Jadran d.d.	19,30	I	0,9883	2,1626	5,3006
HT d.d.	20,25	JB	3,8158	2,5983	6,3078
Jadroagent d. d.	21,47	H	6,2968	2,6755	7,7521
Jelsa d.d.	21,10	I	0,9406	1,0764	2,3721
Kamgrad d.o.o.	18,37	F	4,2493	4,2304	5,9287
Končar, d.d.	18,90	CJ	2,3484	2,1566	5,4235
Koteks d.d.	19,07	G	0,6500	1,0703	3,5497
Luka Ploče d.d.	20,23	H	1,6586	1,7323	5,4334
Luka Rijeka d. d.	21,47	H	0,1523	0,1731	-0,7842
Radnik d.d.	17,57	F	2,8098	3,5976	7,9605
Tekstilpromet d.d.	20,30	G	1,5763	1,8355	3,1519
Vodoprivreda Zagreb d.d.	19,55	F	3,5424	4,0295	9,6334
Brodogradilište Viktor Lenac d. d.	24,80	CL	1,5947	1,5058	1,8543
Zvečevo d. d.	24,83	CA	-0,9083	-0,3928	-4,5444

Izvor: istraživanje autora

Tablica 8: prikupljeni podaci za uzorak "neuspješnih" poduzeća

Poduzeće	FOG	Sektor	Z	Z1	Z2
3. Maj Brodogradilište d.d.	20,97	CL	-5,1697	-3,5138	-16,1782
Brodomerkur d.d.	22,45	G	0,0739	0,5731	-1,7128
Đuro Đaković Grupa d.d.	27,25	MA	-1,3556	-1,0626	-5,1835
Dalekovod, d.d.	26,93	F	1,1142	1,1786	-0,1989
Hoteli Haludovo Malinska d.d.	25,65	I	-0,3646	0,3231	0,3368
Hoteli Vodice d.d.	24,57	I	-3,8874	-2,8489	-12,8755
Institut IGH, d.d.	24,70	MB	-0,5291	-0,2160	-3,7273
Ingra d.d.	26,65	MA	-0,1064	-0,0597	-1,3795
Istra d.d.	23,90	G	-1,9459	-1,2942	-6,2013
Jadroplov d.d.	27,30	H	-2,7473	-2,2759	-9,1426
Lošinjska Plovidba - Holding d. d.	25,50	H	1,1568	1,7338	3,3530
OT-Optima Telekom d.d.	23,50	JB	-0,8809	-0,3976	-6,3994
PIK d. d.	27,00	CA	0,4339	0,8935	0,3135
Tehnika d.d.	24,55	F	-1,7974	-1,2460	-6,7837
Alpha Adriatic d.d.	29,18	H	-3,1147	-2,0898	-12,2918
Varteks d. d.	23,20	CB	0,0841	0,3129	-1,9873
Viro Tvornica Šećera d.d.	20,55	CA	1,3565	1,9183	1,0318

Izvor: istraživanje autora

Interpretacija izračunatog Altman Z score identična je originalno ustanovljenoj te je vrijednost indeksa veća što je vjerojatnost nastupanja stečaja poduzeća manja i obratno. Poduzeća se prema vrijednosti pokazatelja mogu podijeliti u dvije skupine, financijski sigurna (s niskom vjerojatnošću bankrota) i financijski nesigurna (s visokom vjerojatnošću bankrota). Između navedenih kategorija nalazi se područje tzv. sive zone za koju je, radi mogućnosti klasifikacijske pogreške, nepouzdanost prognozirati vjerojatnost poslovnog neuspjeha.

S druge strane, FOG indeks čitljivosti nije moguće interpretirati na klasičan način. Naime, formula FOG indeksa razvijena je za engleski jezik i istu interpretaciju nije preporučljivo koristiti za hrvatski jezik. No, iako razredi klasificiranja skora čitljivosti na lako, srednje teško i teško čitljiv tekst ne odgovaraju hrvatskom jeziku ipak je moguće izvući određene zaključke. FOG indeks orijentiran je uzlazno, viša vrijednost FOG indeksa označava veću kompleksnost teksta a samim time nižu čitljivost. Navedeno znači da je moguće uspoređivanje apsolutnih vrijednosti indeksa za poduzeća i industrijske sektore.

U nastavku slijedi tablični prikaz deskriptivne statistike:

Tablica 9: deskriptivna statistika

	FOG	Z	Z1	Z2
Aritmetička sredina	22.8052	0.5529	0.8214	-0.1448
Medijan	22.8250	0.7953	1.0734	0.6843
Mod	21.4667	-5.1697a	-3.5138a	-16.1782a
Standardna devijacija	3.0749	2.3946	1.9306	6.4366
Varijanca	9.4553	5.7339	3.7274	41.4296
Asimetrija	0.2006	-0.1394	-0.3519	-0.7282
Zaobljenost	-1.0204	0.4782	-0.3057	-0.0235
Raspon	11.6167	11.4665	7.7442	25.8116
Minimum	17.5667	-5.1697	-3.5138	-16.1782
Maksimum	29.1833	6.2968	4.2304	9.6334
a. Multiple modes exist. The smallest value is shown				

Izvor: istraživanje autora

U nastavku se nalaze rezultati testa linearne korelacije:

Tablica 10: rezultati korelacijskog testa

		FOG	Z	Z1	Z2
FOG	Pearson Correlation	1	-.552**	-.631**	-.604**
	Sig. (2-tailed)	-	0,001	0,000	0,000
Z	Pearson Correlation	-.552**	1	.947**	.943**
	Sig. (2-tailed)	0,001	-	0,000	0,000
Z1	Pearson Correlation	-.631**	.947**	1	.966**
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	-	0,000
Z2	Pearson Correlation	-.604**	.943**	.966**	1
	Sig. (2-tailed)	0,000	0,000	0,000	-
**, Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).					

Izvor: istraživanje autora

Temeljem rezultata korelacijskog testa može se zaključiti kako postoji statistički značajna povezanost između razine čitljivosti narativnih elemenata godišnjeg izvješća i vjerojatnosti poslovnog neuspjeha poduzeća iz uzorka. Konkretno, riječ je o negativnoj srednje jakoj korelaciji između FOG indeksa čitljivosti i pokazatelja Z ($r = -0.552$), Z1 ($r = -0.631$) i Z2 ($r = -0.604$). Navedeno znači prihvatanje temeljne hipoteze da poduzeća s većom vjerojatnosti poslovnog neuspjeha imaju teže čitljive narativne dijelove godišnjeg izvješća.

Također valja istaknuti kako, iako svi Z pokazatelji imaju statistički značajnu povezanost s FOG indeksom, postoji razlika u jačini njihove korelacije. Tako primjerice, najjaču povezanost s čitljivosti ima Z1 indeks, prva varijacija originalnog Z score koji u svojoj četvrtoj varijabli tržišnu glavnicu poduzeća zamjenjuje onom knjigovodstvenom. Drugi po snazi povezanosti je Z2 indeks, druga varijacija originalnog Z score dok originalni Z score ima najslabiju povezanost s indeksom čitljivosti. Osim s FOG indeksom, Z pokazatelji međusobno su značajno povezani. Riječ je o jakoj pozitivnoj korelaciji.

Analitički pregled izračuna čitljivosti godišnjeg izvješća također pruža zanimljiva otkrića. Tako se može uočiti razlika između indeksa čitljivosti odabranih „uspješnih“ i „neuspješnih“ poduzeća prema tematici odlomka te se uočava konzistentnost u kompleksnosti pisanja određenih tematskih cjelina. Primjerice, najveću razinu čitljivosti, odnosno najniži FOG

indeks, za obje skupine poduzeća ima sekcija o rezultatima prethodnog razdoblja. S druge strane, najteže čitljivi dijelovi godišnjeg izvješća su oni koji se odnose na izlaganje uprave o rizicima u poslovanju poduzeća. Navedeno je prikazano u Tablici 11.

Tablica 11: FOG indeks analitika prema temi odlomka

Tema odlomka	FOG prosjek		
	Uspješni	Neuspješni	UKUPNO
Rezultati prethodnog razdoblja	17,22	22,85	20,03
Rizici u poslovanju	23,78	27,39	25,58
Projekcija poslovanja u budućem razdoblju	21,25	24,49	22,87
UKUPNO	20,75	24,91	22,83

Izvor: izračun autora

Kada se FOG indeks promatra prema industrijskim sektorima kojima poduzeća iz uzorka pripadaju, najteže čitljiva godišnja izvješća imaju poduzeća iz industrijskog sektora M. U navedeni sektor uvršteno je poduzeće Končar d.d. budući da je jedini predstavnik sektora proizvodnje električne opreme i uparen je s poduzećem iz sektora M. Najveću razinu čitljivosti i najmanji FOG indeks imaju poduzeća iz sektora G - trgovina na veliko i na malo. Tablica 12 prikazuje rang industrijskih sektora prema čitljivosti.

Tablica 12: rezultati FOG indeksa prema industrijskim sektorima

Sektor (NKD)	Naziv	FOG
M	Pravne, računovodstvene, upravljačke, arhitektonske djelatnosti i inženjerstvo te tehničko ispitivanje i analiza, znanstveno istraživanje i razvoj + proizvodnja električne opreme	24,38
H	Prijevoz i skladištenje	24,19
CA	Proizvodnja prehrambenih proizvoda, pića i duhanskih proizvoda	22,97
CL	Proizvodnja transportne opreme i električne opreme	22,88
I	Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane	22,65
CB	Proizvodnja tekstila, odjeće, kože i srodnih proizvoda	22,32
JB	Telekomunikacije	21,88
F	Građevinarstvo	21,73
G	Trgovina na veliko i na malo	21,43

Izvor: izračun autora

Dokazivanje pomoćne hipoteze o povezanosti čitljivosti izvješća posloводства i različitih industrijskih sektora provodi se višestrukom regresijom. U nastavku slijede rezultati:

Tablica 13: pregled modela

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.351 ^a	0.123	-0.205	3.3759
a. Predictors: (Constant), Sektor=MB, Sektor=JB, Sektor=CL, Sektor=CB, Sektor=MA, Sektor=G, Sektor=I, Sektor=CA, Sektor=H				

Izvor: istraživanje autora

Tablica 14: ANOVA tablica

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	38.505	9	4.278	0.375	.936 ^b
	Residual	273.518	24	11.397		
	Total	312.023	33			
a. Dependent Variable: FOG score						
b. Predictors: (Constant), Sektor=MB, Sektor=JB, Sektor=CL, Sektor=CB, Sektor=MA, Sektor=G, Sektor=I, Sektor=CA, Sektor=H						

Izvor: istraživanje autora

Temeljem provedene višestruke regresije i rezultata iste može se zaključiti kako ne postoji statistički značajna povezanost između FOG indeksa čitljivosti i industrijskog sektora poduzeća. Navedeno znači opovrgavanje pomoćne hipoteze da industrijski sektor poduzeća utječe na razinu čitljivosti narativnih elemenata njegovih financijskih izvještaja. Protumačenost modela je preniska. Koeficijent determinacije (R Square) je $r^2 = 0,123$, što predstavlja nisku vrijednost i znači kako je ocijenjenim regresijskim modelom protumačeno tek 12,30% sume kvadrata ukupnih odstupanja zavisne varijable od njene aritmetičke sredine.

ZAKLJUČAK

Rezultati istraživanja potvrdili su teoretska očekivanja da s povećanom vjerojatnosti poslovnog neuspjeha dolazi do smanjene čitljivosti narativnih elemenata financijskih izvještaja. Interpretacija uočene povezanosti može ići u dva smjera, pozitivnom i negativnom.

Pozitivnom interpretacijom bi se smanjena čitljivost povezala s povećanom vjerojatnosti poslovnog neuspjeha kroz prizmu informacijske preopterećenosti izvještaja uslijed pravne i ekonomske nestabilnosti. Navedena nestabilnost ima utjecaj na narativno izvještavanje kroz povećanu učestalost korištenja pravnih i ekonomskih stručnih termina u kontekstu objašnjavanja rezultata proteklog razdoblja, najznačajnijih rizika u poslovanju i projekcija poslovanja u budućim razdobljima.

Negativnom bi se interpretacijom spona čitljivosti financijskih izvještaja i financijskog zdravlja mogla promatrati kroz prizmu motivacije sastavljača izvještaja. Pogoršanje financijskog zdravlja i posljedično povećanje vjerojatnosti bankrota nedvojbeno označava krizu za svako poduzeće. Navedena situacija, osim što uzrokuje pad povjerenja investitora u perspektivu poduzeća, može dovesti u pitanje status, angažman i bonuse menadžmenta poduzeća. Takvi uvjeti mogu predstavljati poticaj menadžmentu koji se, kako bi umanjio utjecaj negativnih rezultata razdoblja, može upustiti u zataškavanje znakova krize. Legalan način zataškavanja krize predstavlja namjerno otežavanje i obeshrabrivanje od čitanja financijskih izvještaja korištenjem nepotrebno kompleksnog žargona i stila pisanja narativnih elemenata, a poglavito izvješća posloводства (uprave).

Oba slučaja korištenja specifične stručne terminologije smanjujući čitljivost uzrokuju dodatnu mistifikaciju financijskog poslovanja i djeluju demotivirajuće na nove investitore. Smanjena informativnost narativnih elemenata financijskih izvještaja može imati mnoge implikacije. Kao najočitije ističu se udaljšavanje koncepta investiranja od šire javnosti, povećana potražnja za financijskim analitičarima i rast udjela institucionalnih dioničara naspram onih individualnih. Ukoliko se želi ostvariti veća likvidnost tržišta kapitala i pripadajućih vrijednosnica, rješavanje problema čitljivosti od esencijalne je važnosti.

Kada je riječ o informacijskim potrebama investitora, analize sadržaja i stila narativnih elemenata godišnjih izvješća manje su značajan i popularan alat analize financijskih izvještaja od klasične analize financijskim pokazateljima, no ovo je istraživanje, kao i njemu prethodna, dokazalo da takva analiza može biti uzeta u razmatranje. Prava vrijednost ovakve analize, prema mišljenju autora, dolazi do izražaja u situacijama kada financijsko zdravlje poduzeća

naizgled nije ugroženo. U takvim situacijama, smanjena čitljivost može indicirati kako postoje problemi koji se još nisu evidentirali u financijskim izvještajima i posljedično, ključnim financijskim pokazateljima.

Buduća istraživanja na temu trebala bi produbiti razumijevanje razlika u razinama čitljivosti između različitih tematskih cjelina izvješća posloводства. S povećanim obujmom narativnog izvještavanja i rastom popularnosti tržišta kapitala i koncepta individualnog investiranja, navedene razlike mogu predstavljati informacijski problem, naročito kada je riječ o značajnim rizicima u poslovanju – iznimno bitnom segmentu za procjenu budućih perspektiva poduzeća.

POPIS LITERATURE

Knjige:

1. Alexander, D., Nobes, C. (2010): Financial Accounting: An International Introduction, Pearson Education Canada.
2. Alexander, J. (2018): Financial Planning & Analysis and Performance Management, John Wiley & Sons.
3. Belak, V. (2011). Poslovna forenzika i forenzičko računovodstvo – borba protiv prijevare, RRiF plus, Zagreb.
4. Belak, V. (2014): Analiza poslovne uspješnosti, RRiF-plus, Zagreb.
5. Belak, V., Vudrić, N. (2012): Osnove suvremenog računovodstva, Belak Excellens, Zagreb.
6. Dale, E. (1949): Readability, National Conference on Research in English.
7. DuBay, W. (2007): Smart Language: Readers, Readability, and the Grading of Text, BookSurge Publishing.
8. Flesch, R. (1949): The Art of Readable Writing, Harper & Brothers.
9. Gunning, R. (1952): The Technique of Clear Writing, McGraw-Hill.
10. Gunning, R., Muller, D. (1985): How to Take the Fog Out of Writing, The Dartnell Corporation.
11. Lessambo, F. I. (2018): Financial Statements - Analysis and Reporting, Springer International Publishing.
12. Melville, A. (2017): International Financial Reporting, Pearson Education, Harlow.
13. Mishkin, F. S. (2019): The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Global Edition, Pearson Education Limited.
14. Pavić, I. (2015): Mikroekonomija: teorija i praksa, Ekonomski fakultet Split.
15. Pervan, I. (2012): Računovodstvo poslovnih spajanja, RRiF Plus d.o.o., Zagreb.
16. Rezaee, Z., Riley, R. (2009): Financial Statement Fraud: Prevention and Detection 2nd Ed., Wiley.
17. Smith, M. (2019): Research Methods in Accounting, SAGE Publications Ltd.
18. Soltani, B. (2010): Revizija - Međunarodni pristup, Mate d.o.o., Zagreb.
19. Subramanyam, K. R. (2014): Financial Statement Analysis 11th Ed., McGraw-Hill Education.
20. Tipurić i sur. (2008): Korporativno upravljanje, Sinergija d.o.o., Zagreb.

21. Tracy, J. A. (2014): *How to Read a Financial Report: Wringing Vital Signs Out of the Numbers*, Wiley.
22. Van Horne, J., C., Wachowicz, J. M. (2008): *Fundamentals of Financial Management*, Pearson Education Ltd.
23. Vidučić, Lj., Pepur, S., Šimić, M. (2015): *Financijski menadžment, RRiF-plus*, Zagreb.
24. Young, S. D., Cohen, J., Bens, D. A. (2019): *Corporate Financial Reporting and Analysis -A Global Perspective*, Wiley & Sons.
25. Žager, K. et al. (2017): *Analiza financijskih izvještaja: načela, postupci, slučajevi, RiF*, Zagreb.

Znanstveni i stručni članci:

1. Altman, E. I. (1968): Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance*, (23) 4, str. 589-609.
2. Altman, E. I. (2000): Predicting financial distress of companies: revisiting the Z-Score and ZETA® models, *Handbook of Research Methods and Applications in Empirical Finance*, str. 428–456.
3. Aymen, A., Sourour, B. S., Badreddine, M. (2018): The effect of annual report readability on financial analysts behaviour, *Journal of Economics, Finance and Accounting*, 5 (1), str. 26-37.
4. Baker, H. E., Kare, D. (1992): Relationship Between Annual Report Readability and Corporate Financial Performance, *Management Research News*, 15 (1), str. 1-4.
5. Beattie, V., McInnes, W., Fearnley, S. (2004): A methodology for analysing and evaluating narratives in annual reports: a comprehensive descriptive profile and metrics for disclosure quality attributes. *Accounting Forum*, 28 (3), str. 205-236.
6. Beaver, W. (1967): Financial Ratios as Predictor of Failure, *Empirical Research in Accounting, Empirical Studies, Journal of Accounting Research, Supplement to Vol. 4*, str. 71-111.
7. Blackwell, R. D., Insley, R. G., Subramanian, R. (1993): Performance and Readability: A Comparison of Annual Reports of Profitable and Unprofitable Corporations, *Journal of Business Communication*, 30 (1), str. 49-61.
8. Bloomfield, R. J. (2002): The Incomplete Revelation Hypothesis and Financial Reporting, *Accounting Horizons*, 16 (3), str. 233-243.

9. Blouin, M. (2010): What Types of Firms Send a Clear Signal in the MD&A? Determinants of Annual Report Readability, *Journal of the Academy of Business & Economics*, 10 (1), str. 24-38.
10. Bolfek, B., Stanić, M., Tokić, M. (2011): Struktura bilance kao pokazatelj lošeg poslovanja, *Oeconomica Jadertina*, 1 (1), 76-87.
11. Bonsall, S. B., Miller, B. P. (2016): The Impact of Narrative Disclosure Readability on Bond Ratings and the Cost of Debt Capital, *Review of Accounting Studies*, Springer, 22 (2), str. 608-643.
12. Ertugrul, M. et al. (2017): Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52 (2), str. 811–836.
13. Fitz Patrick, P. J. (1932): A Comparison of Ratios of Successful Industrial Enterprises with those of failed Firms, *Certified Public Accountant*, October, str. 598-605; November, str. 656-662; December, str. 727-731.
14. Garefalakis, A. et al. (2016): How Narrative Reporting changed the Business World, *Corporate Ownership & Control*, (13) 4, str. 317-334.
15. Gaurav, K. (2014): Determinants of Readability of Financial Reports of U.S.-Listed Asian Companies, *Asian Journal of Finance & Accounting*, 6 (2), str. 1-18.
16. Guay, W. R., Samuels, D., Taylor, D. J. (2016): Guiding Through the Fog: Financial Statement Complexity and Voluntary Disclosure, *Journal of Accounting and Economics*, 62 (2), str. 234-269.
17. Huang, X., Teoh, S. H., Zhang, Y. (2014): Tone Management, *The Accounting Review*, 89 (3), str. 1083–1113.
18. Ivičić, L., Cerovac, S. (2009): Credit Risk Assessment of Corporate Sector in Croatia. *Financial theory and practice*, 33 (4), str. 373-399.
19. Jones, M. J. (1988): A Longitudinal Study of the Readability of the Chairman's Narratives in the Corporate Reports of a UK Company, *Accounting and Business Research*, 18 (12), str. 297-305.
20. Klare, G. et al. (1969): Automation of the Flesch Reading Ease Readability Formula, with Various Options, *Reading Research Quarterly*, 4 (4), str. 550-559.
21. Lang, M., Lundholm, R. (1993): Cross-Sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures, *Journal of Accounting Research*, 31 (2), str. 246-271.
22. Li, F. (2008): Annual report readability, current earnings, and earnings persistence, *Journal of Accounting and Economics*, 45 (3), str. 221-247.

23. Lo, K., Ramos, F., Rogo, R. (2017): Earnings management and annual report readability, *Journal of Accounting and Economics*, 63 (1), str. 1–25.
24. Loughran, T., McDonald, B., (2013): Measuring Readability in Financial Disclosures, *The Journal of Finance*, 69 (4), str. 1643-1671.
25. Luca, M., (2008): The Regarding The Users Of Financial Statements And Their Information Needs, Vasile Alecsandri University of Bacau, Faculty of Economic Sciences.
26. Nilsson, S., (1997): Understandability of Narratives in Annual Reports, *Journal of Technical Writing and Communication*, 27 (4), str. 361-384.
27. Obaidat, A. (2007): Accounting Information Qualitative Characteristics Gap: Evidence from Jordan, *International Management Review*, 3 (2), str. 26-32.
28. Ojemannnn, R. H. (1934): Theoretical considerations underlying curricular and learning studies, University of Iowa, str. 9-111.
29. Palepu, K. G., Healy, P. M. (1993): The Effect of Firms Financial Disclosure Strategies on Stock Prices, *Accounting Horizons*, (7) 1, str. 1-11.
30. Pashalian, S., Crissy, W. J. E. (1952): Corporate annual reports are difficult, dull reading, human interest value low, *Journal of Accountancy*, 94 (2), str. 215-219.
31. Pervan, I., Pervan, M., Kuvek, T. (2018): Firm Failure Prediction: Financial Distress Model vs Traditional Models, *Croatian Operational Research Review*, 9 (2), 269-279.
32. Pervan, I., Pervan, M., Vukoja, B. (2011): Prediction of Company Bankruptcy using Statistical Techniques – Case of Croatia. *Croatian Operational Research Review*, 2 (1), str. 158-167.
33. PricewaterhouseCoopers (2019): IFRS and US GAAP: similarities and differences.
34. Smith, M., Taffler, R. (1992): Readability and Understandability: Different Measures of the Textual Complexity of Accounting Narrative, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 5 (4), str. 84-98.
35. Smith, M., Taffler, R. (1992): The Chairman's Statement and Financial Performance, *Accounting and Finance*, 32 (2), str. 75-90.
36. Sydserrf, R., Weetman, P. (1999): A texture index for evaluating accounting narratives, *Accounting, Auditing & Accountability Journal*, 12 (4), str. 459–488.
37. Tan et al. (2014): When the Use of Positive Language Backfires: The Joint Effect of Tone, Readability, and Investor Sophistication on Earnings Judgments. *Journal of Accounting Research*, 52 (1).
38. Thaler, R. H. (2017): The Evolution of Behavioral Economics, Nobel prize lecture.

Internet izvori:

1. Alpha Capitalis d.o.o., raspoloživo na: <https://alphacapitalis.com/glossary/izvjestaj-o-ostalostoj-sveobuhvatnoj-dobiti/> (16.2.2020.).
2. Columbia Law School, raspoloživo na: <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/12/05/does-litigation-risk-make-financial-reports-less-readable/> (12.9.2020.).
3. Corporate Finance Institute, raspoloživo na: <https://corporatefinanceinstitute.com> (7.7.2020.).
4. Deloitte, IFRS in Your Pocket 2019., raspoloživo na: <https://www.iasplus.com/en/tag-types/global/publication-series/ifrs-in-your-pocket> (15.7.2020.).
5. Hrvatska revizorska komora, raspoloživo na: <http://www.revizorska-komora.hr/index.php/o-nama.html> (28.02.2020.).
6. IAS Plus, raspoloživo na: <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias1> (20.2.2020.).
7. International Financial Reporting Standards, raspoloživo na: <https://www.ifrs.org/about-us/our-structure/> (20.02.2020.).
8. Investopedia, raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/terms/m/moralhazard.asp> (5.8.2020.).
9. Leksikografski zavod Miroslav Krleža, raspoloživo na: <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=7612> (16.2.2020.).
10. Odbor za standarde financijskog izvještavanja, raspoloživo na: <http://www.osfi.hr/> (20.2.2020.).
11. Securities and Exchange Commission, raspoloživo na: <https://www.sec.gov/spotlight/globalaccountingstandards.shtml> (10.8.2020.).
12. Službene internetske stranice EU-a, Uredbe, direktive i ostali pravni akti, raspoloživo na: https://europa.eu/european-union/eu-law/legal-acts_hr (20.2.2020.).
13. TEB poslovno savjetovanje, raspoloživo na: <https://www.teb.hr/novosti/2020/sastavljanje-i-podnošenje-godisnjih-financijskih-izvještaja-za-2019/> (5.7.2020.).
14. The New York Times Archives, Dr. Rudolf Flesch, 75, Authority On Literacy, raspoloživo na: <https://nyti.ms/29CHUSO> (20.2.2020.).
15. United States Securities and Exchange Commission (SEC), Plain English Disclosure, raspoloživo na: <https://www.sec.gov/interp/legals/cfs1b7a.htm> (28.2.2020.).
16. Zagrebačka burza, raspoloživo na: <https://prev.zse.hr/default.aspx?id=26474> (10.4.2021.).

Zakoni, propisi i standardi:

1. Financial Accounting Standards Board (1999): Statements of financial accounting concepts: accounting standards 1999/2000 Ed., Wiley.
2. Financial Accounting Standards Board (2001): Improving business reporting: Insights into enhancing voluntary disclosures, Steering committee report, Business reporting research project.
3. IFRS (2018): Conceptual Framework for Financial Reporting 2018.
4. Narodne novine (2015): Odluka o objavljivanju Hrvatskih standarda financijskog izvještavanja, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 86.
5. Narodne novine (2015): Zakon o računovodstvu, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 78.
6. Narodne novine (2016): Pravilnik o strukturi i sadržaju godišnjih financijskih izvještaja, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 95.,
7. Narodne novine (2017): Zakon o reviziji, Narodne novine d.d., Zagreb, broj 127.
8. Uredba Komisije (EZ) br. 1126/2008 od 3. studenoga 2008. o usvajanju određenih međunarodnih računovodstvenih standarda u skladu s Uredbom (EZ) br. 1606/2002 Europskog parlamenta i Vijeća.
9. Zagrebačka Burza (2019): Pravila Zagrebačke burze.

DODACI

POPIS SLIKA

Slika 1: shema financijskog izvještavanja.....	5
Slika 2: prikaz godišnjih financijskih izvještaja.....	6
Slika 3: veza između temeljnih financijskih izvještaja	10
Slika 4: podjela korisnika financijskih izvještaja	19
Slika 5: odnos financijskih izvještaja i ekonomskih odluka korisnika.....	21
Slika 6: hijerarhijski prikaz narativnih metoda analize financijskih izvještaja.....	34

POPIS TABLICA

Tablica 1: prikaz razvrstavanja poduzetnika	13
Tablica 2: determinirane granice vrijednosti za Altmanov Z-score	31
Tablica 3: adaptacija razreda vrijednosti Fog indeksa	41
Tablica 4: adaptacija razreda vrijednosti Flesch indeksa	42
Tablica 5: parovi uspješnih i neuspješnih poduzeća odabranih u uzorak.....	48
Tablica 6: sektorski raspored poduzeća iz uzorka.....	49
Tablica 7: prikupljeni podaci za uzorak "uspješnih" poduzeća.....	52
Tablica 8: prikupljeni podaci za uzorak "neuspješnih" poduzeća	52
Tablica 9: deskriptivna statistika.....	53
Tablica 10: rezultati korelacijskog testa.....	54
Tablica 11: FOG indeks analitika prema temi odlomka	55
Tablica 12: rezultati FOG indeksa prema industrijskim sektorima.....	55
Tablica 13: pregled modela	56
Tablica 14: ANOVA tablica.....	56

SAŽETAK

Financijsko i nefinancijsko narativno izvještavanje sve je popularnija metoda smanjivanja informacijske asimetrije te nesumnjivo obogaćuje spektar informacija dostupan investitorima. Ovaj je diplomski rad imao za cilj odgovoriti na pitanje postoji li pristranost pri narativnom izvještavanju, odnosno hoće li poduzeća s većom vjerojatnosti poslovnog neuspjeha imati teže čitljivo godišnje izvješće u fiskalnoj godini 2019.

Analizirana su 34 godišnja izvješća, 17 „uspješnih“ i 17 „neuspješnih“ poduzeća sa Zagrebačke burze. Čitljivost se izračunavala FOG indeksom nad odlomcima izvješća posloводства koji se tematski odnose na 3 cjeline: rezultate razdoblja, rizike u poslovanju i projekciju budućeg poslovanja. Za izračun vjerojatnosti poslovnog neuspjeha korišten je sintetički model pokazatelja Altman Z score. Rezultati korelacijskog testa potvrđuju statistički značajnu povezanost čitljivosti izvješća posloводства i vjerojatnosti bankrota poduzeća. Riječ je o negativnoj srednje jakoj korelaciji ($r = -0.631$) koja znači kako poduzeća s povećanom vjerojatnosti poslovnog neuspjeha imaju teže čitljive narativne elemente godišnjeg izvješća.

Nalazi istraživanja u skladu su s teoretskim očekivanjima te pokazuju pristranost i razlike u izvještavanju negativnih i pozitivnih rezultata razdoblja. Ovo istraživanje također pokazuje kako analize sadržaja i stila narativnih elemenata godišnjih izvješća mogu biti korisne, pogotovo u situacijama kada financijsko zdravlje poduzeća naizgled nije ugroženo a čitljivost je iracionalno niska.

Ključne riječi: čitljivost godišnjeg izvješća, bankrot, nefinancijsko izvještavanje

ABSTRACT

Narrative reporting, both financial and non-financial, is an increasingly popular method of information asymmetry reduction and it undoubtedly enriches the spectrum of investor attainable information. The aim of this Master's thesis was to answer whether there is bias in narrative reporting and whether companies with a higher business failure probability have a harder to read annual report.

In total, 34 annual reports were analyzed, 17 “successful” paired with 17 “unsuccessful” taken from Zagreb Stock Exchange companies. FOG index was used to calculate readability based on 3 content themed sections of MD&A: the results of operations, relevant business risks and future operations projection. Altman Z score was used to calculate business failure probability. Test results confirm statistical significance of correlation coefficient between MD&A readability and business failure probability. Regarding the strength and direction of correlation, with Spearman's r equal to -0.631, it is concluded that said variables have large negative linear correlation. This means that companies with an increased business failure probability have lower levels of financial statement readability.

Research findings are on par with theoretical expectations and show bias in companies' disclosure of both positive and negative results of operations. Research also proves that content and text analysis of financial statements narrative elements could be useful, especially when a company's financial health is not seemingly compromised but readability is irrationally low.

Keywords: annual report readability, bankruptcy, non-financial reporting