

УНИВЕРЗИТЕТ У БЕОГРАДУ
ФАКУЛТЕТ ОРГАНИЗАЦИОНИХ НАУКА

Наталија В. Недељковић

**УНАПРЕЂЕЊЕ ИНСТРУМЕНТА
КОМУНИКАЦИЈЕ У ОДНОСИМА СА
ИНВЕСТИТОРИМА У СРБИЈИ**

докторска дисертација

Београд, 2015

UNIVERSITY OF BELGRADE
FACULTY OF ORGANIZATIONAL SCIENCES

Natalija V. Nedeljković

**IMPROVEMENT OF
COMMUNICATION INSTRUMENTS
FOR INVESTOR RELATIONS IN SERBIA**

Doctoral Dissertation

Belgrade, 2015

Ментор:

др Милица Костић – Станковић

редовни професор Факултета организационих наука Универзитета у Београду

Чланови Комисије:

др Невенка Жаркић – Јоксимовић

редовни професор Факултета организационих наука Универзитета у Београду

др Дејан Петровић

редовни професор Факултета организационих наука Универзитета у Београду

др Вељко Јеремић

доцент Факултета организационих наука Универзитета у Београду

др Гаљина Огњанов

редовни професор Економског факултета Универзитета у Београду

Датум одбране: _____

УНАПРЕЂЕЊЕ ИНСТРУМЕНАТА КОМУНИКАЦИЈЕ У ОДНОСИМА СА ИНВЕСТИТОРИМА У СРБИЈИ

Резиме: Процеси који обележавају савремено пословно окружење – раздвајање власништва од управљања компанијом, глобализација, развој модерних технологија, као и поопштравање законске и рачуноводствене регулативе и инсистирање на политикама одрживог развоја, између осталог, резултују и у све већем значају унапређења процеса комуникације са индивидуалним и институционалним инвеститорима за компаније које додатна средства за пословање прибављају путем издавања хартија од вредности. Боља позиција на тржишту капитала компанијама обезбеђује и повољније услове задуживања, снижавање цене капитала, већу преговарачку моћ и повећање препознатљивости производа и услуга.

Унапређење комуникације са инвеститорима посебно се позитивно одражава на компаније које су мање по величини или су мање препознатљиве на глобалном тржишту, као што је случај са српским акционарским друштвима. Инвеститори данас више немају времена да анализирају велики број појединачних финансијских извештаја компанија, већ је неопходно да се и управа предузећа ангажује на привлачењу префериране групе инвеститора и будућих власника.

Унапређење квалитета односа са инвеститорима постиже се путем коришћења разноврсних инструмената комуникације са инвеститорима, њиховим информационим обогаћивањем и прилагођавањем комбинације коришћених инструмената одговарајућој циљној групи инвестиционе јавности. У савременим односима са инвеститорима акценат у извештавању се пребацује са искључиве дистрибуције финансијских извештаја на двосмерну комуникацију и објављивање додатних нефинансијских показатеља, чиме се омогућава узајамно разумевање компаније и улагача, кроз анализу мотива, потреба и ставова друге стране. У том смислу, послови извештавања инвестиционе јавности све више се приближавају проблематици комуникације са јавношћу у теоријском смислу, док, у практичном смислу, ове активности заузимају све значајније место у стратегији компаније.

Основни циљ истраживања докторске дисертације састоји се у идентификовању најважнијих расположивих инструмената комуникације са инвеститорима и њиховог

квалитета и садржаја, као стратешке предности компаније, а уједно и изузетно актуелног и комплексног подручја комуникација компаније уопште. Предмет дисертације је анализа праксе комуникације са инвеститорима и извештавања о специфичним финансијским и нефинансијским показатељима на домаћем тржишту капитала, у циљу унапређења квалитета односа са инвеститорима српским акционарским друштвима.

У оквиру спроведеног емпијског истраживања оцењена је тренутна искоришћеност различитих инструмената комуникације са инвеститорима и анализиране могућности унапређења обима и квалитета коришћених инструмената на српском тржишту капитала. Такође анализирана је веза између селектованих независних фактора, као што су листинг на берзи и структура власништва, са квалитетом изграђених односа према инвеститорима. Резултатима истраживања потврђено је постојање значајног простора за унапређење квалитета комуникације са инвеститорима у Србији и веза између листирања акција на берзи и квалитета извештавања, чиме се отвара простор за унапређење перформанси домаћег тржишта капитала кроз едукацију менаџмента и других учесника на тржишту.

Студија приказана у раду даје посебан допринос овој области у Србији, јер су по први пут систематично и свеобухватно приказани сви значајни аспекти овог процеса и анализиран обим коришћених инструмената комуникације и њиховог информационог садржаја у српским акционарским друштвима, као и анализа утицаја независних фактора на могућности унапређења комуникације са инвеститорима на домаћем тржишту капитала.

Кључне речи: односи са јавношћу, односи са инвеститорима, финансијско извештавање, нефинансијски показатељи, директна комуникација, комуникација путем интернета, стратегија комуникације

Научна област: Менаџмент

Ужа научна област: Маркетинг менаџмент, односи с јавношћу и мултимедијалне комуникације

УДК број: 659.4

IMPROVEMENT OF THE COMMUNICATION INSTRUMENTS FOR INVESTOR RELATIONS IN SERBIA

Summary: The processes that mark the modern business environment – the separation of ownership from management, globalization, modern technologies, increasingly tightening legal and accounting regulations as well as insistence on a corporate sustainability, result among other things in the growing importance of improvement of the communication process with individual and institutional investors for companies that raise additional funds for their business operations through issuance of securities. A more favourable position of a company in the capital market brings more favourable conditions for raising loans, lower cost of capital, greater negotiation power, and improvement of recognition of products and services.

Improvement of investor communication brings a particularly positive impact on companies that are smaller in size or less recognizable in the global market, as is the case with Serbian joint-stock companies. Nowadays, investors do not have time to analyse a large number of individual financial statements, rather the company management needs to get involved in attracting the preferred group of investors and future owners.

Improving the quality of investor relations can be achieved through the use of various communication instruments, information enriching, and customization of the blend of instruments to suit the appropriate target group in the investment public. Today, the focus of investor relations switches from the distribution of financial statements only to the two-way communication and reporting about additional non-financial indicators, which contributes to common understanding between companies and the investment community by analysis of motives, needs and attitudes of the opposite side. In this sense, investor reporting activities are increasingly reaching the realm of public relations in terms of theory, while, in practice, these activities occupy an increasingly important place in the corporate strategy.

The main research objective of this doctoral dissertation is to identify the most important available instruments of investor communication, their quality and content, since such communication is one of strategic advantages of a company, and is also part of very current and complex area of corporate communications in general. The subject-matter of the

dissertation is an analysis of investor communication practice and of reporting about selected financial and non-financial indicators on the Serbian capital market, in order to improve the investor relations in the Serbian joint-stock companies.

Empirical research was conducted into the current level of use of various investor communication instruments and into the opportunities for the improvement of the volume and the quality of the instruments used in the Serbian capital market. Also analysed was relationship between selected independent factors, such as being listed on a stock exchange or the ownership structure of the company, with the actual quality of existing investor relations. The results of the research confirmed the existence of significant room for improvement of quality of investor communication in Serbia, together with the existence of a link between the listing of shares on the stock exchange and the quality of reporting, which clears the way for improving the performance of the domestic capital market through the training of managements of individual companies and other market participants.

The study provides a particular contribution to this area in Serbia, because for the first time all important aspects of the investor relations process have been systematically and comprehensively presented, with an analysis of the range of the utilised communication instruments and their information content in Serbian joint-stock companies, and also with an analysis of the impact of independent factors to the possibilities of improvement of investor communication instrument in the domestic capital market.

Keywords: public relations, investor relations, financial reporting, non-financial indicators, direct communication, Internet communication, communications strategy

Scientific area: Management

Specific scientific area: Marketing management, public relations and multimedia communications

UDC number: 659.4

Садржај

1. Увод.....	1
2. Теоријски оквир рада.....	9
2.1. Преглед литературе и претходна истраживања.....	10
2.2. Модели односа са јавношћу.....	19
2.3. Теорија изврности и димензије односа са јавношћу.....	23
2.4. Континуум односа са инвеститорима.....	24
3. Односи са инвеститорима.....	27
3.1. Развој односа са инвеститорима.....	31
3.2. Односи са инвеститорима у савременом пословном окружењу.....	39
3.3. Стратегијски приступ пословима односа са инвеститорима у компанији.....	45
3.4. Будућност односа са инвеститорима.....	50
4. Инструменти комуникације са инвеститорима.....	54
4.1. Штампани материјали.....	54
4.2. Директна комуникација.....	66
4.3. Инструменти за односе са инвеститорима путем интернета.....	82
5. Информациони садржај инструмената за односе са инвеститорима.....	101
5.1. Законска регулатива као основ комуникације са инвеститорима.....	104
5.2. Финансијски извештаји и показатељи.....	113
5.3. Нематеријалне и нефинансијске информације.....	129
6. Методологија емпиријског истраживања.....	141
6.1. Основне поставке истраживања.....	142
6.2. Узорак.....	155
6.3. Резултати дескриптивне статистике и статистичког закључивања.....	157
6.4. Дискусија резултата.....	162
6.5. Предлог будућних истраживања.....	165
7. Закључак.....	168
Литература.....	173
Прилог А.....	183

1. Увод

За развој неких од данашњих водећих светских економија у добром делу заслужне су берзе и тржишта капитала која су компанијама из ових привреда омогућили да путем отворене тржишне утакмице дођу до неопходних средстава за проширење пословања. Као једним од кључних недостајућих ресурса у савременој економији – капиталом, тргује се управо на тржишту капитала – месту где се сусрећу издаваоци хартија од вредности и инвеститори у исте, са жељом да на најефикаснији начин остваре примарни интерес – увећање и оптималну алокацију расположивих средстава.

Када су компанији потребна додатна средства да би проширила своје пословање или једноставно поправила свој *cash flow*, поред банкарског и другог финансирања путем дуга, постоји и могућност емитовања акција и њихове продаје инвеститорима, чиме компанија постаје акционарско друштво и део управљачких права прелази управо на власнике акција. У процесу прве, тзв. иницијалне јавне понуде акција, али и касније, практично до краја пословног живота акционарског друштва, менаџерима и већинским власницима у интересу је да међу акционарима имају управо оне који су дугорочно заинтересовани за раст компаније на обострани интерес ([Chandler, 2014](#)). Успех компаније на тржишту капитала, од чега директно зависе цена и услови по којима ће компанија бити у могућности да прибави потребан додатни капитал, директно је повезан и са њеним укупним пословним успехом – препознатљивошћу, мотивацији запослених, контроли управљања унутар компаније и вредновању менаџмента. [Lehavy и Sloan, 2008](#), наводе да видљивост компаније у инвестиционој јавности има већи утицај на вредност њених хартија од вредности, чак и у односу на фундаменталне показатеље пословања. [Lev, 2004](#), и [Laskin, 2011](#), истичу да више од половине вредности капитализације јавних друштава на данашњим тржиштима потиче од неопипљиве имовине компанија.

Издавање власништва од управљања компанијом, као и развој модерних технологија и поопштравање законске и рачуноводствене регулативе, узроковано пре свега жељом да се заштите сви учесници на тржишту, довели су до формирања нових организационих целина у компанијама – службе за односе са инвеститорима, чији је циљ да идентификују потенцијалне инвеститоре, обрате им се путем расположивих

инструментата комуникације и обезбеде им могућност да купе хартије од вредности компаније, а након тога и да успоставе и одржавају дугорочно квалитетне односе са њима ([Laskin, 2009](#)), а олакшавање трансфера великих новчаних средстава између различитих финансијских тржишта довело је до тога да компаније додатно препознају значај комуницирања са институционалним инвеститорима ([Dolphin, 2003](#)). Значај односа са инвеститорима порастао је нагло у последњим годинама, пре свега у привредама које имају развијено тржиште капитала ([Marston и Empson, 2003](#)). Квалитетни односи са инвеститорима у компанији доприносе повећавању стопе приноса на акције изнад просека, као и снижавању трансакционих трошкова ([Agarwal и др, 2008](#), [Kothari и др, 2009](#)) и цене капитала ([Laskin, 2009](#)), што све утиче на атрактивност компаније за постојеће и нове акционаре. Иницирање активности односа са инвеститорима резултује у диверсификацији структуре акционара, привлачењу географски удаљених инвеститора, креирању пожељније власничке структуре, као и бољој процени вредности компаније на тржишту капитала ([Busbee и Miller, 2012](#)). Истовремено, економије бившег комунистичког блока, са почетком транзиције и прихватањем англосаксонског корпоративног модела, усвајају додатне облике добровољног финансијског извештавања, које укључују и разноврсне додатне инструменте за комуникацију са инвеститорима ([Marston, 2012](#)).

Функција односа са инвеститорима најчешће се посматра као хибрид послова односа са јавношћу и финансијског извештавања ([Laskin, 2009](#), [Kelly и др, 2010](#), [Marston, 2012](#)). Разлог за то лежи у чињеници да се инвестиционој заједници пре свега комуницирају финансијске информације, али је основни циљ ових послова комуницирање квалитетних информација путем ефикасног коришћења расположивих инструмената комуникације ([Laskin, 2011](#)). Само достављање и објављивање појединих информација у извештајима или на интернет презентацијама компаније није довољно за реалну процену вредности компаније, већ је додатно потребно и поверење које компаније могу изградити само путем отворене комуникације према инвестиционој јавности и објављивањем актуелних и свеобухватних извештаја и писаних саопштења на одговарајући начин ([Ler, 2012](#)). [Hoffmann и Fieseler, 2012](#), налазе да на одлуке аналитичара и инвеститора доминантно утиче квалитет комуникација компаније, заједно са другим нефинансијским факторима. Значај нефинансијских информација истичу и [Rogers, 2000](#), [Favaro, 2001](#), [Hockerts и Moir, 2004](#), [Laskin, 2014](#), као

информација које дају суштину претходно публикованим финансијским извештајима.

У смислу свега наведеног, полазна, **општа хипотеза** овог рада гласи: **Унапређење квалитета односа са инвеститорима, позитивно се одражава на пословање компаније и њену позицију на тржишту капитала.** Унапређење квалитета односа са инвеститорима постиже се коришћењем разноврснијих инструмената комуникације са инвеститорима, њихово информационо обогаћивање и прилагођавање комбинације коришћених инструмената и информација одговарајућој циљној групи инвестиционе јавности.

Услед специфичних политичких и економских фактора (рат на подручју бивше Југославије, економске санкције, хиперинфлација), који су на српском економију утицали крајем XX века, процес укључивања српских акционарских друштава у глобалне токове капитала трајао је нешто дуже у односу на друге земље у региону и државе бившег источног блока. Иако је део српских предузећа добио форму акционарских друштава током приватизација деведесетих година XX века, спроведени модели приватизације нису мотивисали менаџмент приватизованих компанија да се прилагоди размишљању и пословању усклађеном са тржиштем капитала, као ни раднике и друге новонастале акционаре, који нису имали предзнање нити конкретну материјалну мотивацију, да добијене акције озбиљније процењују и вреднују у складу са принципима берзанског пословања. Може се рећи да је транзиција српске привреде реално отпочела тек након 2000. године, када је, након политичких промена, српска економија поново отворена према страним тржиштима. Као и у другим транзиционим привредама, и у српској је сам процес транзиције донео бројне измене у самом процесу извештавања и рачуноводственим праксама.

Међутим, ни измене које је 2001. године донео тадашњи Закон о приватизацији нису значајније утицале на очекивани развој тржишта капитала, посебно у смислу транспарентности пословања и усвајања принципа квалитетног корпоративног управљања, који су на развијеним тржишним економијама већ тада били препознати као једни од кључних покретача ефикасне процене вредности компанија и инструменти за остваривање дугорочно квалитетних и узајамно корисних односа између привредних друштава и њихових стејхолдера. У пракси, процес

приватизације са почетка XX века у Србији фаворизовао је инсајдерско трговање и у повлашћени положај стављао менаџмент и/или раднике приватизованих предузећа, чиме је у старту девалвирана идеја слободне процене вредности капитала на берзанском тржишту. Законска регулатива није била довољно развијена ни довољно примењивана у смислу заштите малих акционара. Страни инвеститори нису имали довољно утицаја нити власништва да покрену неопходне промене у смислу отворености пословања, а мали домаћи акционари најчешће нису били нити довољно информисани нити ангажовани да своја акционарска права спроводе у пракси. Законом и другим актима регулисане обавезе извештавања јавних акционарских друштава чијим акцијама се тргује на Београдској берзи нису давале довољно реалних информација о стању у предузећу, већ су се сводиле на пуко рачуноводствено извештавање и објављивање заказаних датума скупштина акционара и одлука донесених на њима.

Први конкретнији помак у правцу веће отворености акционарских друштава у Србији остварен је у првој половини 2007. године, када су прве акције укључене на Листинг А Београдске берзе. У питању су биле акције компаније Тигар а.д. Пирот, која је, у складу са тада важећим Правилником о листингу и котацији Београдске берзе и Уговором о листирању, преузела конкретније обавезе извештавања инвестиционе јавности, путем своје интернет презентације и вести објављених на интернет презентацији Београдске берзе. Убрзо затим, уследила су и нова листирања на Листингу А и Листингу Б Београдске берзе, а у другој половини 2008. године српска листиране компаније по први пут су учествовале на заједничкој инвеститорској конференцији. Паралелно са овим активностима домаће компаније по први пут су почеле да формирају посебне интернет странице намењене представницима инвестиционе јавности, а по први пут се, иако у скромном броју, јавила и функција службеника за односе са инвеститорима на домаћем тржишту капитала.

Истовремено, подаци Београдске берзе показују да је просечно учешће инвеститора из страних држава (*FIS – Foreign investors participation in shares trading*) у трговању акцијама у периоду од 2005-2010. године износило 43,55%, при чему је учешће странаца у куповини акција српских компанија износило 52,61%, што говори у прилог чињеници да су инвеститори са других тржишта, чинили значајан део тржишта и

полако преузимали и значајне власничке пакете у домаћим компанијама, чиме је додатно потврђена потреба да би српски акционарска друштва, у циљу фер процене вредности својих хартија од вредности, требало да прихвате и имплементирају стандарде извештавања акционарских друштава са развијених тржишта капитала. Са друге стране, анализа структуре страних инвеститора који су наступали на српском тржишту капитала у посматраном периоду показала је да су у питању доминантно индивидуални инвеститори из иностранства, као и мања инвестициона друштва, указујући на јасан недостатак великих глобалних инвеститора у власничкој структури српских акционарских друштава.

Приближавање Србије Европској унији, као што је то био случај и са државама које су претходно приступиле Унији ([Bonsón и Escobar, 2006](#)), навешће српске компаније да прихвате праксе извештавања промовисане од стране ЕУ. Имајући у виду да се иницирање послова односа са инвеститорима посебно позитивно одражава на пословање мањих компанија, као и компанија које имају мању видљивост на глобалном тржишту капитала ([Busbee и др, 2010](#)) и евидентираног изостанка великих међународних инвеститора на тржишту у Србији дефинисане су **посебне хипотезе** овог рада:

- **Постоји значајан простор за унапређење квалитета односа са инвеститорима на српском тржишту капитала**
- **Унапређење квалитета односа са инвеститорима у Србији може се постићи кроз коришћење додатних директних инструмената комуникације са инвеститорима**
- **Унапређење квалитета односа са инвеститорима у Србији може се постићи кроз коришћење додатних интернет инструмената комуникације са инвеститорима**
- **Дистрибуција одговарајућег сета финансијских информација доприноси изградњи квалитетних односа са инвеститорима**
- **Објављивање нефинансијских информација о пословању резултује у унапређењу квалитета односа са инвеститорима компанија.**

Кроз постављене појединачне хипотезе у оквиру овог рада биће анализирана тренутна искоришћеност различитих инструмената за односе са инвеститорима у

српским акционарским друштвима, у зависности од тржишног сегмента на ком се акцијама тих компанија тргује и структуре њиховог власништва, како би се истовремено установила веза између квалитета односа са инвеститорима у појединачним компанијама и степену у ком су оне већ прихватиле стандарде праксе односа са инвеститорима. У том смислу, **појединачне хипотезе** гласе:

- Листиране компаније на неком од листинга Београдске берзе користе већи број разноврсних инструмената комуникације у односу на компаније које се налазе на Опен маркету Београдске берзе.
- Листиране компаније на неком од листинга Београдске више извештавају о финансијским факторима у односу на компаније које се налазе на Опен маркету Београдске берзе.
- Листиране компаније на неком од листинга Београдске више извештавају о нефинансијским факторима у односу на компаније које се налазе на Опен маркету Београдске берзе.
- Већи проценат власника из иностранства и/или ангажовање менаџера из иностранства позитивно утичу на квалитет извештавања кроз објављивање већег броја финансијских информација
- Већи проценат власника из иностранства и/или ангажовање менаџера из иностранства позитивно утичу на квалитет извештавања кроз објављивање већег броја нефинансијских информација
- Већи проценат власника из иностранства и/или ангажовање менаџера из иностранства позитивно утичу на број коришћених директних инструмената за комуникацију са инвеститорима од стране појединачних компанија
- Већи проценат власника из иностранства и/или ангажовање менаџера из иностранства позитивно утичу на број коришћених интернет инструмената за комуникацију са инвеститорима од стране појединачних компанија
- Постоји потреба унапређења едукације о расположивим инструментима комуникације са инвеститорима на српском тржишту.

Кроз приказ и анализу практичних аспеката односа са инвеститорима и најпознатијих инструмената за односе са инвеститорима на развијеним тржиштима капитала, један од циљева рада је и да представља основ за практично упознавање српских акционарских друштава са теоријом и праксом коришћења инструмената за комуникацију са инвестиционом јавношћу.

Структура рада заснива се на претпоставци да послови односа са инвеститорима представљају комбинацију послова односа са јавношћу и финансијског извештавања. У другој глави приказан је теоријски основ рада, заснован на теорији континуума односа са инвеститорима, која је претходно коришћена у анализи квалитета односа са инвеститорима на развијеним тржиштима капитала других аутора и која је додатно проширена за потребе емпиријског истраживања. Такође, у оквиру ове главе наведени су најзначајнији извори и претходна истраживања на тему односа са инвеститорима на тржиштима капитала у свету и региону. У трећој глави изнесене су основне дефиниције, историјат и практични аспекти послова са инвеститорима, с обзиром на то да је ову проблематику практично и немогуће сагледати у целости без осврта на фазе њеног историјског развоја и трендове који утичу на будући развој. Тиме се сагледава још један од неопходних аспеката за анализу квалитета односа са инвеститорима у српским акционарским друштвима, али истовремено и даје приказ најзначајнијих активности које би домаће компаније, чије су акције котиране на Берзи, требало да усвоје и примене приликом успостављања и унапређења функције односа са инвеститорима. Четврта глава, даје приказ најзначајнијих инструмената за комуникацију са инвеститорима који се данас користе на развијеним тржиштима који представљају основ емпиријског истраживања. Додатно, кроз приказ неких од најбољих пракси коришћења инструмената за комуникацију са инвеститорима на развијеним и тржиштима у развоју поставља се основ за даљу едукацију и унапређење квалитета односа са инвеститорима у српским компанијама.

Законски основ извештавања инвеститора, садржај финансијског извештавања, али и извештавања о нефинансијским информацијама, које данас представљају све већи део информација које су битне за одлучивање инвеститора, обрађен је у оквиру пете главе, у којој су приказане најзначајније информације које компаније објављују инвестиционој јавности, пре свега финансијске и нефинансијске информације, које су највише тражене од стране инвеститора и на којима ће бити базирани

критеријуми за анализу постављених хипотеза у оквиру овог рада. У шестој глави приказана је методологија спроведеног емпиријског истраживања, анализиране хипотезе, детаљно описани сви анализирани фактори и приказан узорак, након чега су дати и резултати дескриптивне статистике и најзначајнији закључци, као и предлози будућих истраживања којима би се добио додатни увид у простор у оквиру ког би, како институције тржишта капитала и државни органи, тако и појединачна акционарска друштва, могли да допринесу сопственом позиционирању на међународном тржишту капитала.

2. Теоријски оквир рада

Бројна претходна истраживања потврдила су да активности односа према инвеститорима повећавају видљивост појединачних компанија и смањују информациону асиметрију ([Marston, 1996](#); [Brennan и Tamarowski, 2000](#); [Bushee и Miller, 2012](#)). Истовремено, потреба за академским признањем области односа са инвеститорима увећана је након добро познатих корпоративних скандала забележених с почетка XXI века, који су под знак питања ставили дотадашња знања о односима између издавалаца хартија од вредности и инвеститора ([Allen, 2002](#), [Kelly и др, 2010](#), [Candler, 2014](#)). Измене у регулаторном окружењу САД и Европске Уније које су недуго затим наступиле поставиле су основе за конкретније изучавање свих аспеката које односи са инвеститорима обухватају, посебно за велике, мултинационалне компаније, које се сусрећу са различитим профилима инвеститора, али и регулативом различитих тржишта.

Иако до сада спроведена истраживања показују да, у оквиру комуникацијских функција у појединачним предузећима на развијеним тржиштима капитала, запослени у сектору односа са инвеститорима најчешће имају знатно већа примања од својих колега који се баве другим областима комуникације, као и практичан значај односа са инвеститорима за појединачне компаније, постоји значајно одступање у степену покривености ове области теоријским анализама ([Laskin, 2009](#)). Разлог за ово може се потражити у чињеници да је област односа са инвеститорима настала првенствено у пракси, и то кроз синергију различитих знања - почев од финансијског извештавања, преко рачуноводства и права, до маркетинга и комуникација ([Hoffmann, Tutic и Wies 2011](#)). Без обзира на евидентиране практичне потребе за стручњацима у области односа са инвеститорима, већина високошколских установа у развијеним тржишним економијама не нуди посебне смерове, па чак ни предмете, за студенте који желе додатну едукацију у овој области ([Laskin, 2009](#)).

Првобитна теорија односа са инвеститорима углавном је имала утемељење у финансијском извештавању, при чему је временом акценат пребачен са обавезног на извештавање које није законом обавезно ([Hoffmann, Pennings и Wies, 2011](#)). Заједно са променом фокуса са финансијског извештавања на двосмерну комуникацију и

извештавање о нефинансијским факторима и теоријски аспект односа са инвеститорима крајем XX и почетком XXI века полако се пребацује на теорију односа са јавношћу, где се данас доминантно и задржава ([Dolphin, 2004](#), [Kelly и др, 2010](#)). Такође, и теорија односа са јавношћу све више инсистира на двосмерности комуникације са свим интересним групама јавности, као кључном критеријуму успеха процеса комуникације ([Филиповић и Костић-Станковић, 2011](#)).

У оквиру ове главе, у уводном поглављу, дат је кратак приказ најчешће анализираних аспеката послова односа са инвеститорима у литератури и академским радовима, кроз који се додатно потврђује опредељење да се за потребе анализе постављених хипотеза у наставку овог рада може користити однос објављених финансијских и нефинансијских информација од стране јавних друштава и разноврсност коришћених инструмената комуникације, пре свега са аспекта анализе квалитета комуникативног процеса. Након приказа расположиве литературе и претходно спроведених сличних истраживања, у другом поглављу биће анализирани модели односа са јавношћу, као један од признатих савремених алата за разумевање историјата формалних односа са јавношћу, као и данашње праксе у тој области, док се наредно поглавље односи на даљу разраду теоријских основа праксе послова односа са јавношћу – димензије ПР-а. У четвртном поглављу биће представљена теорија континуума односа са инвеститорима, базирана управо на теоријама модела и димензија пи ар активности, концепт који је до сада успешно коришћен за анализу проблематике односа са инвеститорима на развијеним и тржиштима капитала у развоју и који представља основ за истраживање у склопу овог рада.

2.1. Преглед литературе и претходних истраживања

Пажња која се посвећује објављивању финансијских и нефинансијских података о пословању и отворености акционарских друштава према инвестиционој јавности расте из године у годину. Заједно са развојем проблематике односа са инвеститорима, али и техничко технолошким напретком и процесима глобализације, унапређују се и истраживања која се спроводе на ову тему, тако да су у почетку анализирани превасходно бројеви одржаних састанака са аналитичарима и теме које су обрађиване на овим састанцима, као и публиковање различитих информација о компанији у штампаним медијима, док се данас углавном истражује обим и квалитет

инструмената комуникације са инвеститорима на интернету и социјалним медијима и доступност информација о компанији на глобалном нивоу.

Литература која се бави односима са инвеститорима, сходно њиховој свеобухватности и комплексности, долази из различитих привредних грана: односа са јавношћу, права, финансија, итд. Највећи део претходних истраживања концентрише се на врсту и квалитет информација које инвеститори траже приликом доношења одлуке о инвестирању, односно структуру и садржај инструмената за комуникацију са инвеститорима који компаније објављују. При томе се истраживања спроводе или са аспекта службеника за односе са инвеститорима и менаџера компанија, или са аспекта инвестиционе заједнице – аналитичара, институционалних и малих инвеститора, у зависности од интересовања истраживача и циља истраживања.

Расположиве публикације

Прве публикације на тему односа са инвеститорима често су укључивале листу регулаторних захтева које компаније морају поштовати, као и упутства за службенике који се односима са инвеститорима баве у пракси, публиковане од стране надлежних институција или струковних удружења. Лондонска берза публиковала је 2000. године водич којим су покривени бројни практични аспекти послова односа са инвеститорима, укључујући ту и третман ценовно осетљивих информација, као и упутства за коришћење традиционалних и интернет инструмената комуникације, а затим су уследили бројни практикуми и уџбеници, пре свега на територији САД и донекле Велике Британије.

Почетак XXI века, посебно период од 2005. године до данас, може се означити као време у ком долази до велике продукције публикација на тему односа са инвеститорима, било у форми теоријских истраживања, било у форми практичних приручника. Аутори су факултетски професори, али и професионалци из области односа са инвеститорима и повезаних области који у публикацијама описују своја практична искуства на различитим тржиштима.

Најпознатије публикације на енглеском језику на тему односа са инвеститорима које су у употреби данас су:

1. „Коришћење односа са инвеститорима за максимизацију процене акција“
(„*Using Investor Relations to Maximize Equity Valuation*“) оснивача компаније
Integrated Corporate Relations - *Thomasa Ryana* и *Chada Jacobsa* из 2005. године
2. „Вођење ефикасног одељења за односе са инвеститорима – Свеобухватан водич“ („*Running an Effective Investor Relations Department: A Comprehensive Guide*“),
Stevena M. Bragga, финансијског менаџера и саветника на тему рачуноводства из 2010. године
3. „Управљање односима са инвеститорима: Стратегије ефикасне комуникације“
(„*Managing Investor Relations: Strategies for Effective Communication*“), *Alexandera Laskina*, професора Односа са јавношћу на америчком универзитету *Quinnipiac*, такође публикована 2010. године
4. „Надметање за капитал: Односи са инвеститорима у динамичном свету“
(„*Competing for Capital: Investor Relations in a Dynamic World*“) маркетиншког стручњака са територије САД - *Bruce W. Marcusa*

Када је реч о литератури на српском језику, једна од најзначајнијих публикација посвећена односима са инвеститорима у Србији је издање Београдске берзе из 2010. године, „Алати за ИР“, у оквиру које су описане могућности коришћења класичних и савремених инструмената за комуникацију са инвеститорима, али и другим интересним групама. Поред теоријских разматрања, у публикацији је обухваћена и анализа најбоље праксе интернет инструмената за односе са инвеститорима на развијеним европским тржиштима капитала, као и пресек тренутног стања у Србији у овој области.

Претходна истраживања

Истраживања на тему односа са инвеститорима иницијално су највише спровођена на тржиштима САД и Велике Британије, с обзиром на то да су ова тржишта и најразвијенија у смислу берзанског пословања и трговања акцијама. Са друге стране, евидентан је тренд од 2000. године до данас да се истраживања све више заснивају на анализи информација објављених на интернету, а касније и социјалним мрежама, што је директна последица тренда да се највећи део инвеститора и са локалних и са удаљених тржишта данас информисе управо путем овог медија.

Међу првим истраживањима која указују на значај објаве нефинансијских информација од стране акционарских друштава издваја се истраживање из 1994. године, у ком је наглашен значај социјалних информација за индивидуалне инвеститоре. Према овом истраживању, интересантне информације малим инвеститорима у том смислу пре свега су: безбедност производа, активности компаније на заштити животне средине, корпоративној етици, односима са запосленима, итд ([Epstein и Freedman, 1994](#)).

Наредно истраживање, на територији САД 1995. године, показало је да се унапређењу односа са инвеститорима, према очекивањима представника компанија и професионалне инвестиционе јавности може, између осталог, значајно допринети публикавањем нефинансијских информација ([Eccles и Mavrinac, 1995](#)). Резултати овог истраживања представљају основ бројних истраживања спроведених на различитим тржиштима до данас, што резултује и у мотивацији да се у оквиру постављених хипотеза у оквиру овог рада посебно истакне анализа објављивања нефинансијских информација.

Национални институт за односе са инвеститорима на територији САД - *NIRI* 1995. године по први пут организује истраживање на тему праксе корпоративног извештавања инвестиционе јавности од стране америчких компанија, што касније постаје редовна анализа америчког тржишта у области извештавања инвеститора. Годину дана касније, [1996, Lang и Lundholm](#) показују да интересовање аналитичара за поједине компаније и тачност њихових прогноза зависе од обима извештавања од стране компанија у САД, док су слична истраживања спроведена за компаније у САД и Континенталној Европи, 2007. године ([Aerts и др, 2007](#)) и 2014. године за аустралијске компаније ([Chang и др, 2014](#)).

Професор *Holland* Универзитета у Глазгову је 1997. године спровео истраживање праксе комуникације између менаџера компанија и њихових институционалних инвеститора на територији Велике Британије, у оквиру ког је дошао до закључка да се велики број информација битних за инвеститоре саопштава у тзв. „приватној објави“, при чему су ту пре свега укључене информације о квалитативним и нефинансијским показатељима пословања компаније – квалитету и структури менаџерског тима, стратегији компаније, итд ([Holland, 1997](#)). Слично истраживање,

али са аспекта аналитичара и менаџера фондова спроведено је 1998. године, којим су потврђени Холандови налази, да су директни разговори између инвеститора и представника компанија највише преферирани инструмент комуникације од стране инвестиционе јавности ([Barker, 1998](#)), чиме се поставља основ за укључивање анализе директних инструмената комуникације у односима са инвеститорима у постављеним хипотезама овог, као и бројних других накнадних истраживања.

Интересантно је и мање афирмативно истраживање везано за конференцијске позиве, које су 1999. године спровели истраживачи *Frankel, Johnson* и *Skinner*, са универзитета у Сент Луису, Мичигену и Чикагу, које је показало да се у конференцијским позивима између инвеститора и представника компанија често откривају и информације које нису објављене у публикованим извештајима компаније, што резултује у већем обиму трговања и волатилности цена акција непосредно након одржавања ових позива ([Frankel и др, 1999](#)).

Професори *Pauline Weetman* и *Aileen Beattie*, са Пословне школе Универзитета у Единбургу на истом тржишту анализирали су ставове професионалних инвеститора на тему процеса доношења одлука о инвестирању и информационим потребама и дошли до закључка да су најизраженији захтеви за информацијама о будућности пословања компанија, пословним приликама услед промена технологије и за благовременим информацијама ([Weetman и Beattie, 1999](#)¹). *Geraldine Clarke*, са *Guildhall* универзитета у Лондону и *L.W. (Bill) Murray* са Универзитета у Сан Франциску су у истраживању 2000. године указали на значај садржаја и свеобухватности информација које компаније објављују у својим годишњим извештајима, као и пратеће уводне поруке менаџмента компанија у оквиру ових докумената ([Clarke и Murray, 2000](#)).

Када је реч о конкретној анализи односа објаве минимално законом прописаних информација и добровољном објављивању, најинтензивније анализе спровели су [Debreceeny, Gray и Rahman](#) у истраживању о извештавању о финансијским показатељима компанија, 2003. године, као и [Michael Ettredge, Vernon J Richardson, Susan Scholz](#), у истраживању о објави информација које су претходно достављене Америчкој комисији за хартије од вредности, и других информација путем интернет инструмената за комуникацију са инвестиционом јавношћу, на територији САД.

Резултати оба истраживања показали су да компаније које желе да се истакну у пословима односа са инвеститорима добровољно објављују већи број информација, при чему се посебан акценат ставља на нефинансијске информације које компаније објављују на својим интернет презентацијама ([Debreceňy и др, 2003](#), [Ettredge и др, 2003](#)). *Debreceňy* и др. такође међу првима проналазе везу између листинга и квалитета праксе извештавања инвестиционе јавности, што представља основ постављања појединачних хипотеза везаних за тржишни сегмент и квалитет извештавања, у оквиру овог истраживања.

Истраживања на територији држава континенталне Европе са почетка XXI века такође показују да институционални инвеститори из Француске, Швајцарске и Италије у великој мери и даље највећи значај дају инструментима директне комуникације са инвестиционом јавношћу - појединачним разговорима и састанцима које имају са службеницима за односе са инвеститорима и извршним и финансијским директорима, у компанијама чије акције купују ([Marston, 2004](#)). Слични резултати добијени су и 2003. године, у истраживању на Шпанском тржишту капитала, од стране *Manuela Larrána*, професора са Универзитета у Кадизу и *Williama Reesa* са Универзитета у Амстердаму ([Larrán и Rees, 2003](#)).

Пракса анализе квалитета односа са инвеститорима на интернету најчешће се заснива на истраживању професора и истраживача са Пословне школе Универзитета у Стокхолму *Pontusi Hedlinu* објављеном у Европском рачуноводственом прегледу (*European Accounting Review*) 1999. године, у оквиру ког овај аутор дефинише три ступња која компаније могу користити за обраћање инвеститорима путем интернета:

- 1) објављивање општих података о компанији и финансијских извештаја
- 2) објављивање саопштења за штампу и других информација које могу бити од интереса инвеститорима: корпоративни календар, цена акција, организациона структура...
- 3) коришћење техника које нису обухваћене у претходна два ступња, као:
 - а. хиперлинковање садржаја, коришћење *cook*-ија и представљање историјских серија података
 - б. директан контакт путем *e-mail*-а и мејлинг листа и

- с. постављање видео и аудио записа, као и директно учествовање на *on-line* презентацијама ([Hedlin, 1999](#)).

Хедлиново истраживање коришћено је и као основ за бројна истраживања појединачних тржишта у Мађарској, Румунији, Холандији, афричким земљама, Кини, као и младим тржиштима земаља бивше Југославије, а резултати овог истраживања представљају и основ анализе искоришћености интернет инструмената комуникације са инвеститорима у оквиру хипотеза овог рада.

Обимно истраживање засновано на Хедлиновим степенима ИР-а о подацима за инвеститоре доступним на интернету за 300 европских компанија (по 20 из сваке од 15 земаља чланица Европске Уније), које су у лето 2001. године обавили стручњаци шпанских универзитета *Huelva* и *Pablo de Olavide* - *Enrique Bonsón* и *Tomás Escobar*, показало је да су на интернет презентацијама компанија поред финансијских извештаја (заједно са извештајима ревизора), највише објављивана и корпоративна стратегија предузећа, док су са друге стране најређе објављени извештаји о „интелектуалном капиталу“ компанија ([Bonsón и Escobar, 2002](#)).

Стручњаци Универзитета у Мاستрихту, *Jorn Geerings*, *Laury Bollen* и *Harold Hassink* обавили су у јуну 2002. године истраживање о односима са инвеститорима на интернету за државе чије су берзе припадале *Euronext*-у – Амстердам, Брисел и Париз. Обрађени су подаци за по 50 компанија из сваке државе, а критеријум за избор компанија су били водећи берзански индекси и величина тржишне капитализације. Од свих 150 компанија, само две нису имале своју интернет презентацију, док једну није било могуће отворити ([Geerings, Bollen и Hassink, 2003](#)). У сврху унапређења односа са инвеститорима, свој *web-site* користило је 94% француских, 92% холандских и 70% белгијских компанија (*Ibid*). Преко 90% посматраних компанија на својој интернет презентацији објављивало је своје актуелне финансијске извештаје, док су финансијски извештаји за претходне године били расположиви за 52% компанија (*Ibid*). Извештаје о корпоративној одговорности имало је 19% компанија (*Ibid*). Саопштења за медије на интернет презентацији имало је 96% компанија, корпоративни календар 67%, цену акција 75%, а објављивање вести у реалном времену нудила је 1/3 посматраних акционарских друштава (*Ibid*). Више од 77% компанија омогућавало је директан контакт са одељењем за односе са

инвеститорима путем *e-mail*-а, а 38% је имало неку врсту аудио или видео записа на својој интернет презентацији (*Ibid*). Податке о менаџменту компаније нудило је 76% посматраних предузећа (*Ibid*). Један од најзначајнијих закључака овог истраживања била је чињеница да се број података који се објављују на интернету значајно увећава из године у годину (*Ibid*).

Према анализи *Ewe A. Froidevaux*, обављеној 2004. године, на 160 компанија из САД, показано је да 86% компанија на насловној страници своје интернет презентације има линк ка делу за инвеститоре, док преосталих 14% овај линк има у делу „О компанији“ или сл. *Webcast*-ове, као један од тада модернијих инструмената комуникације са инвеститорима, на својој интернет презентацији имало је објављено 61% посматраних компанија ([Froidevaux, 2004](#)). Финансијске извештаје објавило је 39,2% компанија, а извештаје који се редовно достављају америчком SEC-у 81% (*Ibid*). Подаци о перформансама акција објављени су на интернет презентацији 41,6% компанија које су обрађене у истраживању, актуелне вести 52,3%, а корпоративни календар 64% компанија (*Ibid*). Релативно најслабији резултати откривени су у делу објављивања података о менаџменту (њихове радне биографије имало је објављено тек 40% компанија, а податке о њиховим примањима око 3%), акционарима (4% компанија) и коментарима управе о оствареним резултатима и плановима за наредни период (3,6%) (*Ibid*).

У анализи квалитета односа са инвеститорима у земљама Централне и Источне Европе 2005. године уочена су три могућа приступа односа са инвеститорима: англосаксонски, континентално-европски и транзициони (који је обухватао азијске, афричке и земље Латинске Америке) и сугерисано прихватање комбинације ова три система у европским земљама у којима су се односи са инвеститорима тек развијали ([Millar и др, 2005](#)). Још један од закључака овог истраживања се односио на чињеницу да је добровољно извештавање, изнад законског минимума, у земљама Централне и Источне Европе углавном под снажним утицајем међународне конкуренције и стандарда (*Ibid*), што представља основ постављања појединачних хипотеза овог рада о вези између интернационализације менаџмента/власништва и квалитета односа са инвеститорима у појединачним компанијама.

Нешто детаљније истраживање спровео је 2005. године Перван, за тржишта капитала Словеније и Хрватске. Према овом истраживању, од 30 посматраних предузећа у Словенији, преко 90% је имало објављене финансијске извештаје, анализу пословања од стране менаџмента тачно 90%, цену акција 56,7%, актуелне вести 60% компанија, податке о члановима управе и надзорног одбора 83,3%, објављене податке о примањима чланова менаџмента 23,3%, а посебну секцију интернет презентације намењену инвеститорима имало је 46,7% посматраних компанија ([Перван, 2006](#)). Резултати за Хрватску нешто су слабији, тако да је од 55 анализираних компанија око 30% имало објављене актуелне финансијске извештаје, анализу пословања од стране менаџмента 20%, последњу цену акција такође 20% компанија, актуелне вести 30,90%, податке о члановима управе и надзорног одбора око 20%, објављене податке о примањима чланова менаџмента 5,5%, а посебну секцију интернет презентације намењену инвеститорима имало је 12,7% анализираних предузећа (*Ibid*). Нешто боље резултате од словеначких, хрватске компаније имале су само у погледу три анализираних инструмента за комуникацију са инвеститорима: могућност укључивања посетилаца на мејлинг листе, објављивање извештаја у формату прикладном за даља израчунавања и број које имају интернет презентацију на енглеском језику (*Ibid*).

[Bollen, Hassink и Божих](#) су у истраживању 2006. године пронашли снажну везу између интензитета ИР активности компаније на интернету и независних фактора: величина компаније, интернационализација (пословање и листинг на другим берзама), учешће малих инвеститора у власништву, пракса извештавања у окружењу, припадност различитим индустријским гранама и стопа раста (вредност M/V показатеља), на тржиштима Аустралије, Белгије, Француске, Холандије, Јужне Африке и Велике Британије.

На српском тржишту капитала истраживања квалитета односа са инвеститорима озбиљније почињу да се спроводе од 2009. године, а међу најсвеобухватнијим могу се издвојити: „Интернет технологије у функцији односа са инвеститорима“ из 2010. године ([Недељковић, 2010](#)); „Односи са инвеститорима на интернету: Анализа компанија на српском тржишту капитала“ објављено у Економским аналима 2012. године ([Борђевић и др, 2012](#)); као и истраживање аутора из Хрватске Бартуловић и Первана, објављено у Међународном економском и статистичком журналу (*International Journal of Economics And Statistics*) у фебруару 2014. године, које је показало

да се српске компаније према објављивању обавезних и додатних информација за инвеститоре и коришћењу интерактивних инструмената за комуникацију са представницима инвестиционе заједнице котирају слабије од Хрватских и Словеначких, али боље од котираних акционарских друштава из Босне и Херцеговине ([Перван и Бартуловић, 2014](#)). Резултати сва три наведена истраживања потенцијали су значај будућег додатног развоја отворености компанија и инструмената за односе са инвеститорима на српском и другим регионалним тржиштима капитала.

Када је реч о истраживањима и материјалима расположивим на тему односа са инвеститорима који оспоравају значај ове функције на тржишту капитала могу се издвојити ставови да су активности односа са инвеститорима у ствари „агресивни или дефанзивни покушаји да се увећа вредност акција компаније“ ([Ryder и Regester, 1989](#)), као и да превелика отвореност према инвеститорима може угрозити стратегијску позицију компаније ([Bodoff и Zhang, 2003](#)). Заступници теорије ефикасних тржишта често оспоравају значај ових активности, оптужујући службенике за односе са инвеститорима да путем различитих инструмената комуникације, у ствари, препакую информације које су већ познате тржишту и укључене у цене акција ([Farraghe и др, 1995](#)). Новија истраживања налазе да се супериорни односи са инвеститорима компаније могу негативно одразити на репутацију и вредности одређених показатеља тржишне вредности у време евентуалних корпоративних скандала и потреса ([Peasnell и др, 2011](#)).

2.2. Модели односа са јавношћу

У оквиру докторске тезе тему односа са инвеститорима 2008. године Александар Ласкин, један од најпознатијих стручњака у овој области, наводи очигледан изостанак академске анализе послова односа са инвеститорима, и посебно, потенцира значај сагледавања односа са инвеститорима као функције у оквиру односа са јавношћу компаније ([Laskin, 2008](#)).

У оквиру своје тезе Ласкин конструише континуум односа са јавношћу, као концепт којим се може мерити димензија комуникације и избалансираност коначних резултата комуникације, а који се заснивају на теоријама модела и димензија односа

са јавношћу (*Ibid*). С обзиром на то да ће истраживање у оквиру овог рада бити засновано управо на моделу континуума односа са јавношћу и његовом прилагођавању анализи коришћења различитих инструмената за односе са инвеститорима у Србији, у наредна два поглавља биће дат приказ модела и димензија односа са јавношћу као основа модела континуума односа са јавношћу и његове даље надградње.

Теорију модела односа са јавношћу развио је *J. E. Gruning*, 1984, а даљи допринос и тестирања ове теорије уследили су од стране истог аутора и сарадника наредних година (*J. E. Gruning*, 1984; *J. E. Gruning* и *L. A. Gruning*, 1989, *J. E. Gruning* и *L. A. Gruning*, 1992; *Grunig* и *Dozier*, 2003). Иницијалну тачку за сагледавање теорије односа са јавношћу у оквиру модела односа са јавношћу представља историјски аспект ове области. Иако извесни аутори наводе примере активности које представљају претече односа са инвеститорима у античком добу (упутства за фармере у Ираку 1800 година пре нове ере, предизборни материјал у Помпеји (*Grunig* и *Hunt*, 1984), сматра се да развој модерних односа са јавношћу почиње крајем XIX века, када се развија модел „активности агената за штампу/публицитета“, чији је циљ да се кроз једносмерну комуникацију, оствари пренос информација са извора до слушалаца, при чему те информације могу бити нетачне, непотпуне или само делимично тачне (*Wilcox* и др, 2014). Истраживање у овом моделу сведено је на најмању могућу меру, а комуникација се не третира као разговор већ као једносмерно излагање (*Ibid*). Овај модел често се везује за *Phineasa T. Barnuma*, такође познатог и као оснивача првог музеја и путујућег циркуса „*P. T. Barnum's Grand Traveling Museum, Menagerie, Caravan & Hippodrome*“, који је сматрао да је циљ односа са јавношћу креирање и објављивање прича које су углавном измишљене, односно немају никакву или скоро никакву информативну вредност (*Grunig* и *Hunt*, 1984). Данашња употреба овог модела своди се на евентуалну пропаганду спортских и културних догађаја или промоцију производа, али и односе са јавношћу јавних личности, при чему се процењује да је овај модел у пракси односа са инвеститорима крајем XX века учествовао са око 15% (*Ibid*).

Прекретницу у пракси односа са јавношћу донела је 1900. година, када је *Ivy Ledbetter Lee*, један од првих службеника за односе са јавношћу на територији САД, својим клијентима сугерисао да јавности морају пренети истину, јер ће она пре или касније ипак бити откривена. Модел који се заснива на овој пракси назива се моделом јавног

информисања, који за циљ има пренос информација до слушалаца, али не нужно и убеђивање аудиторijума у објављене ставове. Истраживање тржишта у оквиру овог модела такође се налази на ниском нивоу, али укључује анализу разумљивости текстова који ће бити објављени, као и праћење читаности штампаних медија како би се идентификовала величина скупа потенцијалних прималаца поруке ([Wilcox и др, 2014](#)). У пракси овог модела службеници за односе са јавношћу често имају улогу „измештених“ новинара, чији је задатак прилагођавање информација најширој јавности. Интересантно је да је крајем XX века овај модел односа са јавношћу обухватао око 50% свих активности ПР-а, при чему се у пракси најчешће користи за информисање о активностима државних органа, непрофитних удружења и пословног сектора ([Grunig и Hunt, 1984](#)).

Први светски рат је имао утицај и на праксу односа са јавношћу. Кључно име које се спомиње у вези са настанком двосмерног асиметричног модела односа са јавношћу био је *Edward Bernays*, новинар и сарадник Комитета за јавне информације САД, чија је сврха била да утиче на јавно мњење Американаца током Првог светског рата. Тада је почело схватање односа са јавношћу као научног убеђивања, које у себи укључује и знања других социолошких наука - психологије, социологије, итд (*Ibid*). У двосмерном асиметричном моделу по први пут се уноси повратна спрега у комуницирању, односно анализа аудиторijума у циљу избора одговарајућих активности и циљева, али и накнадна анализа степена испуњености циљева. Са око 20% учешћа у односима са јавношћу крајем XX века двосмерни асиметрични модел углавном користе предузећа и агенције за односе са јавношћу ([Wilcox и др, 2014](#)).

Као најсавременији модел односа са јавношћу, двосмерни симетрични модел настао је на преласку из шездесетих у седамдесете године прошлог века, а његов настанак не везује се ни за једног специфичног аутора, већ настаје као производ активности и праксе великог броја службеника за ПР превасходно на територији САД, али и развијених европских земаља ([Grunig и Hunt, 1984](#)). Сврха овог модела је постизање узајамног разумевања, уз коришћење редовног истраживања као повратне спреге путем које се сазнаје о позицији организације у јавности и евалуативног истраживања као извора информација о томе да ли активности односа са јавношћу унапређују степен узајамног разумевања између јавности и организације. Циљ овог модела је да се његовом применом постигне истовремено кориговање ставова и организације и

њених клијената и циљу постизања обостране користи. Иако се двосмерни симетрични модел препоручује као најбољи нормативни облик праксе односа са јавношћу, и у склопу тога, односа са инвеститорима, истраживања су показала да је овај модел прихватило тек око 15% службеника за односе са инвеститорима, превасходно у организацијама и компанијама које су под значајним надзором државе и званичних регулаторних органа ([Wilcox и др, 2014](#)).

Модел	Активности агената за штампу/публицитет	Јавно информисање	Двосмерни асиметрични	Двосмерни симетрични
Сврха	Пропаганда	Пренос информација	Научно засновано убеђивање	Узајамно разумевање
Карактер комуникације	Једносмерна, није неопходна потпуна истина	Једносмерна, истина је важна	Двосмерна, неуравнотежени ефекти	Двосмерна, уравнотежени ефекти
Модел комуникације	Извор → Прималац	Извор → Прималац	Извор ↔ Прималац	Група ↔ Група
Природа истраживања	Оскудно, пребројавање клијената	Оскудно, читљивост, читаност	Редовно, евалуација ставова	Редовно, евалуација истраживања
Организациони допринос	Заступање	Пренос информација	Заступање	Посредовање
Практична примена	Спорт, култура, производи	Државне институције, непрофитни и профитни сектор	Пословни сектор, агенције	Регулисане организације, агенције

Табела 1. Приказ историјских модела односа са јавношћу и њихових карактеристика ([Grunig и Hunt, 1984](#)).

Бројне анализе области односа са јавношћу показале су да иако овако формулисани модели односа са јавношћу представљају добру полазну основу за теоријско изучавање ове области, пракса показује да су мерење резултата и анализа улоге служби за односе са јавношћу у појединачним компанијама и организацијама на основу наведених модела скоро немогући. Препреке у практичној примени модела леже пре свега у чињеници да многе организације у свом пословању користе комбинацију четири наведена модела, али и у различитим критеријумима које је могуће применити на квалитет односа са јавношћу, у зависности од тога који се модел постави као полазни ([Grunig и Dozier, 2003](#)). Додатно, иако се двосмерни симетрични модел сматра препорученим од стране теоретичара, мали број компанија је спреман да га у потпуности прихвати, сматрајући га идеалом који у пракси није реално нити достижан, нити пожељан. Стога је покушај споја теорије и праксе односа са јавношћу резултовао у развоју нових теорија односа са јавношћу.

Приликом анализе модела односа са јавношћу у контексту односа са инвеститорима интересантни су закључци групе аутора, да су службеници за односе са инвеститорима у САД можда групација професионалаца која највише од осталих користи управо двосмерну-симетричну комуникацију ([Rosenstein и др, 2007](#)).

2.3. Теорија изврности и димензије односа са јавношћу

Један од конкретнијих покушаја модификације познатих модела односа са јавношћу је Теорија изврности, која настаје као резултат једног од најсвеобухватнијих пројеката анализе праксе ПР-а који је средином осамдесетих година XX века спровела Фондација Међународног удружења пословних комуникатора (*LABC Foundation - International Association of Business Communicators Foundation*) ([J. E. Grunig и L. A. Grunig, 2008](#)).

Према овој теорији, изврност у пословима односа са јавношћу, укључује три међусобно повезане компоненте: знање, заједничка очекивања и партиципативну културу (*Ibid*). За стручњаке односа са јавношћу није довољно само да имају знање о најбољој пракси реализације послова из своје области, већ је потребна и подршка од стране менаџмента, која се манифестује као усаглашеност очекивања од активности односа са јавношћу између запослених и управе предузећа, али и спремност компаније да допусти својим клијентима и другим спољним сарадницима да учествују и допринесу новим идејама у пословању ([Dozier и др, 2013](#)). Као резултат практичне вредности ових компоненти дефинисани су критеријуми којима је оцењивана изврност односа са јавношћу у појединачним организацијама. Најзначајнији међу овим критеријумима били су: вредност односа са јавношћу перципирана од стране генералног менаџера и утицај који службеници за односе са јавношћу имају на формирање стратегије компаније или установе.

Аутори теорије изврности су, на основу запажања да се модели односа са јавношћу заснивају на мерењу две издвојене димензије – дирекције комуникације и балансираности узајамног утицаја почетком, XXI века, извршили корекцију теоријских основа односа са јавношћу уводећи димензије односа са јавношћу, као скупове активности које службеници за ПР спроводе у свом пословању: једносмерна

комуникација, двосмерна комуникација, убеђивање, симетрична комуникација, комуникација на нивоу појединаца, посредовање и етичност ([Toth, 2009](#)).

Разлози за раздвајање дирекција комуникација (једносмерна и двосмерна) и балансираности узајамног утицаја (убеђивање и симетрична комуникација), леже у чињеници да ови појмови нису нужно супротни, већ их институције паралелно користе у зависности од процене начина на који могу најефикасније приступити различитим интересним групама. У појединим теоријским анализама и комуникација на нивоу појединца и посредовање (најчешће се односи на коришћење медија у комуникацији) били су посматрани као два супротна краја истог вида комуникације, али су у коначној варијанти, као и претходне четири димензије, међусобно одвојене. Последња додата димензија једноставно се односи на степен у ком се етичност поштује у процесу комуникације компаније са различитим циљним групама јавности (*Ibid*).

Иако донекле свеобухватнија теорија од модела, димензије односа са јавношћу нису доживеле већу популарност у академским круговима, а највеће замерке односиле су се управо на практичност мерљивости сваке од димензија, као и пропуштање да се у разматрање укључе неки од кључних показатеља успешности односа са јавношћу, међу којима су и изградња дугорочних односа или изградња поверења између компаније и окружења ([Laskin, 2008](#)).

2.4. Континуум односа са инвеститорима

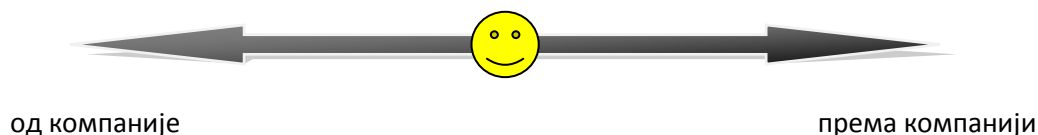
Континуум односа са инвеститорима, теорија заснована на моделима и димензијама односа са јавношћу, први пут је презентована 2008. године, у докторској тези *Alexandera Laskina*, „*Investor Relations A National Study of the Profession*“ једног од најзначајнијих аутора у области односа са инвеститорима у САД данас. Циљ ове теорије је да покуша да на најсвеобухватнији начин опише практичне аспекте ових послова данас и њихову везу са односима са јавношћу.

Теорија континуума односа са инвеститорима заснива се на Грунинговим моделима и димензијама односа са јавношћу и тестирана је на узорку службеника за односе са инвеститорима, чиме је потврђено да се може користити за практичан опис послова односа са инвеститорима и поређење различитих алтернативних програма ИР-а

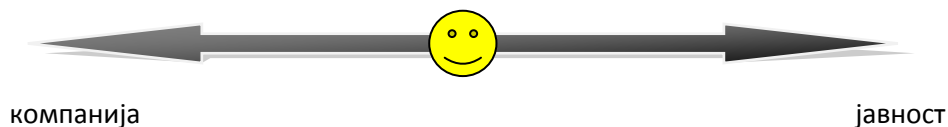
(*Ibid*). Ова теорија полази од пет димензија (континуума), од којих свака има две „екстремне“ вредности, помоћу којих се мери степен оријентације послова односа са инвеститорима на изградњу дугорочних односа са инвестиционом јавношћу, позиција односа са инвеститорима унутар организационе структуре и степен проактивности.

Континууми, који се идентификују у овој теорији, су:

1. Континуум смера комуникације. Иако препознат као један од најзначајнијих фактора још у теорији модела односа са јавношћу, смер комуникације, у оквиру инструмената који се користе, није јасно издвојен као јединствена, непрекидна димензија која обухвата комуникацију од појединачне компаније ка јавности и назад. У том смислу, свеобухватну меру комуникације не представља искључиво комуникација из компаније или искључиво ка компанији од стране јавности, већ управо комбинација ове две активности, на начин да су и једна и друга истовремено заступљене у одговарајућој мери (*Ibid*).



2. Континуум крајњег корисника (бенефицијара). Потреба за истовременим остваривањем користи и за компанију и за њено окружење (акционаре и кредиторе у смислу односа са инвеститорима) доводи до креирања континуума крајњег корисника, који захтева избалансиран приступ потребама овако идентификованих циљних група, чиме се обезбеђују позитивни резултати узајамног деловања учесника на тржишту (*non-zero-sum games*) (*Ibid*).

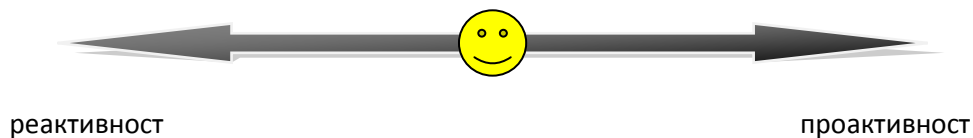


3. Континуум улога. Као два екстремна краја континуума улога наводе се чисто оперативна и чисто менаџерска улога службеника/службе за односе са

инвеститорима. Захтев за континуумом улога подразумева да се од успешних односа са инвеститорима очекују истовремено и темељна оперативна знања и активности, али и менаџерске способности и учешће у креирању стратегије пословања компаније (*Ibid*).



4. Континуум природе односа са инвеститорима. Под природом односа са инвеститорима подразумевају се њихова проактивност и реактивност, односно узрок делања – да ли је у питању реаговање на промене у окружењу или „иницирање“ истих, које се уједно заснива и на проактивним истраживањима тржишта у окружењу (*Ibid*).

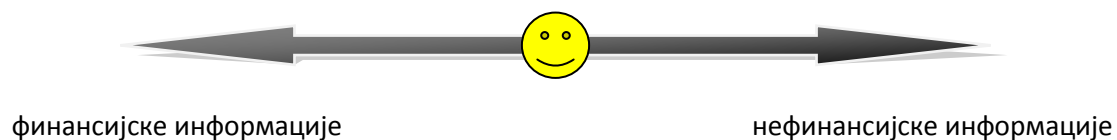


5. Континуум временског фокуса односа са инвеститорима. Односи се на резултате активности односа са инвеститорима, више него на саму природу ових активности. У том смислу, посматра се да ли су резултати коришћених инструмената комуникације дугорочни или краткорочни, а идеалан однос представља ефикасан компромис између дугорочних и краткорочних резултата (*Ibid*).



Аутори који користе теорију континуума односа са инвеститорима дозвољавају и увођење нових, или изостављање неког од пет наведених континуума, у зависности од потребе специфичне анализе. Сходно томе, за потребе анализе односа са инвеститорима на одређеном тржишту или сегменту предлаже се увођење континуума информационог садржаја инструмената комуникације са инвестиционим

јавношћу, односно разматрање да ли се у овој врсти односа већи фокус ставља на финансијске или нефинансијске информације (*Ibid*). У том смислу, у наставку овог рада пажња ће додатно бити посвећена анализи различитих инструмената комуникације и квалитета врсте (финансијске и нефинансијске) информација које акционарска друштва саопштавају својим акционарима, потенцијалним акционарима и кредиторима у Србији.



3. Односи са инвеститорима

У литератури о односима са јавношћу активности односа са инвеститорима и кредиторима дефинишу се као једна од подфункција области односа са јавношћу ([Kelly и др, 2010](#)), али им се ретко посвећује више од неколико реченица којима се објашњава на шта се тачно односе ове активности. Радна група за дефиницију професионалних термина Друштва за односе са јавношћу САД (*The Body of Knowledge Task Force of PRSA*) дефинисала је односе са инвеститорима као једну од седам подфункција односа са јавношћу, заједно са односима према медијима, запосленима, купцима, заједницом, државним институцијама и донаторима ([Laskin, 2010](#)).

Са друге стране, све више се препознаје потреба да стручњаци за односе са јавношћу приступе проблематици односа са инвеститорима како са теоријског, тако и са практичног аспекта ([Laskin, 2009](#)). Силвер, 2005, наводи да „функције односа са јавношћу и односа са инвеститорима у компанији више не могу бити одвојене – морају се интегрисати ([Silver, 2005](#))“. Веза између односа са јавношћу и односа са инвеститорима препознаје се и у чињеници да је све теже изоловати комуникацију са одређеним циљним групама јавности - запосленима, купцима, државом, инвеститорима и кредиторима, итд ([Laskin, 2009](#)). У том смислу, потребан је стратегијски приступ пословима комуникације корпорације, а самим тим и пословима комуникације са инвеститорима ([Silver, 2005](#)). Разлика између односа са инвеститорима и односа са јавношћу огледа се у разликама у инструментима комуникације, информационом садржају, односу између примаоца и пошаљоца информације и циљу у ком се информација објављује, али је разлика знатно мања у самом процесу спровођења ове две групе послова и стратегијском приступу овим активностима.

Најпознатија важећа дефиниција односа са инвеститорима дата је 2003. године, од стране Удружења за односе са инвеститорима у САД (*NIRI - National Investor Relations Institute*) и гласи: „Односи са инвеститорима су стратешка одговорност менаџмента, која обједињује финансије, комуникацију, маркетинг и усклађивање са регулативом, у циљу остваривања најефикасније могуће двосмерне комуникације између компаније, финансијске заједнице и других субјеката, а која коначно доводи до фер процене хартија од вредности компаније“ ([About Us, NIRI](#)). Ова дефиниција представља

значајан помак у односу на дефиницију коју је иста институција донела неколико година раније, 1996. године и која је односе са инвеститорима дефинисала као маркетиншку активност чији је циљ стварање реалне слике о компанији, како би се остварио позитиван ефекат на вредност компаније ([Laskin, 2010](#)). Наведени помак у складу је са променама које се од почетка XXI века дешавају и у области односа са инвеститорима и у областима менаџмента и организације пословања.

Актуелна дефиниција односа са инвеститорима полази од чињенице да су односи са инвеститорима стратешка активност менаџмента. Ови послови данас нису (или барем не би требало да буду) у надлежности искључиво сектора за односе са инвеститорима, већ је целокупно пословање компаније усклађено потребама и очекивањима акционара. Службеници за односе са инвеститорима морају бити чланови топ менаџмента компаније и не смеју бити само дистрибутери порука менаџмента инвестиционој јавности, они, напротив, морају бити присутни увек када се доносе кључне пословне одлуке. Њихов задатак је да обезбеде да интереси инвеститора и акционара буду увек узети у обзир и да питања битна за акционаре постављају и прослеђују директно извршиоцима и директорима компаније, како би обезбедили да одлуке које нису у складу са интересима власника капитала и не буду донете.

Следећа битна одредница у дефиницији односа са инвеститорима јесте двосмерна комуникација, којом се истиче да није и питању само (једносмерно) информисање о пословању компаније, већ и потреба да се чују и разумеју ставови инвестиционе јавности ([Holland, 2006](#), [Laskin, 2009](#), [Marston, 2012](#)). У том контексту, службеници за односе са инвеститорима би требало да путем интерактивних инструмената комуникације врше сталне анализе инвеститора, како би се добили одговори на питања: ко поседује хартије од вредности компаније, који су разлози због којих различити инвеститори купују акције компаније, шта они мисле о компанији, менаџменту и одлукама које се доносе. Ставови инвеститора морају бити анализирани на највишем нивоу управљања и узети у разматрање приликом доношења пословних одлука ([Chandler, 2014](#)).

Трећа кључна карактеристика савремене дефиниције односа са инвеститорима јесте крајњи циљ ових активности. За разлику од ранијег схватања, када је од односа са

инвеститорима очекивана висока цена акција компаније на тржишту капитала, данас се инсистира на „фер вредности“ (*Ibid*). Циљ је омогућити инвестиционој јавности да разуме стварне вредности компаније и да своја очекивања прилагоди фактичком стању, без обзира на то да ли то значи раст или пад цене акција. Прецењена вредност акција може бити подједнако опасна као и њихова потцењеност и може довести до наглих и великих промена у ценама и обиму трговања, које представљају негативна дешавања на тржишту капитала за појединачну компанију ([Laskin, 2011](#)).

Практична примена дефиниције односа са инвеститорима - којом се ови послови позиционирају као стратешка активност, којом се обезбеђује двосмерна комуникација са инвестиционом јавношћу и постизање фер цене акција, може постати извор конкурентске предности за појединачне компаније ([Chandler, 2014](#)). Крајњи циљ активности комуникације са инвеститорима јесте стварање вредности за акционаре ([Roberts и др, 2006](#), [Marston, 2012](#)). Ово се посебно односи на компаније које су мање по величини или имају мању видљивост на глобалном тржишту капитала ([Bushee и др, 2010](#)), као што су српска акционарска друштва. За разлику од конкуренције на коју су компаније навикнуте, а која се односи на индустрију у којој компанија послује, конкуренција у области слободних инвестиционих средстава није ограничена на одређену индустрију или географску локацију ([Laskin, 2011](#)).

Разлог за размимоилажење области односа са инвеститорима и односа са јавношћу донекле је одговорност и стручњака за односе са инвеститорима. Односи са јавношћу су првобитно доминантно били послови писања текстова за штампане медије, чије је објављивање и популарност неретко зависило од финансијских средстава уложених у рекламну кампању компаније ([Филиповић и Костић-Станковић, 2011](#)). Стога су овакви чланци најчешће компанијама дозвољавали већу слободу него строго регулисани финансијски и други извештаји намењени финансијској јавности. Отуда се код професионалаца из области односа са инвеститорима створило мишљење да њихове колеге које се баве односима са јавношћу нису довољно стручне у области финансијског извештавања и инвестиција. Међутим, међусобна условљеност свих активности компаније, подстакнута развојем инструмената за масовну комуникацију и убрзавањем протока информација смањује ову разлику и област односа са инвеститорима све више упућује на проблематику односа са јавношћу.

3.1. Развој односа са инвеститорима

Иако се за прво одвајање власништва од управљања предузећем у форми акционарског друштва веже Холандска источно-индијска компанија (*Dutch East India Company*) основана у XVII веку ([Laskin, 2009](#)), послови односа са инвеститорима из личних познанстава власника са потенцијалним акционарима прерастају у конкретну пословну активност тек након Другог светског рата. У претходних 70 година очекивања инвеститора и других субјеката повезаних са пословањем акционарских друштава значајно су порасла. Они данас пре свега желе да компаније обезбеде дугорочан и одржив раст, уз истовремен захтев да стварање вредности за акционаре буде обезбеђено кроз социјално одговорно пословање.

Утицај и улога односа са инвеститорима варира између различитих компанија, али и између различитих привредних система, у зависности од њиховог степена развијености, преовлађујућег начина финансирања пословања и степена развоја тржишта капитала. Развој односа са инвеститорима у развијеним привредама, као што су привреда Сједињених Америчких Држава и донеке Велике Британије, у којима су се ове активности иницијално и формирале, може се поделити на три фазе развоја: период комуникације (од '50-'70 година XX века), период финансијског извештавања (од '70 година до краја XX века) и период синергије (од 2000. до данас) ([Laskin, 2010](#)).

Период од 1945. до седамдесетих година XX века, када су велика акционарска друштва у САД по први пут почела да препознају потребу да са својим акционарима остварују дугорочније и квалитетније односе, а на овим новонасталим позицијама углавном су се налазили стручњаци за комуникацију и односе са јавношћу дефинише се као период комуникације у пословима односа са инвеститорима. Председник *General Electric*-а, *Ralph Cordiner* је 1953. године први пут оформио позицију за особу која ће бити задужена за комплетну комуникацију са акционарима (*Ibid*). У марту исте године Америчка асоцијација менаџера (*AMA - American Management Association*) издала је прву студију на тему односа са инвеститорима: „Водич за ефикасне односе са акционарима“. Консултантске агенције су у своју понуду почеле да укључују услуге односа са инвеститорима 60. година XX века.

Промена начина размишљања превасходно је била условљена чињеницом да су се компаније тада по први пут сусреле са новом врстом инвеститора - приватним, односно индивидуалним инвеститорима, који су долазили из редова до тада обичних грађана. Овакви инвеститори често нису имали скоро никакво знање о пословању предузећа и њихова питања на скупштинама акционара су често била смешна у очима менаџмента, али их је чињеница да су поседовали неколико акција свог омиљеног произвођача охрабрила у ставу да су сада они „власници“, тј. они који се питају у вези са стратешким одлукама менаџмента. Годишњи извештаји компанија тада су по први пут постали лепо одштампане брошуре, који нису садржали само финансијске извештаје, већ и целокупну презентацију пословања компаније и њених производа и услуга. „Годишње скупштине акционара постале су догађаји на којима су акционари (истовремено и купци производа) имали прилику да присуствују коктелима у организацији компаније са очекиваним поклонима и промотивним материјалима“ (*Ibid*). Додатно, након искустава из Велике депресије, улагачи после Другог светског рата желели су да будно мотре сваки динар који су било где уложили. Још једна од карактеристика тог времена била је и непостојање великог броја финансијских посредника и институција колективног инвестирања, тако да се може рећи да су појединачни инвеститори управо они који су кројили почетне облике односа са инвеститорима.

Надметање за расположива средства индивидуалних инвеститора и потреба да се придобије њихова пажња довело је менаџмент акционарских друштва у ситуацију да потраже стручњаке који ће се бавити овим пословима. С обзиром на то да је тада, као и данас, област којој су односи са инвеститорима најближа била област односа са јавношћу, за потребу комуникације са потенцијалним акционарима ангажовани су професионалци и тимови из области односа са јавношћу. Ипак, како тада ни професија односа са јавношћу није била на високом нивоу развијености, активности ангажованих стручњака углавном су сводиле на инструменте комуникације путем медија (превасходно штампани материјали). Са друге стране, строги финансијски извештаји нису били интересантни, нити превише корисни армији новонасталих слабо едукованих приватних инвеститора. Послови односа са инвеститорима нису били део стратегије компаније, с обзиром на то да менаџмент предузећа није полазио од тога да нови акционари могу утицати и на пословање компаније, већ је циљ био

задовољити их како би и даље наставили да купују производе компаније у којој поседују власнички удео. Двосмерна комуникација са акционарима није постојала, а њиховим захтевима и потребама није приступано на организован и систематичан начин. Особе које су запослене за послове са инвеститорима нису поседовале потребна финансијска знања, већ су инвеститоре често доводили у заблуду „промовишући“ хартије од вредности својих компанија, а не „информишући“ јавност о реалној ситуацији у компанији. Одређене акције предузимане су реактивно, а не проактивно од стране компаније. „Односи са инвеститорима у то време фигуративно се могу упоредити са изналагањем забавних садржаја за први љубавни састанак на слепо, а не са изградњом озбиљне, дугорочне везе“ ([*Origins of NRI - Chapter I, NRI*](#)).

Чињенице да стручњаци за односе са јавношћу нису поседовали одговарајућа пословна знања за квалитетно дугорочно вођење послова са инвеститорима, као и да финансијски стручњаци нису умели да се обрате инвестиционој јавности путем одговарајућих инструмената комуникације, осим кроз сувопарне табеларне извештаје које су припремали за менаџмент, довеле су до коначног издвајања послова односа са инвеститорима као посебне професије. Удружење за односе са инвеститорима у САД (*NRI*) основано је 1969. године, између осталог, са циљем да се стручњаци у овој области „извоје од такозваних консултаната за послове финансијских односа са јавношћу, који послују на граници рекламирања акција и који муте воду.“ (*Ibid*)

Раст тржишта забележен после другог светског рата није могао трајати вечито. Али, непосредно пре него што је нагло престао, ситуација је била „узбурканија“ него икада. Толико индивидуалних акционара је било укључено у трговину на берзама у САД да су брокери имали могућност да бирају са ким хоће, а са ким не желе да раде. Ипак, немогућност система да се у првом тренутку прилагоди превеликом броју учесника није резултовао у побољшавању ситуације, већ су појединачни инвеститори постепено почели да се повлаче са тржишта, што је узроковало нагли пад ликвидности и броја трансакција. Истовремено, претходне године просперитета утицале су и на развој инвестиционих фондова и других облика колективног инвестирања, као и институција које су грађанима пружале савете о инвестирању. На тај начин између крајњих инвеститора - појединачних грађана и компанија појавила се још једна структура - професионални инвеститори, саветодавци и аналитичари.

Клијенти службеника за односе са инвеститорима нису више били неедуковани мали инвеститори, већ „преквалификовани“ стручњаци за финансије и рачуноводство из брокерских кућа и фондова, које нису интересовали компанијски поклони и екстравагантне промоције ([Laskin, 2010](#)). Симултано са оснивањем Америчког удружења за односе са инвеститорима и првим дефиницијама односа са инвеститорима и у теоријским круговима, фокус у практичном деловању се све више пребацује са индивидуалних управо на институционалне инвеститоре и отпочиње период финансијског извештавања у овој области.

Професионални инвеститори не само да су били имуни на информације и рекламе какве су малим акционарима биле „сервиране“ путем масовних медија, већ су били незадовољни количином и квалитетом информација које су могли да добију од службеника за финансије у компанијама. Тражили су информације директно од менаџмента, али менаџмент није био спреман за комуникацију са њима. Ипак, са порастом свести о томе колики утицај су аналитичари и брокери могли да имају на вредност акција појединачних компанија, због великог обима средстава који су имали на располагању и смањеног интересовања приватних инвеститора, компаније су почеле другачије да гледају на овај сегмент учесника на тржишту.

Као резултат свега наведеног, послови односа са инвеститорима доживели су значајну промену '70 година XX века и заокрет са масовног на финансијско извештавање. У погледу вештина које доминирају код стручњака који раде на пословима са инвеститорима у индивидуалним компанијама све више се траже финансијска анализа и рачуноводствена знања, а запослени на овим пословима обично постају директно одговорни финансијским директорима компанија. Овоме је допринела и чињеница да су акционари и инвеститори постали образованији у области инвестирања и у том смислу порасли су њихови захтеви за прецизним показатељима пословања компаније, које више није било могуће намирити шареним публикацијама у којима се паралелно приказују пословање компаније и њени производи. Професионални инвеститори једноставно нису више желели да верују саопштењима припремљеним од стране пи ар служби компанија, већ су тражили равноправне, финансијски едуковане саговорнике и прилагођене инструменте комуникације и њиховог садржаја својим потребама. Ове промене довеле су и до пребацивања фокуса у информисању са објава у масовним медијима на

индивидуалне разговоре са инвеститорима и професионалним аналитичарима. Тиме је отворен и пут за успостављање двосмерне комуникације у склопу које се води рачуна о повратним информацијама добијеним од представника инвестиционе јавности.

Ипак, почетак оваквог начина комуницирања није одмах довео и до промена у пословним и финансијским стратегијама компанија, већ је ток комуницирања био усмерен на дистрибуцију позитивних вести о пословању компанија, како би се на тај начин одговорило захтевима инвеститора и подигла цена акција на берзама. Полазна претпоставка била је да ће акционари бити задовољни онда када цена акција расте, што последично доприноси и порасту расположивих средстава за пословање компанија. Уколико су инвеститори критиковали одлуке менаџмента, особе задужене за односе са инвеститорима нису покретале корективне акције у предузећу, већ се сматрало да је њихов посао да изнесу контрааргументе у корист управе компаније. Узроци „креативног рачуноводства“ које је неколико десетина година касније довело у питање опстанак целокупног финансијског система развијених капиталистичких привреда могу се донекле пронаћи и у трендовима који су забележени управо у овом периоду развоја послова односа са инвеститорима (*Ibid*).

Корпоративни скандали који су почетком XXI века потресли развијене привреде донели су ново светло и у области односа са инвеститорима ([Laskin, 2014](#)). Овај период обележен је и све израженијом борбом индивидуалних компанија за средствима инвеститора, која су постала све ограниченија, а конкуренција под утицајем глобализације и нових технологија се проширила са локалног, односно регионалног, на глобални ниво. Вредност појединачне компаније све више се заснива на нефинансијским информацијама, а све мање на вредности капитала која се може прочитати из биланса. Сматра се да више од половине вредности капитализације на данашњим тржиштима потиче од неописљиве имовине ([Laskin, 2011](#)). Све ове промене утицале су на то да функција односа са инвеститорима са периферне позиције у компанијама дође на место једне од најзначајнијих активности у сваком модерном акционарском друштву, чиме се ушло у период синергетског деловања послова односа са инвеститорима.

Данас се од особа задужених за послове са инвеститорима очекује да инвеститорима помогну да схвате пословни модел, односно пословну „причу“ компаније (*Ibid*). Циљ је остварити узајамно користан однос поверења између компаније и њених инвеститора који ће омогућити дугорочну сарадњу ([Chandler, 2014](#)). Инвеститори траже много више од финансијских података, они желе да буду упознати са стратегијом компаније, њеном мисијом и визијом, компетенцијама и понашањем чланова управе, итд. Због тога су за послове односа са инвеститорима поред знања из области финансија на списак квалификација поново дошла и знања из области односа са јавношћу и комуникације ([Kelly и др, 2010](#)). Развој послова са инвеститорима истовремено је праћен и порастом регулаторних захтева од стране надлежних институција на тржиштима капитала, берзи и сл. Стога су запослени на пословима са инвеститорима поред комуникацијских и финансијских знања своје активности све више морали проширивати и на област права и регулативе.

Битан аспект синергетског ефекта односа са инвеститорима поред финансијског извештавања и прилагођене комуникације представља и потреба да се обезбеди двосмерност комуникације, кроз инструменте директне комуникације који омогућавају праћење и истраживање акционара и инвеститора који иницирају разговоре са компанијом и евидентирање и анализу њихових захтева. Од службеника за односе са инвеститорима се захтева да буду „подједнако“ лојални и компанији и својим клијентима, односно инвестиционој јавности ([Laskin, 2009](#)). Смањивањем ризика и неизвесности код власника хартија од вредности, омогућава се повољније задуживање и прибављање јефтинијег капитала за компанију на тржишту, чиме се лојалност инвеститорима директно награђује кроз повољније услове пословања за компанију ([Armitage и Marston, 2008](#)). Циљ не представља највиша могућа цена акција, већ одређивање фер цене акција компаније.

Конвергенцији ка синтези послова финансијског извештавања и комуникације допринели су и савремени медији и развој нових инструмената комуникације. Данас се тешко могу издвојити информације које су намењене само купцима или само инвеститорима ([Laskin, 2009](#)). Визија компаније мора бити под утицајем онога што инвеститори захтевају и сазнања до којих се стигло кроз директну комуникацију са њима, с обзиром на то да професионални инвеститори данас располажу огромним

сумама новца које директно могу утицати на положај компанија и њихову успешност и одрживост пословања.

Са друге стране, развој послова односа са инвеститорима у континенталној Европи имао је нешто другачији ток у односу на изложени модел развоја ових послова на тржишту САД, где су практично ови послови и иницијално заживели. Крајем деведесетих година XX века европска тржишта по први пут почињу да уводе озбиљнију регулативу којом се, кроз регулисање процеса извештавања и, у оквиру тога, односа са инвеститорима, дотичу потребе заштите акционара. Управо тада и највећи број компанија ангажује службенике за односе са инвеститорима, чији ће послови бити поштовање законских процедура, али и остваривање дугорочних веза са инвестиционом заједницом. Следећи значајнији корак унапређења односа са инвеститорима у европским државама забележен је почетком XXI века, тачније у периоду од 2002-2003. године, када су на већини тржишта усвојени нови, свеобухватнији кодекси корпоративног управљања, као и додатна регулатива, као што је случај са „Правилником о транспарентности и јавности“ немачког тржишта капитала, који морају да поштују сва јавна акционарска друштва.

Развој односа са инвеститорима у европским државама био је значајно условљен притиском страних инвеститора у условима глобализације, па су, упркос релативно споријем развоју на општем нивоу, поједине европске компаније свеједно оствариле значајне резултате и пре него што су послови односа са инвеститорима постали и званично препознати од стране финансијске и пословне јавности. Тако је финска компанија *Nokia*, чијих је 95% власника долазило изван Финске, 1997. године добила признање за најбољу европску компанију у области односа са инвеститорима од америчког IR магазина ([Marston, 2004](#)).

Једно од првих удружења професионалаца за односе са инвеститорима у Европи основано је 1987. године у Француској, под називом који тада још увек не издваја послове односа са инвеститорима као посебне струковне активности - *CLIFF* (*Cercle de Liaison des Informateurs Financiers en France*), односно Удружење финансијских извештача Француске. Аустријско удружење за односе са инвеститорима, *Cercle Investor Relations Austria* (*C.I.R.A.*) основано је 1991. године, исто када и шпанско удружење. Швајцарски службеници за односе са инвеститорима удружили су се 1992. године,

док је две године касније, 1994, основано немачко удружење IR професионалаца - *DIRK - Deutscher Investor Relations Verband*, а иста институција имала је касније кључну улогу у стварању Међународне мреже за односе са инвеститорима (*GIRN - Global Investor Relations Network*) која данас обједињава удружења за односе са инвеститорима из свих западноевропских држава, САД, Канаде, али и Бразила, Бугарске, Египта, Индије, Јапана, Малезије, Турске, Украјине, итд ([*A brief history of investor relations: its growth and spread, IRS*](#)). Ова удружења организују едукацију својих чланова, акредитацију ИР менаџера, додељују награде за најбоље односе са инвеститорима према различитим критеријумима и предлажу законске промене у складу са потребама својих чланова и процењеном ситуацијом на тржишту.

Заједно са процесом транзиције у бившим државама Источног блока долази до развоја њихових локалних тржишта капитала, а временом и послова односа са инвеститорима. Слично као и на европским тржиштима, послови односа са инвеститорима у појединачним компанијама развијају се брже уколико за тим постоји тражња од стране инвестиционе заједнице, док се на нивоу националне економије квалитет извештавања инвестиционе заједнице доминантно хронолошки ослања на развој регулативе и услова прописаних од стране берзи. Руско удружење за односе са инвеститорима, „Альянс развития финансовых коммуникаций и отношений с инвесторами“ (АРФИ), основано је 2000. године, а 2008. године су чланови овог удружења обезбедили препознавање послова односа са инвеститорима као званично признате струке у Русији. У Дубају, 2008. године, основано је Блискоисточно удружење за односе са инвеститорима - *Middle East Investor Relations Society*.

Развој односа са инвеститорима на тржиштима капитала у региону, пре свега на тржиштима бивше СФРЈ још увек је на почетку. Иницијативу у правцу унапређења знања и практичних аспеката послова са инвеститорима углавном преузимају локалне берзе, које кроз процес едукација или награђивања најбоље праксе односа са инвеститорима покушавају да мотивишу компаније на локалном нивоу да се више ангажују у обавезном и добровољном извештавању инвестиционе јавности и коришћењу разноврснијих инструмената за комуникацију са представницима инвестиционе заједнице. Већина берзи у региону има донесене кодексе корпоративног управљања који промовишу транспарентност и свеобухватност извештавања, као и извештавање о нефинансијским показатељима, а услови за

укључивање на листинг ових тржишта најчешће подразумевају и строжије критеријуме информисања јавности од локалне законске регулативе. Љубљанска берза прва је увела награду за компаније које су на годишњем нивоу показале највећу отвореност према инвестиционој јавности. Сличну праксу, почев од 2010. године усвојила је и Београдске берза, а недуго затим и берза у Загребу. Крајем 2013. године Загребачка берза по први пут је организовала акредитовани курс за стручњаке за односе са инвеститорима, који се званично признаје као облик усавршавања на хрватском тржишту рада.

3.2. Односи са инвеститорима у савременом пословном окружењу

Снажна веза између финансијског извештавања и пословне комуникације у области односа са инвеститорима дефинише специфичности са којима се суочавају запослени на односима са инвеститорима у пракси. Практика показује да се дневне активности запослених на пословима односа са инвеститорима и обим дистрибуираних информација у великој мери разликују и у зависности од тога ком менаџеру ови службеници директно одговарају (финансије, маркетинг, генерални менаџер,...) као и од тога које претходно образовање они имају (маркетинг, односи са јавношћу, финансије, итд) ([Laskin, 2009](#)).

Чињеница да ови послови често нису иницијално препознати као стратешка активност од стране компанија које се по први пут суочавају са тржиштем капитала неретко резултују у томе да се на послове службеника за односе са инвеститорима постављају запослени са нижих хијерархијских нивоа, најчешће из сектора финансија. Тек када се ови службеници сусретну са строгим судом аналитичара и питањима која неретко ни сам менаџмент компаније није био спреман да постави сам себи, на односе са инвеститорима почиње да се гледа из другог угла, односно као на мултидисциплинарни менаџмент функцију растућег значаја ([Armitage и Marston, 2008](#)). Тек препознавањем значаја области односа са инвеститорима достићи ће се ситуација у којој се питања аналитичара и инвеститора не доживљавају као алати за „загорчавање живота“ менаџмента, већ суштинским питањима битним за даље пословање предузећа.

Иако су послови односа са инвеститорима препознати у развијеним тржишним економијама још увек не постоји јединство у томе шта све ови послови обухватају. Када је реч о текућим пословима и активностима службеника за односе са инвеститорима, у њихове задатке могу спадати: комуникација са професионалним и индивидуалним инвеститорима и аналитичарима, и у оквиру тога, поштовање принципа отворености и искрености према инвестиционој заједници, припреме и објављивање штампаних извештаја, одржавање интернет презентације и страница социјалних медија, комуникација са медијима, анализа и препознавање информационих потреба кључних циљних група инвеститора, обогаћивање информационог садржаја комуникације, интерна комуникација, сарадња са рејтинг агенцијама, итд. У циљу реализације свих активности које се очекују од службеника за односе са инвеститорима, они, додатно, морају пратити нове трендове у овој области, расположиве инструменте комуникације и тренутну најбољу праксу примене сваког од ових инструмената, као и рачуноводствене прописе, регулативу, трендове на тржишту, итд. Све ове активности треба посматрати као сталан процес, а не као ад-хок активности.

Величина компаније је један од кључних фактора који утиче на то колико људи је ангажовано на пословима односа са инвеститорима и на који начин се менаџмент компаније укључује и односи према овим пословима. Делегирање службеника за односе са јавношћу унутар компаније у кратком року утиче на повећање приноса на хартије од вредности предметне компаније, док у року од годину дана позитивно утиче на смањење информационе асиметрије и раст ликвидности ([Vlittis и Chariton, 2012](#)).

Службеници за односе са инвеститорима морају радити на обезбеђивању фер процене цена акција компаније од стране финансијских аналитичара и берзанских посредника. Такође, њихова одговорност је и диверсификација базе акционара, како би обезбедили што већи број дугорочних акционара међу својим власницима. У њихове активности такође спада и анализа фактора који могу кључно утицати на опредељење инвеститора, као што су *free-float*, ликвидност акција, волатилност цене и корпоративни имиџ ([Laskin, 2011](#)). У оквиру својих активности службеници који су запослени на пословима са инвеститорима би такође требало да редовно прате новости на финансијском тржишту, нове могуће изворе финансирања за пословање

компаније, као и настајање и нестајање великих инвестиционих компанија које у будућности могу постати акционари или аналитичари компаније. Такође, на основу повратних информација или добронамерних предлога представника инвестиционе заједнице и акционара службеници за односе са инвеститорима могу дати значајне информације управи компаније, које могу бити од користи у будућем управљању финансијама компаније и целом стратегијом друштва ([Grunig и др, 2006](#), [Laskin, 2009](#)).

У склопу редовних објава извештаја компаније запослени на односима са инвеститорима имају много шире обавезе од самог достављања извештаја надлежним институцијама и јавности. У том смислу, поред дистрибуције извештаја службеници из овог сектора би о резултатима и њиховом презентовању требало да информишу и своје колеге, припреме очекивана питања од стране инвестиционе заједнице и препоруче одговоре на њих, обезбеде доступност финансијског или генералног директора инвеститорима у време објаве резултата, активно комуницирају са медијима, итд. Такође, пре самог објављивања извештаја службеници за односе са инвеститорима биће ангажовани на припреми говора које ће приликом објављивања резултата одржати председник компаније, избору и корекцијама дизајна и садржаја штампаног извештаја, ажурирању листе акционара и институција (укључујући ту и медије) који треба да добију објављене материјале, итд. Аналитичари често изражавају жељу да се, осим са особама које су задужене за односе са инвеститорима и генералним и финансијским директором сусретну и са директорима појединих сектора у компанији или линија производње, за шта службеник за односе са инвеститорима мора уприличити време и место и посаветовати се са својим колегама о темама које се могу дискутовати и начином комуникације се представницима инвестиционе јавности.

Поред редовних активности, службеници за односе са инвеститорима додатне обавезе и задужења имају приликом ванредних ситуација везаних за ангажман компаније на тржишту капитала, када се повећава и обим и мења значај појединачних инструмената за комуникацију са инвеститорима. Међу овим ситуацијама издвајају се потенцијална преузимања од стране других компанија, нове емисије акција, промене законске регулативе (посебно за међународне компаније које наступају на већем броју тржишта ([Marston, 1993](#)). Приликом симулације директне комуникације са менаџментом у фази преузимања или другим проблематичним

депавањима у компанији ИР службеници могу заузети и непријатан став, став ђавољег адвоката, према својим колегама и доводити у питање сваку од тактика за коју се менаџери одлуче, како би их на одговарајући начин припремили за стварни сусрет са представницима финансијске заједнице. Може се рећи да је највећи промашај службеника за односе са инвеститорима уколико, у том случају, не да менаџменту одговарајући савет за комуникацију са људима изван компаније. Службеник за односе са инвеститорима тако, треба да се понаша као главни адвокат компаније у окружењу, и највећи критичар у самој компанији.

Иако је посао службеника за односе са инвеститорима директна комуникација са представницима инвестиционе јавности, треба имати у виду да менаџери великих фондова често преферирају састанке и информације добијене или од стране топ менаџмента компаније или од стране свог брокера. Стога је посао службеника за односе са инвеститорима и да кључним инвеститорима и акционарима обезбеди сусрет са менаџерима компаније на њихов захтев или онда када се процени да је то неопходно и у интересу компаније. Када се директор или финансијски директор компаније сусреће са инвеститорима, службеник за односе са инвеститорима мора бити присутан на сваком састанку, с обзиром на то да не може себи дозволити да не буде упућен у све што су представници компаније саопштили представницима инвестиционе јавности.

Посао службеника за односе са инвеститорима често је и образлагање тренутне тржишне позиције акција компаније менаџменту и другим структурама унутар саме компаније. Менаџери и финансијски директори углавном сматрају да је циљ наступа на финансијском тржишту што виша цена хартија од вредности, посебно бољи показатељи у односу на конкуренцију. Иако менаџери желе високу цену акција, посао службеника за односе са инвеститорима је да их убеди да ни превисока цена није пожељна, како се не би одскакало од просека Р/Е вредности гране, и на тај начин постало мета спекулативних трговаца. Компанијама које, са друге стране, на пример, имају прениску вредност Р/Е ратија у односу на своје конкуренте или које имају краткорочну имовину већу од своје вредности тржишне капитализације, недостаје управо квалитетна комбинација инструмената комуникације, како би се показало да је вредност компаније на тржишту потцењена и да постоји велики потенцијал раста.

Проблеми са којима се у пракси суочавају запослени на односима са инвеститорима обухватају и њихов положај у компанији, расположиве ресурсе и очекивања од менаџмента. Менаџери понекад сматрају да су особе задужене за односе са инвеститорима одговорне за цену акција, што може резултовати или у незадовољству самог запосленог, са једне стране, или, што је донекле и опасније по само предузеће, у вештачком креирању цене акција, у циљу очувања позиције и прихода запослених на овим пословима.

Мерење учинака службеника за односе са инвеститорима представља додатни изазов за компанију ([Laskin, 2011](#)). Већина уобичајених критеријума по којима се мери квалитет послова односа са инвеститорима припада нефинансијским показатељима: корпоративни имиџ, подршка инвеститора, њихови ставови, итд. Критеријуме као што су цена акција, број нових акционара или успешност нових емисија акција тешко је издвојити као изоловане факторе у мерењу перформанси службе за односе са инвеститорима. Додатно, ове факторе је неопходно анализирати у поређењу са перформансама других компанија у истом тржишном сектору. За потребе оцене квалитета послова односа са инвеститорима у појединачној компанији могу се користити и разне анализе и анкете међу представницима инвестиционе заједнице и аналитичарима. Према недавном истраживању спроведеном на територији САД, 80% службеника за односе са инвеститорима сматра да приликом оцене њихових перформанси треба користити комбинацију квантитативних и квалитативних метода, што укључује и фокус на дугорочност и квалитет односа између менаџера и инвеститора ([W. Ragas и Laskin, 2014](#)).

У смислу свега наведеног, у редовне послове и задатке запослених у компанији на пословима односа са инвеститорима, према циљној групи прималаца поруке могу се сумирати следеће практичне активности:

1) Према финансијској јавности:

- Усвајање и придржавање принципа отворености и искрености
- Препознавање потреба различитих група инвеститора
- Успостављање редовне комуникације
- Институционална комуникација
- Комуникација са појединачним инвеститорима

2) Према представницима медија:

- Успостављање принципа комуникације
- Стално праћење улоге појединих медија и новинара у формирању јавног мњења
- Успостављање и одржавање контаката
- Праћење распореда новинара и поштовање њихових обавеза приликом заказивања догађаја
- Учествовање у припреми и организацији конференција за штампу
- Припрема финансијских саопштења за јавност
- Давање изјава и одговора на питања новинара

3) Према запосленима у компанији:

- Успостављање принципа наступа према јавности
- Стална комуникација и решавање евентуалних недоумица

4) Према државним и институцијама тржишта капитала:

- Редовно достављање прописаних извештаја
- Комуникација у вези са законским и подзаконским решењима
- Лобирање.

Ангажман службеника за односе са инвеститорима у појединим фазама пословања компаније, са друге стране, се може сумирати на следећи начин:

1) Најава периодичних резултата и објава периодичних извештаја:

- Дистрибуција саопштења за јавност
- Дистрибуција најаве инвестиционој јавности
- Припрема особља за одговоре на највероватнија питања инвеститора
- Обезбеђивање доступности вишег менаџмента за разговоре са најзначајнијим инвеститорима / новинарима
- Комуникација са аналитичарима и брокерима

2) Израда годишњих и других извештаја:

- Сарадња у дизајну, изгледу и садржају материјала
- Помоћ у креирању „поруке менаџера“
- Ажурирање листа прималаца материјала (брокери, акционари, новинари, аналитичари)

3) Одржавање годишње скупштине акционара

- Заказивање скупштине, одређивање времена и места
- Одређивање дневног реда
- Дистрибуција позива ажурној листи акционара
- Консултације са менаџментом у вези са уводном речи и сл.
- Консултације са запосленима у вези са разговорима са лицима изван компаније.

У оквиру спровођења свих побројаних активности службеници за односе са инвеститорима морају пронаћи оптималну комбинацију инструмената за комуникацију са свим циљним групама јавности и прилагодити информациони садржај комуникације свакој од група, како би се истовремено одговорило на очекивања сваке од ових група и постигли најоптималнији резултати за само предузеће.

3.3. Стратегијски приступ пословима односа са инвеститорима у компанији

Стратегијски приступ односима са инвеститорима односима обезбеђује користи за компанију и за инвестициону заједницу, а последично и за друштво уопште. Он подразумева идентификацију и анализу фактора који доприносе дугорочним перформансама акција компаније, истицање тих фактора и комуникацију компаративних предности компаније заснованих на идентификованим факторима, кроз одабрану комбинацију инструмената комуникације.

Опредељење компаније да има стратегијски приступ односима са инвеститорима у пракси се реализује кроз истовремено препознавање значаја ових послова у оквиру предузећа, синергију послова финансијског извештавања и комуникације и инсистирање на двосмерној комуникацији са инвестиционом јавношћу ([Laskin, 2009](#)).

Менаџмент мора подржавати службу за односе са инвеститорима, како кроз финансијска средства, тако и кроз време посвећено овим пословима - кроз комуникацију са службеницима за односе са инвеститорима или заједнички наступ на инвеститорским конференцијама и сл. Службеници за односе са инвеститорима би требало да буду укључени у групу за планирање стратегије у оквиру предузећа,

која практично доноси одлуке о будућности компаније. Истовремено, њима би требало да буде обезбеђена стална, ефикасна комуникација са извршним директорима компаније, правном службом и службом маркетинга, како би имали довољно знања о свим аспектима пословања компаније и комуникационом стратегијом ([Dolphin, 2004](#)).

Када је реч о двосмерној комуникацији између компаније и инвестиционе заједнице, потребно је постићи ситуацију у којој комуникација са инвестиционом јавношћу није процес убеђивања, већ „преговарања“, који доводи до разрешавања конфликта и остваривања узајамног разумевања и поштовања између организације и њеног окружења, чиме се постиже усклађивање интереса компаније и инвеститора и обострано добитна ситуација ([J. E. Grunig и L. A. Grunig, 1992](#), [Johnson, 1997](#)). Службеници за односе са инвеститорима морају водити рачуна о ставовима инвеститора и вредностима које они траже и менаџменту преносити критеријуме по којима се инвеститори одлучују да купе/продају или задрже одређене акције. При томе, потребно је успешно балансирати између ставова „најгласнијих“ инвеститора и оних који својим одлукама и коментарима, са друге стране, највише директно утичу на перформансе хартија од вредности и цену акција компаније на тржишту.

Анализом понашања инвеститора потребно је увидети који фактори кључно утичу на позицију компаније на тржишту капитала. Кроз стратегијске односе са инвеститорима постиже се ситуација о којој управа предузећа има информације о томе како ће поједине будуће одлуке и активности компаније утицати на ставове инвеститора и томе прилагођава своје целокупно пословање. Уколико се, нпр. покаже да је кључна предност компаније у односу на конкуренцију показатељ односа дуга и акционарског капитала, онда се одржавању овог односа мора посветити целокупна политика доношења финансијских одлука у компанији. Да би се постигла ова ситуација, од службе за односе са инвеститорима се очекује да редовно прати и анализира следеће факторе:

- кретање цена акција, паралелно са битним догађајима који су обележили пословање компаније у претходном периоду, како би се установило шта је највише и у ком смеру утицало на кретање цена акција,
- поређење кретања цене акција са конкуренцијом,

- поређење конкурентских предности и кључних финансијских показатеља у односу на конкуренцију,
- очекивања инвеститора и стварне перформансе компаније
- листу већинских акционара и промене на овој листи, као и
- пословање и планове саме компаније, како би план активности односа са инвеститорима био усклађен са другим плановима компаније.

Следећи фактори су, од стране менаџера награђиваних компанија и анкетираних инвеститора, идентификовани као кључни за успешну стратегију ИР-а, у САД, 2011. године ([*Distinctions Between Award-Winning Investor Relations and Traditional Investor Relations, Capital Markets Board*](#)):

- Кредитбилност - службеници за односе са инвеститорима којима инвеститори верују морају бити неутрални провајдери информација и не понашати се као адвокати компаније. Уколико инвеститори имају поверења у компанију они ће увек пратити њено пословање, чак и у ситуацијама када не желе да поседују њене акције, да би се та ситуација променила приликом унапређења пословања.
- Поверење у менаџмент - менаџери којима инвеститори верују су фокусирани на стратегију која доноси позитивне резултате, али поседују и харизму уз помоћ које инвестиционој јавности лако комуницирају стратегију и визију компаније. Дугорочна оријентисаност на стратегију истовремено ће привући инвеститоре који такође имају дугорочне планове улагања.
- Квалитетни службеници за односе са инвеститорима - инвеститори очекују да их службеници за односе са инвеститорима едукују о компанији и буду иноватори у свом послу. Информације које са саопштавају инвеститорима треба да буду приказане у одређеном контексту, било да је у питању развој компаније, планови или општа економска ситуација и кроз селектоване и међусобно усклађене различите штампане, интернет и инструменте директне комуникације.
- Укљученост службеника за односе са инвеститорима у доношење стратегијских и других битних пословних одлука - на основу ставова

акционара службеници за односе са инвеститорима могу значајно утицати на избор правца у ком ће се компанија у будућности кретати.

Додатно, да би службеник за односе са инвеститорима имао већи кредибилитет код инвеститора, и на тај начин на себе преузимао већи део комуникације са инвестиционом јавношћу, како би, са друге стране, менаџери финансија или пословних операција имали више времена да се баве својим послом, он мора бити више упућен у пословање компаније и налазити се, по могућству, на вишем хијерархијском нивоу.

Иако се део послова који спадају у дужности службе за односе са инвеститорима може, и обавља се у акционарским друштвима и када не постоји издвојена особа или сектор за ове послове, пракса је показала да компаније које желе да имају успешан наступ на тржишту капитала треба да издвоје ове послове у посебну организациону јединицу. На тај начин, инвеститори ће увек бити сигурни кога у компанији да контактирају за информације које су им потребне, а све информације везане за тржиште капитала, акционаре и аналитичаре који прате компанију биће обједињене у једној тачки.

Сматра се да је одговорност за постављање службеника и организовање послова односа са инвеститорима у акционарском друштву посао извршног директора. У том смислу, и пре отпочињања активности према инвеститорима у виду издвојеног радног места или службе, управа компаније би требало да има јасну слику о томе који циљеви треба да буду остварени овим пословима, начин на који ће службеници на пословима односа према инвеститорима бити повезани са другим секторима у оквиру компаније, који ће бити доминантни инструменти комуникације и које ће бити свакодневне активности запослених на овим пословима. За добијање одговора на ова питања може се консултовати искуство и пракса других компанија или добити практична препорука од аналитичара и финансијских посредника са којима компанија већ сарађује.

Поред извршног менаџера у процес успостављања послова односа са инвеститорима у компанији требало би да буду укључени и финансијски директор, запослени у правној служби, запослени који се баве пословима маркетинга и односа са јавношћу,

као и запослени на другим функцијама који могу кључно утицати на постављање стратегије и циљева сектора за односе са инвеститорима у великим компанијама.

Један од првих корака након постављања запослених на послове односа са инвеститорима је идентификација циљне групе јавности којој ће се ови службеници обраћати ([Laskin, 2011](#)). У том смислу, могу се припремити различите иницијалне поруке и планирати различити инструменти комуникације за институционалне инвеститоре (пензионе и инвестиционе фондове и друге шеме колективног инвестирања, осигуравајућа друштва, итд.), банке, брокере, мале акционаре, инвеститоре из иностранства, аналитичаре, професионалне медије, али и запослене у компанији који такође могу имати улогу акционара, као и државу, која такође може имати улогу акционара у компанији али и утицати на позицију компаније на тржишту капитала бројним другим одлукама и активностима. Главни комуникацијски канали према овим групама јавности су годишњи и периодични извештаји, *fact book* компаније, базе података и регистри, рекламирање, саопштења за јавност, састанци и презентације и годишње скупштине акционара.

Као део односа са јавношћу, на пословима односа са инвеститорима, односно како се често називају у овом контексту, финансијским односима са јавношћу могу бити ангажовани и сарадници изван компаније – агенције за односе са јавношћу, специјализоване агенције за односе са инвеститорима, екстерни стручњаци, итд ([Bushee и Miller, 2012](#)). Предности ангажовања екстерних сарадника на пословима односа са инвеститорима пре свега укључују концентрисаност послова односа са јавношћу на једном месту, на тај начин повезујући и изградњу корпоративног идентитета, маркетинг, промоцију, евентуално политичко лобирање, дизајн материјала, итд. Такође, спољни сарадници компанији могу понудити већу стручност, односно специјализацију на пословима ИР-а, дугогодишње искуство, већу мрежу контаката, независност и објективност у доношењу предлога и одлука, итд. Екстерни сарадници често могу бити слободнији и смелији у указивању на погрешне одлуке менаџмента у домену односа са инвеститорима, него што би то били запослени у компанији. Крајња одлука за ангажовањем спољних сарадника може бити заснована и на економичности аутсорсинга ових послова из компаније. Организација екстерних агенција задужених за односе са јавношћу и, у склопу њих, односе са инвеститорима, може знатно допринети уштедама на овим пословима у

односу на трошкове које би сама компанија имала у покривању свих аспеката ПП-а. Велике међународне пи ар агенције клијенту могу понудити и међународне услуге, што је у време глобалног пословања још једна од важних додатних предности које компаније можда неће бити у могућности да самостално обаве на ефикасан начин. Екстерни независни консултанти могу анализирати позицију компаније код инвеститора и добити нове податке у односу на оне којима компанија већ располаже. При томе, такве фирме су можда већ обављале сличне анализе за друге компаније, па на тај начин имају додатно знање и могу оценити положај компаније у односу на конкуренцију.

Са друге стране, најчешћи проблеми који се јављају приликом ангажовања консултаната на пословима односа са инвеститорима проистичу из затворености компаније и менаџмента према лицима са стране, доводећи на тај начин сараднике у ситуацију да немају све информације потребне за комуникацију са инвеститорима и аналитичарима. Такође, сарадници из других агенција могу истовремено радити и за конкурентске компаније, из чега могу настати конфликти интереса у утакмици за слободна средства инвеститора.

3.4. Будућност односа са инвеститорима

Поверење између акционарских друштава и акционара данас више није нешто што се подразумева, већ се мора изнова стицати и задржавати, те стога изградња квалитетних односа са инвеститорима данас представља нову конкурентску предност акционарских друштава ([Laskin, 2009](#)).

Три најважнија елемента који утичу на измене у савременим односима компанија са инвеститорима су конвергенција ове области ка односима са јавношћу, промене које се дешавају на финансијским тржиштима и промене које у целини захватају поље и саму дефиницију процеса комуникације. Фактори који утичу на развој области односа са инвеститорима могу се детаљније приказати и на следећи начин:

- Обим улагања на тржиштима капитала константно се значајно увећава. На тржиштима постоје нови производи (опције, деривативни производи, *SPV*-ови, итд.), нови учесници (фондови, институционални инвеститори, али и

све већи број физичких лица), а количина финансијских средстава којима се тргује на тржишту капитала непрекидно је у порасту.

- Недавно забележена глобална економска криза, али и бројни краткотрајни потреси који су тржишта капитала погађали у претходном периоду (нпр. технолошки мехур, револуције у арапским земљама, криза грчког дуга), још више су у центар пажње ставили значај дугорочне визије компаније, њену отвореност према јавности и квалитет корпоративног управљања, чији су саставни део и односи са инвеститорима.
- Већи број производа и учесника и канала комуникације такође утиче и на повећан број доступних и истовремено, тражених информација, што све чини дешавања на тржиштима капитала изузетно информационо интензивним. Отуда, постоји и велика вероватноћа доласка у стање информационе пребукираности, где велики број података не значи истовремено и довољно квалитетних информација за одлучивање. За разлику од периода када су извештаји о компанијама били доступни само у штампаној верзији, неколико дана након њиховог настанка, данас се они достављају путем *e-maila*, а у рукама корисника могу бити само неколико минута након званичне верификације. Слична ситуација је и са саопштењима за штампу или било којим другим подацима које компанија жели или је у обавези да саопшти јавности. Данас просечни инвеститор на располагању има много више информација него што их је пре неколико година имао професионалац ([Bruce, 2005](#)).
- Инвеститори су све образованији и пре свега заинтересовани за конкретне чињенице. Њихово време је ограничено и од компаније траже прилагођено представљање, поштовање њихових потреба и јасно излагање. Некада је компанија могла одржавати редовне радне доручке са инвеститорима, данас они више немају времена за необавезно ћаскање и интересују их само резултати.
- Развој технологије – примера ради, вештачка интелигенција или неуронске мреже, које се користе у процесу решавања трговачких алгоритама, али и развој нових интернет и мобилних инструмената комуникације неминовно се веома брзо одражавају и на тржишта капитала. Не само што инвеститори данас могу много више знати о компанијама, већ и компаније могу добити

бројне податке о инвеститорима у веома кратком року путем база и рудника (*data bases* и *data mines*) финансијских и других података.

- Интерес најшире јавности све више се окреће са финансијских резултата ка проблематици људских права, етике, равноправности, услова рада, екологије, итд. Ове измене имају значајан утицај и на односе са инвеститорима, али и на укупно пословање корпорација.
- Глобализација пословања се такође неминовно одражава на односе са инвеститорима. С обзиром на чињеницу да се капитал скоро слободно креће са једног краја света на други и да инвеститори у обзир за инвестирање узимају компаније без обзира на њихову географску лоцираност, стратегију и праксу односа са инвеститорима потребно је прилагодити и инвеститорима који долазе из других држава или континената.
- Тржишта капитала постају све рестриктивнија. Како би се спречили крахови тржишта нова акта која регулишу отвореност компанија доносе се скоро свакодневно. Са сваким новим донетим законом или уредбом регулатора или организатора тржишта донекле се мењају права, обавезе и маневарске могућности и инвеститора и акционарских друштава.

У том смислу, будући развој области односа са инвеститорима ће свакако бити условљен даљим иновацијама у области савремених технологија (превасходно *XBRL* и други стандардизовани облици извештавања, као и развој интернета, мобилних комуникација, алгоритамског трговања, итд), комуникације, финансијског извештавања, правне регулативе, али и самог поимања акционарства и тржишне привреде и свеприсутне глобализације ([Chang и др, 2014](#)). Период ком тренутно присуствујемо, сигурно ће допринети изменама у области односа инвеститора, пре свега стављајући фокус на успостављање поверења између компанија и њихових власника, концепте одговорног пословања и ефикасног корпоративног управљања и тачнијег и свеобухватнијег извештавања јавности.

Теме социјалне и корпоративне одговорности компанија такође све више добијају на значају у контексту пословања компанија и самим тим и односа са инвеститорима. Јавност, инвеститори и финансијске институције све више поверење указују компанијама које послују одрживо, у контексту социјалних права, заштите човекове средине и корпоративног управљања ([Uysal, 2014](#)).

Када је реч о утицају технологије на развој области односа са инвеститорима у овом тренутку је најевидентнији утицај пораста броја и значаја социјалних медија. Целокупну заједницу на постојећим и будућим социјалним мрежама практично је немогуће контролисати. Због тога ће стручњаци за послове односа са инвеститорима морати да стичу додатна знања у овој области, али и да истовремено буду лидери у смислу ангажовања социјалних медија за потребе комуникације са финансијском јавношћу ([Laskin, 2010](#)).

Поред бројних предности које развој комуникације путем савремених технологија доноси, ове промене могу службеницима за односе са инвеститорима задати и додатне проблеме. Опасност од двадесетчетворочасовне могућности јавног објављивања података на неком од социјалних медија или другим електронским каналима комуникације, који нису тачни или су чак злонамерни, захтеваће стални, 24/7 ангажман служби за односе са инвеститорима, како би последице оваквих активности биле минимизирани.

Глобализација пословања и токова новца и информација још један је од фактора који ће значајно утицати на даље измене дефиниције и праксе послова односа са инвеститорима. Компаније данас могу листирати своје хартије од вредности практично на било којој берзи света, а ток средстава инвеститора све брже мења правац у зависности од тренутних перформанси појединих тржишта. Запослени на пословима односа са инвеститорима тиме ће морати све више да познају не само локалну регулативу у области финансијског извештавања, већ и начин на који инвеститори из различитих делова света и култура доживљавају одређене активности компаније.

Ипак све ове промене, највероватније неће утицати на измену самог смисла послова односа са инвеститорима - ови послови и даље ће бити од суштинске важности за стварање и одржавање узајамно корисних односа између акционарских друштава и инвестиционе заједнице, али ће знања и вештине потребне за њихову реализацију постајати све обимније и комплексније ([Laskin, 2009](#)).

4. Инструменти комуникације са инвеститорима

Иако се инструменти које компаније користе у практичној реализацији комуникације са инвеститорима могу донекле разликовати у зависности од тржишта на ком компаније наступају, величине компаније и других спољних фактора, битно је упознати се са свим расположивим могућностима, како би службеници за односе са инвеститорима увек на уму имали најбољу праксу инструмената које активно примењују, али и алтернативне могућности. Циљ ове главе управо је да прикаже и анализира бројне корисне традиционалне и инструменте за односе са инвеститорима путем интернета које се могу користити у свим институцијама које се надмећу за капитал расположив на глобалном и локалном тржишту и који ће бити анализирани као основ емпиријског истраживања у шестој глави. С обзиром на релативно низак степен развијености послова са инвеститорима у Србији, очекује се да ће подаци и искуства изнети у овом поглављу бити од великог практичног значаја акционарским друштвима на домаћем тржишту капитала која се у наредном периоду одреде да већу пажњу посвете управо овом сегменту пословања и комуникацији са финансијском јавношћу.

Избор комбинације одговарајућих инструмената комуникације са инвестиционом јавношћу је динамичан процес, који се мења у складу са тржиштима на којима компанија наступа, трендовима у компанији, трендовима на локалном и светском тржишту капитала као и у привреди и трендовима самих односа са инвеститорима и законском регулативом ([Bragg, 2010](#)). Битно је обезбедити међусобну повезаност свих комуникационих канала и њихову трошковну оправданост. У том смислу, пожељно је анализирати и скалабилност сваког од ових инструмената, с обзиром на то да уколико дође до негативних трендова на тржишту најчешће нема потребе наставити трошити велика средства на смањени број заинтересованих инвеститора ([Guimard, 2013](#)).

4.1. Штампани материјали

Треба имати у виду да практично сви штампани материјали компаније могу бити интересантни акционарима компаније и потенцијалним инвеститорима. Поред годишњих и периодичних извештаја и проспеката, писама и презентација који су

директно намењени инвестиционој јавности, инвеститори ће анализирати и саопштења компаније за штампу, њене промотивне летке, извештаје о корпоративној одговорности итд ([Bragg, 2010](#)).

Највећи део штампаних материјала компаније намењених инвестиционој јавности, данас се објављују и путем интернета, али ће свеједно у оквиру овог дела рада бити анализирани форма и карактеристика инструмената који су се користили у комуникацији са инвеститорима и пре настанка интернета.

Проспект

Објављивање проспекта предузећа представља један од неопходних услова за заказивање трговања на организованом тржишту капитала. Овај документ, који се често назива и „лична карта“ компаније, користи се за представљање хартија од вредности које се нуде инвестиционој јавности. Проспект представља кључни и иницијални документ којим се инвестициона јавност упознаје са хартијама од вредности одређене компаније. Акционарска друштва која емитују више врста или серија хартија од вредности у обавези су да за сваку од емисија израде посебан проспект, а валидност проспекта на српском тржишту капитала је 12 месеци, с тим што се мора ажурирати свим новонасталим информацијама које могу утицати на одлуку инвеститора о куповини или продаји хартија од вредности.

Садржај проспекта прописан је од стране регулаторних органа на свим тржиштима. На српском тржишту капитала садржина проспекта прописана је Законом о тржишту капитала, као и подзаконским актима Комисије за хартије од вредности и Београдске берзе.

Годишњи извештај

Законска регулатива обавезује јавна акционарска друштва да објављују годишњи извештај, чији је садржај стриктно прописан. Са друге стране, повећана конкуренција на тржишту капитала довела је до тога да годишњи извештаји постају све обимнији и детаљнији документи, атрактивног дизајна, које компанија користи да се детаљно представи и допадне инвестиционој заједници и који, са друге стране, за већину инвеститора, заједно са саопштењима за медије и интернет презентацијом компаније,

данас представљају најобимнији и иницијални извор информација о анализираној компанији ([Goodman, 2012](#)). Иако је изузетно мали број инвеститора који ће се приликом одлучивања за инвестирање руководити искључиво годишњим извештајем компаније, непостојање овог документа говорило би о неозбиљности наступа према инвестиционој јавности ([Недељковић, 2010](#)). Дизајн годишњег извештаја и његов садржај, односно помак са строго табеларних и рачуноводствених ставки, говори о спремности компаније да се посвети инвестиционој јавности.

У зависности од расположивог буџета и опредељења компаније у датом тренутку годишњи извештај може бити публикован и као више повезаних докумената, међу којима су сумарни извештај, извештај о одрживости пословања, финансијски извештаји, извештаји по сегментима, итд.

Један од основних изазова у вези са објављивањем штампаног годишњег извештаја јесте потреба да он буде интересантан бројним читаоцима, који имају различита интересовања и интересе, што и представља једну од главних брига службеника за односе са инвеститорима који ће сарађивати на изради извештаја. Не треба заборавити да се годишњи извештај пре свега користи за информисање акционара, с обзиром на то да ће прво представљање овај документ најчешће доживети управо на скупштини акционара друштва, у складу са динамиком прописаном законском регулативом. Такође, сви аналитичари и инвеститори који прате акције компаније очекиваће да годишњи извештај садржи информације које су им потребне, структурисане на користан и информативан начин. Са друге стране, овај документ се може користити и као инструмент представљања имиџа и корпоративне културе компаније и слике коју она жели да гради о себи у најширој јавности. [Grove Ditlensen, 2012](#), налази да се визуелни елементи у оквиру годишњих извештаја компанија користе стратешки, како би подржали изградњу корпоративног идентитета компаније и учинили је атрактивнијом инвеститорима и другим циљним групама. Годишњи извештај може помоћи маркетиншким напорима компаније, али и мотивацији запослених, промоцији на сајмовима и представљању код добављача или потенцијалних купаца. Сигурно је да ће годишње извештаје компанија анализирати и конкуренција, али и компаније из других сектора које препознају одређене квалитетне аспекте пословања матичног друштва. [David E. Hawkins](#), професор са

Harvard Business School, 2006, наводи: „Главна сврха годишњег извештаја јесте да се многим циљним групама исприча прича о компанији.“

Када је реч о структури годишњих извештаја, светска пракса најчешће укључује:

- Опште информације о компанији – о историјату, производима и услугама компаније, најзначајнијим тржиштима, конкурентској позицији и тржишном уделу. Велике компаније, чије име само по себи представља бренд или које су власници више брендова, најчешће ће на посебан начин издвојити свако од повезаних друштава, али дати и обједињени приказ укупног пословања предузећа. Највећи део нефинансијских информација битних за инвеститоре биће приказан управо у овом сегменту годишњег извештаја.
- Поруку директора – која представља непроцењив извор могућности да се из обимног годишњег извештаја издвоје оне информације и показатељи који су најзначајнији по мишљењу менаџмента. У овој поруци требало би да се продискутују и најзначајнији догађаји и резултати из године на коју се односи извештај, стављени у шири економски контекст, као и перспективе и циљеви за наредни период. Свакако, овај део годишњег извештаја не би требало да буде необјективан и да се њиме покушају прикрити негативни трендови.
- Финансијске информације – које су прописане локалном законском регулативом, али могу бити и обимније, у зависности од уобичајене праксе на тржиштима на којима компанија наступа или планира да наступа. Финансијске информације би требало да су класификоване према битним производним линијама или територијалним тржиштима, у зависности од организације компаније и комплексности пословања. У оквиру финансијских информација публикују се и напомене и прилози који се односе на коришћени обрачун и друге евентуалне примедбе битне за коришћење представљених података, као и извештај ревизора. Приликом израде извештаја на два језика, или у складу са две или више законских регулатива (у случају дуалног листинга или само жеље компаније да се равноправно представи и инвеститорима из других држава), мора бити обезбеђена једнакост публикованих података на матерњем и страном језику и одговарајућа појашњења.

- Приказ финансијских показатеља који се односе на рачуноводствене позиције (*EBIT*, *EBITDA*, *CAPEX*), показатељи ликвидности, пословне активности, финансијске структуре и профитабилности које компаније користе и израчунавају такође би требало да буду издвојени у оквиру годишњег извештаја, уз напомене у вези са методама обрачуна ових показатеља или дефиницијама ових величина.
- За компаније чијим се акцијама тргује на берзи показатељи тржишне вредности требало би да буду издвојени у посебан сегмент извештаја, заједно са другим информацијама везаним за наступ компаније на берзи, укључујући ту и вредност и графикон кретања цена акција, као и списак најзначајнијих акционара, број акција у слободном промету (*free float*) и акције које се налазе у поседу компаније.
- Приказ корпоративног управљања у компанији, као посебан сегмент гаранције одрживости пословања компаније, такође би требало да обухвата посебан део годишњег извештаја. У овом делу наводе се и информације о интерној контроли пословања, односу према запосленима и заједници, као и посебни законски захтеви који се односе на специфичне сегменте пословања компаније, уколико постоје.

Подаци публиковани у годишњем извештају морају бити упоредиви са претходно објављеним подацима, а евентуалне промене у извештавању, било због измене законске регулативе или значајних промена у компанији, морају бити детаљно објашњене.

За разлику од ранијег периода, када је физичко достављање годишњег извештаја свим акционарима било законска обавеза, данас се годишњи извештаји све више дистрибуирају само у електронској форми.

Извештај о корпоративној одговорности

Иако није законска обавеза компаније, штампа извештаја о корпоративној одговорности данас се све више сматра добром праксом великих акционарских друштава. Ови извештаји нису намењени само инвестиционој јавности, већ свима који су на било који начин повезани са компанијом: купцима, пословним

партнерима, државним органима и доносиоцима закона, локалним заједницама и запосленима.

Извештаји о корпоративној одговорности укључују податке о вредностима које компанија поштује, односу компаније према окружењу, мањинским заједницама, запосленима, односима са добављачима и кључним заједницама у окружењу, итд. Значај објаве извештаја о корпоративној одговорности све више добија на значају са повећањем броја инвеститора који се одлучују да купују само хартије од вредности социјално и друштвено одговорних компанија ([Uysal, 2014](#)). Такође, и „обични“ инвеститори биће спремнији да више плате акције компаније уколико квалитет корпоративног управљања резултује у нижој цени капитала или бољим пословним резултатима. Приликом публиковања информација о корпоративној одговорности компаније никада се не сме заборавити да је крајњи циљ инвеститора остваривање зараде на тржишту капитала, тако да све активности компаније у правцу дугорочне одрживости пословања морају бити и финансијски оправдане.

Презентација компаније

Иако ће инвеститори највероватније пре или касније видети и презентације намењене купцима, добављачима и другим партнерима компаније, презентације намењене искључиво инвестиционој јавности представљају један од главних инструмената за комуникацију са инвеститорима. Компанија која води рачуна о свом имиџу код инвеститора имаће различите презентације за постојеће акционаре, инвеститоре са којима се први пут упознаје, индивидуалне и велике институционалне инвеститоре. Јасне и информативне презентације на скупштинама акционара, конференцијама за инвеститоре и индивидуалним састанцима могу променити слику коју инвеститори имају о компанији и мотивисати их да купе акције предузећа.

Презентације за инвеститоре најчешће се састоје из три дела: кратак осврт на пословање компаније, финансијски резултати и планови. Од података који се презентују ту су најчешће: информације о пословању, о тржиштима, учешћу, капацитетима производње/пружања услуга, главним клијентима и њиховој структури (процентуално учешће појединих клијената у приходима), затим процентуално учешће појединих производа у структури прихода и сл. Од финансијских

показатеља, компаније дају графички приказ кретања прихода, расхода, средстава, капитала кроз време и/или структуру ових показатеља према последњим расположивим подацима. Такође, даје се приказ власничке структуре компаније, као и кретање цене на берзи и у односу на индекс берзе.

Презентација инвеститорима подразумева и графички приказ оптимистичког/песимистичког кретања приноса у наредних пет година, у зависности од преузетих инвестиција и промена у окружењу. Приликом анализе прихода и расхода у претходном периоду, представници компаније обично детаљно коментаришу разлике у показатељима по годинама. Такође, компаније често презентују пословне планове и стратегију развоја. Даје се приказ планираних инвестиција, њихова вредност, структура финансирања итд. Нови пројекти би требало да буду приказани као комплетне целине, заједно са праћењем њихове реализације у поређењу са планираним циљевима. Планови су углавном на период од три до пет година, док су историјски подаци углавном до три године у назад. Да би историјски подаци били од користи инвеститорима, потребно је омогућити њихову упоредивост кроз време.

Приликом припреме презентације компаније потребно је претходно изанализирати ставове и очекивања инвеститора, како би се евентуалне разлике ставиле у контекст општег окружења и стратегијског развоја компаније.

Презентације финансијских резултата актуелне су једино када се ти резултати први пут објављују. На свим другим презентацијама инвеститоре интересује оно што нису претходно већ чули, стога презентације треба редовно ажурирати, уз ограду да се не објављују информације које нису јавне. Најсигурнији пут обезбеђивања јавности информација објављених у оквиру презентација је моментално публиковање презентација и на интернет презентацији компаније.

Истраживања показују да се приликом праћења презентација слушаоци највише концентришу на визуелне информације (55%), затим на оно што чују (38%), док се само 7% информација преноси путем онога што је написано на слајдовима ([Guimard, 2013](#)). Упркос овим сазнањима, поједини предавачи свеједно претрпавају своје презентације текстовима или нечитљивим графиконима и табелама. Текст на

презентацијама би требало да буде читљив из последњег реда сале у којој се презентација одржава, а графикони и приказани цифарски подаци јасни и ефектни када је у питању преношење поруке. Анимације такође представљају користан инструмент за приказивање трендова или учешћа, али се, на жалост, ретко користе, с обзиром на то да се презентације обично израђују у последњем тренутку, тако да менаџмент нема довољно времена да увежба наступ.

Пре састављања нових презентација службеници за односе са инвеститорима би требало да ревидирају старе, како не би дошло до измене порука или начина приказа информација, на шта би инвеститори и аналитичари могли да реагују додатним питањима или неверицом. Презентације за инвестициону јавност најчешће трају од 30 до 45 минута, а број слајдова би требало да буде прилагођен планираном трајању презентације, обично 30-50 слајдова. Текст би, према препорукама стручњака и искуствима са презентација великих компанија, требало да буде презентован у виду теза, које ће касније бити усмено образложене, или пуних реченица, али не комбинација теза и реченица. Синтакса би требало да је уједначена на свим страницама презентације од почетка до краја. Додатне информације и детаљнија објашњења требало би ставити на посебне, додатне слајдове, како би биле обезбеђене комплетне информације, а ови слајдови се могу користити и за потребе одговора на специфична питања публике ([Недељковић, 2010](#)).

Презентације инвеститорима не би требало да се завршавају прогнозама и плановима, већ након тога треба још једном истаћи најзначајније поруке које су приказане у целокупном материјалу и на тај начин мотивисати динамичан део питања и одговора који следи након презентације. Пробе, на сваком језику на ком је могуће држати презентацију и листа говорника који могу бити замене су практични кораци који значајно могу олакшати одржавање саме презентације или обезбедити сигурност уколико дође до непредвиђених проблема, тј. изостанка главног планираног говорника. Било какав облик импровизације инвеститори могу брзо да препознају, а задатак службеника за инвеститоре је да пре финалне верзије презентације упореди садржај са претходно објављеним материјалима компаније и саопштењима за јавност, како би обезбедио њихову усклађеност.

Материјали за новинаре

Иако првенствено намењене најширој јавности и медијима, саопштења за јавност и текстови о компанији у медијима такође се могу искористити као инструмент за комуникацију са инвеститорима и објављивање финансијских резултата. Објаве за штампу смањују информациону асиметрију акционарских друштава, посебно у време објава годишњих резултата, неких неповољних трендова, и сл ([Busbee и др, 2010](#)). Инвеститоре интересује све што је везано за одређену компанију, а део информација се може добити и преко информација које компанија саопштава другим партнерима путем медија – купцима, широкој друштвеној заједници или другим интересним групама. Без обзира на то што инвеститори на располагању имају бројне методе за упознавање са компанијом, они су увек и под утицајем репутације компаније у најширој јавности ([Недељковић, 2010](#)).

Саопштења за медије се често користе као примарни инструмент поштовања законских обавеза извештавања компаније, путем којих се објављују информације о периодичним резултатима, али и новим пројектима, уговорима или изменама у менаџменту. Може се рећи да је компанија *Bloomberg* дефинисала оно што се данас сматра достављањем информација тржишту у електронском формату. Компаније са територије САД, Канаде и Велике Британије, у циљу истовременог извештавања инвестиционе јавности, најчешће користе услуге агенција као што су *PR Newswire* или *Business Wire*, али и светски познатих агенција као што су *Associated Press*, *Agence France-Presse*, *Bloomberg* или *Reuters*, за објаву својих извештаја и саопштења у складу са законском регулативом. На српском тржишту капитала, поред Ројтерса и Блумберга послују и локалне агенције, као што су Бета и Танјуг.

Приликом израде материјала за медије, важно је имати у виду правила која се односе на целокупну комуникацију са јавношћу, а то је да комуникација буде усклађена и да се не износе само позитивни резултати, већ да се прикаже целокупно пословање. Негативне резултате не треба избегавати већ их јасно приказати, образложити и приказати планове за њихово превазилажење (*Ibid*).

Квалитет саопштења за јавност не мери се његовом обимношћу, већ добром структуром, јасношћу и информативношћу. Читаоци често могу да намерно

избегавају преобимне текстове, стога је битно оптимизовати обим материјала који се објављују путем медија, и обезбедити информације о томе где се комплетни подаци могу пронаћи и преузети. Саопштења за јавност обично укључују уводни део, у оквиру ког се у неколико реченица истичу најзначајније поруке саопштења и које се користе за привлачење публике да прочита целокупан текст. Након тога, могу уследити текст саопштења, коментар неког од менаџера или табеларни или графички подаци, по потреби, који се стављају у контекст претходно објављених података о компанији и целокупном пословању. Правила која се односе на писање саопштења за јавност из ПР теорије укључују избегавање стручног жаргона, клишеа и помодних израза. У оквиру саопштења за јавност требало би навести и контакт особу у компанији којој се заинтересовани могу обратити, мада ће то у највећем броју случајева бити неко из службе за односе са јавношћу, а не из ИР одељења, иако се по потреби могу навести и контакти службеника за односе са инвеститорима, посебно уколико се саопштење односи на финансијске резултате компаније. Саопштења за јавност обично се завршавају кратким, стандардизованим приказом компаније или евентуално дефиницијом специфичних израза и величина који су коришћени у саопштењу, како би се и на тај начин показало да компанија жели да обезбеди јасност свих својих материјала.

Уколико се саопштење за јавност користи за најаву презентације пословних резултата или састанака са инвеститорима, битно је ускладити начин изражавања, структуру показатеља и графички изглед ових докумената, како би се и на тај начин постигла убедљивост и конзистентност материјала компаније.

Поред дистрибуције класичних саопштења за јавност, компаније имају могућност и да новинарима доставе информације и чињенице на основу који новинар може самостално да напише чланак или интервју. Такође, акционарска друштва све чешће користе едукативне и друге врсте текстова који могу скренути пажњу публике на њихове производе и услуге. Примера ради, америчка компанија за прераду рибе редовно је у новинама објављивала информативне текстове о узгоју и лову на рибу, кухињским рецептима у којима се могу користити њихови производи, значају исхране рибом, итд. На тај начин, већ постојећим информацијама се уноси нови живот, којим се потенцира корист коју клијенти могу имати од компаније. У олакшавању новинарског посла компаније често на својим интернет презентацијама

објављују тзв. пакете за новинаре, односно *press kit*, који обично укључују: недавно објављена саопштења за јавност, биографије кључних људи у компанији, кратак историјат компаније и кључне податке и показатеље, логотип и фотографије које представници медија могу користити, контакт информације за представнике медија, као и копије презентације или других материјала, уколико је дистрибуција пакета за новинаре везана за неки конкретан догађај.

Финансијско оглашавање такође представља један од аспеката наступа компаније у штампаним медијима. Објављивање проспекта приликом приватизације или емисије нових акција у штампаним медијима често је законски регулисано, а може се искористити и као покретач велике кампање односа са јавношћу компаније, чији резултати могу бити вишеструки. Са друге стране, за потребе унапређења својих перформанси на тржишту капитала и скретање пажње инвестиционе јавности, компаније могу у форми атрактивних огласа публиковати информације о својој корпоративној одговорности, финансијским резултатима или плановима. Битно је да, уколико је у питању оглашавање, буде испоштовани сви законски прописи везани за тржиште капитала, али и да огласи буду допадљиви, ефектни и да не буду претрпани информацијама. Огласи би такође требало да садрже упутство о томе где се могу пронаћи комплетне информације о компанији и актуелним дешавањима, као и контакте особа задужених за давање детаљнијих информација представницима инвестиционе или најшире јавности.

Када је реч о материјалима који нису иницирани од стране саме компаније, а није искључена ни могућност да објављени подаци имају негативну конотацију или да буду погрешно интерпретирани. Управо због тога, неопходно је да и представници компаније редовно прате медије, како би били у могућности да благовремено реагују у случају потребе. Новинари се све више специјализују за праћење тржишта капитала и са њима се мора такође остварити дугорочно квалитетан однос.

Часописи и писма намењена акционарима

Часописе и друге писане облике комуникације намењене акционарима компаније дистрибуирају неколико пута годишње, директном поштом или објавом у медијима. Садржај ових саопштења обично су перформансе компаније на тржишту капитала и

најзначајнији догађаји из претходног периода, описани на једноставном језику, пријемчивом за широку непрофесионалну публику. Значајнији пословни подухвати или финансијске трансакције такође могу бити описане акционарима на овај начин, директном комуникацијом, што поспешује поверење између компаније и њених власника.

Понекад су часописи за акционаре обједињени са материјалом, односно часописима, намењеним запосленима. Разлог за ово је двојак: са једне стране, део запослених су и често акционари, а са друге, обе групе имају заједнички интерес – успех компаније.

***Fact sheet* компаније**

Fact sheet компаније је штампани материјал којим се компанија представља јавности. Приликом израде *fact sheet*-а за инвеститоре изузетно је битно имати у виду које су то информације које ову групу интересују ([Guimard, 2013](#)). За разлику од публикације која се дистрибуира јавности или клијентима и која може садржати податке о историјату или производима компаније, *fact sheet* намењен инвеститорима би пре свега требало да пружи информацију од финансијском положају компаније, структури капитала, главним развојним пројектима, менаџменту, итд ([Недељковић, 2010](#)). Иако су фактшитови обично документи чије трајање је планирано на неколико година, с обзиром на то да су подаци у овом документу променљиви, приликом израде *fact sheet*-а би требало повести рачуна о томе је овај материјал потребно периодично иновирати и, у том смислу, поједноставити и снижити трошкове његове израде колико год је могуће. Подаци у *fact sheet*-у морају бити приказани у кратким цртама, а обавезно морају бити укључени и контакт службеника за односе са инвеститорима и адреса интернет презентације ([Недељковић, 2010](#)).

Интерни документи

Иако документи о правилима писане комуникације унутар и изван компаније и упутство за комуникацију са инвеститорима и акционарима нису јавно објављени, њихово постојање унутар компаније може значајно олакшати посао службеника за односе са инвеститорима и гарантовати конзистентност и поштовање правила комуникација компаније од стране других запослених.

Документи о правилима писане комуникације намењени су запосленима, како би се упознали са правилима комуникације и извештавања које јавна акционарска друштва чијим се акцијама тргује на берзи морају да поштују и спречило објављивање инсајдерских или других нејавних информација ([Guimard, 2013](#)). У овим документима дефинишу се: врсте аудиторијума компаније и њихови информациони интереси, представници компаније задужени за комуникацију са одређеним циљним групама публике, правила која треба поштовати приликом комуникације са породицом и пријатељима, колегама, пословним партнерима и медијима, садржај и динамика објаве информација у јавности, дефиниција инсајдерских информација, итд.

Упутства за комуникацију са инвеститорима и акционарима су документи у којима су публиковане дефиниције израза и показатеља које компанија користи у својим извештајима и који се односе на тржиште капитала, права акционара, одговори на најчешће постављана питања инвеститора и аналитичара, појашњења берзанских термина, историјски трендови кретања цена акција компаније и листа особа овлашћених за комуникацију са инвеститорима.

Компаније могу и јавно објавити документе о правилима писане комуникације, како би на тај начин заштитиле своје запослене и олакшале ток тражења информација од стране инвестиционе јавности или новинара.

4.2. Директна комуникација

Значај инструмената директне комуникације са инвестиционом јавношћу скоро је немогуће довољно нагласити. Без обзира на све публиковане материјале, законске обавезе компаније и он лајн облике дистрибуције информација, инвеститори и аналитичари преферирају директне разговоре са представницима компанија, верујући да у оквиру ових догађаја, на основу својих питања или тумачења говора тела говорника, могу добити додатне информације који ће им помоћи да донесу коначну одлуку: купити или продати ([Marston, 2012](#)). У истраживању спроведеном 2011. компаније *BoxIR* из Стокхолма, специјализоване за пружање услуга корпоративних и комуникација са инвеститорима, из 2011. године, састанци са представницима компаније рангирани су на првом месту по значају од стране инвеститора ([Financial Market Survey 2011, Box IR](#)). Такође, [Bushee и Miller, 2012](#), налазе

да и службеници за односе са инвеститорима у америчким компанијама потврђују да директни сусрети са инвеститорима и посредницима повећавају кредибилитет менаџмента и имају највећи утицај на успех ИП стратегије. Менаџмент свих компанија које се озбиљно баве односима са инвеститорима велики део свог времена проводи на инвеститорским конференцијама или другим видовима састанака са инвеститорима ([Laskin, 2009](#)), знајући да се само на тај начин данас може осигурати дугорочна и квалитетна веза са представницима инвестиционе јавности ([Chandler, 2014](#)).

Постоји велики број облика директних сусрета између представника инвеститора и компаније. Они се могу одржавати у месту одакле потиче компанија, месту где се налази берза на којој су листиране акције компаније, великим финансијским центрима (градови у којима постоје берзе или развијено финансијско тржиште), итд. Састанцима може присуствовати већа група или појединачни инвеститори, а сусрети могу имати редовну или ванредну динамику. Директне састанке између компанија и инвеститора могу организовати саме компаније, иницирати инвеститори или аналитичари и инвестициона друштва и банке која прате кретање акција компаније, као и организатори тржишта, берза или држава, као што је то често случај управо на домаћем тржишту капитала.

Директни састанци између представника инвестиционе заједнице и компаније најчешће укључују кратку презентацију пословања, од 15 – 45 минута, и затим време за питања и одговоре. Сви ови састанци укључују добро обучене говорнике, визуелне алате, као и анализирање ставова и интересовања представника инвеститора који се на састанку очекују. Инвестициона заједница је спремнија да позитивно реагује на значајније промене у стратегији компаније уколико је она благовремено директно најављена од стране управе. Да би и компаније имале корист од директних сусрета са представницима инвестиционе заједнице и да би пословање и трендови били представљени на најбољи могући начин, потребно је да састанци буду прилагођени аудиторијуму, да говорници буду самоуверени и да препознају говор тела публике, да разговор буде отворен и динамичан, као и да се накнадно анализирају ефекти и закључци са одржаних састанака и презентација.

У оквиру рада биће поменута већина познатих врста састанака са инвестиционом заједницом, чак и оних које до сада нису присутне на српском тржишту капитала, као и кључни аспекти успешности најзначајнијих облика директне комуникације: скупштина акционара, разговора 1-на-1, роудшоу (*roadshow*) путовања и инвеститорских конференција.

Скупштине акционара

Чак и компаније које се не баве активно пословима односа са инвеститорима имају обавезу да најмање једном годишње одрже скупштине акционара, у оквиру којих менаџмент компаније власницима акција излаже годишње резултате пословања компаније и планове за наредни период. С обзиром на чињеницу да је скупштина акционара орган који доноси и одобрава велики број изузетно битних одлука за предузеће, укључујући ту и избор менаџмента, квалитетни односи са постојећим акционарима су изузетно битни за сваку компанију ([Несљековић, 2010](#)).

Иако законска обавеза, и у највећем броју случајева само конфирмација већ остварених резултата и дефинисаних планова, скупштини акционара се не сме приступити као само формалном догађају. У току скупштине акционара, постојећим акционарима предузећа се пружа могућност да детаљно сазнају све одговоре на питања која их интересују, а истовремено, менаџмент би овај догађај требало да искористи за стицање увида у тренутне ставове и теме које интересују акционаре (*Ibid*). Скупштина представља често једину прилику за већину акционара да се директно сусретну са менаџментом компаније и људима одговорним за њихову инвестицију, а са аспекта компаније једна су од ретких прилика за дијалог са скоро свим власницима компаније.

Приликом припреме скупштине акционара треба имати у виду да је у питању одличан инструмент за промоцију вредности, стратегије и имиџа компаније и укључити исказе о томе у уводни говор менаџера или председника компаније. Такође, службеници за односе са инвеститорима би требало да управу компаније припреме, колико год је могуће, на сва питања која очекују да ће акционари поставити, како представници управе не би били доведени у непријатну ситуацију да немају неки од одговора. Квалитет одговора на акционарска питања показује колико

компанија вреднује своје власнике и колико се припрема за сусрет са њима. Непостојање дискусије на годишњим окупљањима акционара може бити подједнако и добра и лоша вест за управу компаније. Питања акционара могу бити злонамерна или нестручна, компликујући на тај начин могућност менаџмента да саопшти поруке које жели. Пре саме скупштине пожељно је контактирати и већинске акционаре, како би се компанија упознала са њиховим очекивањима и ставовима, да не би дошло до непријатних изненађења на самом догађају.

Када су у питању логистичке припреме за одржавање скупштине акционара, оне могу бити прилично захтевне за компаније чије је власништво веома дисперзовано. Службеници за односе са инвеститорима се у пракси често налазе на ивици између креирања пријатне атмосфере и излагања у сусрет акционарским жељама на годишњим окупљањима и претеривања у томе у комерцијалном и професионалном смислу ([Guimard, 2013](#)).

Пракса показује да се на скупштинама акционара често појављује релативно мали број постојећих акционара, посебно уколико компанија има велики број акција или су акционари махом из других држава ([Недељковић, 2010](#)). Због тога, компаније све чешће иду у правцу одржавања годишњих скупштина путем интернета и омогућавања онлајн дистрибуције докумената за изјашњавање на скупштини акционара и самог гласања. Такође, на развијеним тржиштима капитала постоје агенције које су професионализоване у пружању прокси услуга, тако да је задатак службеника за односе са инвеститорима да одржава квалитетне односе и са овом групом, имајући у виду да они често и дају препоруке акционарима о томе како гласати на скупштини акционара и које одлуке управе усвојити.

С обзиром на чињеницу да је могуће да се на скупштинама акционара саопште неки до тада необјављени подаци, добра пракса препоручује публикување снимка скупштине акционара или извештаја са скупштине, како би и аналитичари и потенцијални инвеститори били упознати са дискутованим темама и најактуелнијим публикованим информацијама. Извештај са скупштине акционара би такође требало да укључи и податке о усвојеним и одбијеним одлукама и, евентуално, број гласова за сваку од предложених одлука. Објављивање извештаја након одржане скупштине

акционара такође је једна од законских обавеза котираних друштава у Републици Србији.

Састанци 1-на-1

Индивидуални састанци (1-2-1, *1 on 1*) између представника компаније и инвеститора или аналитичара остају један од најзначајнијих и најчешће реализованих инструмената комуникације у пракси односа са инвеститорима ([Laskin, 2009](#), [Marston, 2012](#)). Ови састанци представљају непресушан извор информација, како за инвеститоре, тако и за компаније, стога није редак случај да се исти представници компанија и инвестиционе јавности срећу и по неколико пута годишње, чак и када нема конкретних пословних помака или нових финансијских резултата.

Највећи број индивидуалних састанака одржава се или са аналитичарима и брокерима или са представницима великих инвеститора који имају или планирају да купе акције компаније. Индивидуални акционари највероватније неће имати прилику да на овај начин комуницирају са менаџментом компаније или службеницима за односе са инвеститорима.

Једно од првих питања које се поставља приликом организације састанака 1-на-1 јесте који људи из компаније, са којих позиција, ће се састајати са којим представницима инвестиционе јавности. Генерално правило је да се са берзанским посредницима састају службеници за односе са инвеститорима, са аналитичарима и представницима великих инвеститора састају финансијских директори, док се са онима који већ имају иоле значајније учешће у власништву компаније састају председник или извршни директор друштва. Свакако, ова подела није строга, већ је потребно проценити који аналитичари и инвеститори имају или могу имати значајнији утицај на кретање цена акција и који исказују озбиљан интерес за учествовање у власништву компаније, како би се њима обезбедили разговори са извршним директором, председником или финансијским директором компаније. Одлука о томе да ли ће се са неким од фонд менаџера срести финансијски менаџер или службеник за односе са инвеститорима не би требало да зависи од величине фонда којим менаџер управља, већ пре свега од вероватноће и процента акција које овај фонд планира на купу у наредном периоду. Присуство некога са више позиције

у компанији не искључује и обавезно присуство службеника за односе са инвеститорима на сваком од ових састанака, с обзиром на то да они могу пружити евентуална додатна појашњења или спречити менаџмент да случајно објави неку информацију која није јавна. Присуство службеника за односе са инвеститорима на индивидуалним састанцима обезбеђује правилну формулацију најзначајнијих порука и конзистентност дискутованих тема.

Састанци 1-на-1 не морају нужно да садрже целокупну презентацију пословања компаније, с обзиром на то да су присутни аналитичари и инвеститори највероватније већ донекле упознати са претходним пословањем компаније, путем штампаних инструмената комуникације. Њихов циљ на оваквим састанцима је да путем питања и одговора иницирају интеракцију са представницима компаније и питају тачно оно што их интересује. Управо због великог удела који питања инвеститора имају у току разговора, они у највећем броју случајева преферирају да састанци 1-на-1 буду управо то, дакле да се не обједињује већи број инвеститора на једном састанку, како конкуренти не би стекли увид у њихова интересовања и стратегије. Уколико је, са друге стране, физички немогуће посветити довољно времена сваком од заинтересованих инвеститора, могуће је у спојити неколико састанака, али у том случају се строго мора водити рачуна о сличности учесника на страни инвестиционе заједнице и свеједно, обезбедити посебне издвојене састанке за најважније инвеститоре, уколико они инсистирају на томе. Није препоручљиво на истом састанку имати оне који већ поседују акције компаније и оне који тек разматрају прву куповину и желе да се упознају са свим аспектима пословања по први пут. Аналитичаре најчешће интересују перспективе развоја компаније и њени стратегијски и финансијски планови, у контексту гране у којој компанија послује и у односу на конкуренцију, док ће велики инвеститори, власници акција, често бити заинтересованији за објашњење конкретних одлука менаџмента које су утицале или могу утицати на вредност акција или финансијску позицију компаније.

Припреме за разговоре са инвеститорима подразумевају и симулацију оваквих разговора унутар компаније, како би менаџмент био спреман на потенцијално непријатна питања. Додатни квалитет службеника за односе са инвеститорима представља управо њихова способност да унапред процене могућа тешка питања за

менаџмент и припреме на њих одговоре који ће убедити представнике инвестиционе јавности у „причу“ компаније.

Индивидуалне састанке са инвеститорима за компанију може организовати и брокер, односно аналитичар који сарађује са компанијом или их могу иницирати инвеститори или сама компанија. Није препоручљиво ослонити се само на састанке које у склопу својих догађаја организују брокери и велики фондови, с обзиром на то да на таквим догађајима инвеститори компанију упознају заједно са конкуренцијом и имају само ограничено време и пажњу коју могу посветити појединачном предузећу. Неопходно да и компанија, на основу свог претходног истраживања и интереса, сама иницира сусрете и представља се инвеститорима које жели да има на свом списку акционара.

Приликом организације индивидуалних састанака потребно је изаћи у сусрет и захтевима инвеститора, али и обавезама менаџмента и обавезама према тржишту. У корпоративним календарима великих компанија постоје „периоди ћутања“, који непосредно претходе објави периодичних резултата, када се не заказују никакве презентације нити индивидуални састанци, како би се на тај начин спречило да поједини инвеститори добију податке пре остатка јавности. Регуларност одржавања састанака 1-на-1 са већ познатим инвеститорима је један од кључних фактора успешних односа са инвеститорима, који на тај начин добијају потврду да су представници компаније увек спремни да одговарају на њихова питања и дају им додатна тумачења.

Приликом индивидуалних разговора са инвеститорима посебан акценат се ставља на могуће саопштавање инсајдерских информација које могу утицати на цену хартија од вредности. Чак и избегавање одговора, климање главом или друге фацијалне експресије представника компаније могу представљати опасност да је дошло до објаве ценовно сензитивних информација ([Stubenrath, 2002](#)). Начин интерпретације појединих резултата, њихово наглашавање током састанака и презентација, у односу на непристрасан начин на који су приказани у штампаним извештајима, такође може омогућити стављање одређених инвеститора у повољнији положај или се, са друге стране, тумачити као довођење аудиторијума у заблуду ([Недељковић, 2010](#)).

Многи чланови управе и службеници за односе са инвеститорима су нервозни пре одржавања разговора 1-на-1 и првог сусрета са појединим инвеститорима, стога је препоручљиво да се особе, за које се очекује да ће у будућности представљати компанију на овим састанцима, упознају са инвеститорима када су ту већ присутне искусније колеге. Треба имати у виду да, чак и непријатни разговори могу донети значајне информације за компанију и понудити другачији стратегијски аспект размишљања од оног који се гаји унутар предузећа. Најзначајнија питања на које компанија може потражити одговоре у току индивидуалних састанака јесу питања о томе шта је натерало акционаре да постану власници акција или шта би натерало оне који још нису акционари компаније да се одлуче за инвестирање. У реализацији разговора 1-на-1 битно је да се оствари разумевање између представника компаније и инвеститора, тако да менаџмент схвати који су разлози постављања специфичних питања.

Након одржаних индивидуалних састанака обавезно је накнадно доставити одговоре на питања на које тим компаније није могао да одговори у току самог састанка, као и још једном проверити са инвеститорима да ли су били задовољни одржаним састанком и какве коментаре или препоруке имају за наредни сличан сусрет.

Роудшоу (*roadshow*)

Термин *roadshow* настао је као алузија на догађаје налик циркусним представама са почетка XX века, у којима су власници путовали америчким градовима најчешће приказујући дресиране коње и псе - „*dog and pony show*“ ([Laskin, 2009](#)). Првобитно коришћење овог термина углавном је укључивало путовање представника компаније у велике финансијске центре, који су могли трајати и по неколико недеља и укључивали неколико градова, док се данас овај термин углавном користи за све облике сусрета који подразумевају путовање менаџера са циљем да се сусретну са представницима инвестиционе заједнице. Роудшоу путовања могу бити изузетно напорна, али ипак корисна за компаније, с обзиром на то да им се на тај начин пружа могућност да у кратком року упознају велики број потенцијалних инвеститора, за шта би, у другим околностима, биле потребне недеље или чак месеци.

Данас се роудшоу догађаји најгрубље могу класификовати у две групе. Са једне стране, ту су тзв. *deal roadshows*, путовања које компаније предузимају у случајевима када први пут излазе на берзу или имају нову емисију акција поводом повећања капитала, када је циљ да се представљањем инвеститорима створи широка база нових потенцијалних купаца хартија од вредности. Овакве догађаје често организују продајни тимови покровитеља емисија хартија од вредности. *Non-deal roadshows*, са друге стране, често трају нешто краће, по неколико дана, и компаније их користе за представљање финансијских резултата, стратегије или планова у местима где постоји већи број инвеститора и аналитичара који су интересантни за саму компанију.

Финансијски исплативија и логистички једноставнија опција за компанију може бити одлазак на роудшоу у организацији неког од посредника или покровитеља емисије. Са друге стране, могуће је да ће инвеститори и велики акционари бити расположенији за сусрете који се одвијају без посредника и иницирани су од стране саме компаније. За потребе организације роудшоуа у иностранству могу се користити и специјализоване ИР консултантске агенције. Уколико је организатор роудшоуа брокер или банка компаније би посебно требало да обрате пажњу на профил инвеститора који ће бити позвани на презентације или индивидуалне састанке. Посредници понекад преферирају спекулативне клијенте или хец фондове, због њиховог већег потенцијала за активним трговањем, што иде на уштрб времена које компаније могу посветити дугорочним инвеститорима. У том смислу, службеници за односе са инвеститорима у компанији би требало да инсистирају на добијању листе потенцијалних саговорника на оваквим догађајима унапред, са подацима о њиховом портфолију, учешћу у власништву сличних компанија, као и да се о предложеној листи клијената распитају путем расположивих база података о акционарима и посредницима на одређеном тржишту капитала. У интересу компаније може бити да исте градове посети више пута у организацији различитих брокера или банака, с обзиром на то да се на тај начин може упознати са различитим инвеститорима.

У зависности од типа роудшоу догађаја и његовог значаја за компанију, овим догађајима најчешће ће, поред службеника за односе са инвеститорима присуствовати и председник компаније, извршни директор, као и неко од извршних сарадника, који ће помагати службенику за односе се инвеститорима, уколико је потребно. Уколико се роудшоу организује поводом представљања неког новог

производа или развојног пројекта, тиму компаније највероватније ће се придружити неко од одговорних особа из сектора производње, маркетинга или службе развоја, док ће, уколико се презентације инвеститорима организују поводом (пријатељског) преузимања неке друге компаније, на овим путовањима најчешће присуствовати и неко из управе компаније која је мета преузимања. Сваког од учесника роудшоуа службеник за инвеститоре мора припремити на то које су информације дозвољене за објаву, а које имају третман поверљивих информација и ускладити наступ свих представника компаније пред инвестиционом јавношћу. Такође, менаџери би требало од стране службеника за односе са инвеститорима да добију и информације о томе са ким ће се на путовању сусрести, предзнању инвеститора о компанији и њиховим интересовањима, преференцијама и инвестиционим стратегијама.

У пракси роудшоу путовања представљају комбинацију друга два инструмента директне комуникације - презентација за инвеститоре и индивидуалних састанака. Приликом планирања термина за роудшоу компанија би требало да обрати пажњу да се њен догађај не поклапа са терминима других конференција за инвеститоре, с обзиром на то да у том случају постоји бојазан да инвеститори неће бити у прилици да присуствују свим најављеним догађајима ([Недељковић, 2010](#)). Највећи број роудшоу презентација обавља се након објављивања годишњих резултата компанија. Уколико компанија нема нове, кључне информације које треба да образложи инвеститорима роудшоу ће представљати само непотребан трошак, који је могао бити избегнут конференцијским позивом, објављивањем видео записа презентације или публиковањем саопштења за јавност.

Иако немали број компанија превиђа значај логистичке подршке роудшоу, ово такође представља проблем о којем је потребно повести рачуна, посебно за оне који први пут наступају на оваквој врсти догађаја (*Ibid*). За успешну организацију роудшоуа потребно је обезбедити детаљну сатницу догађаја, посебно уколико се очекује велики број клијената. Планирање роудшоуа може почети и неколико месеци раније, с обзиром на то да инвеститори често имају испланиран свој календар месецима унапред, а посебно их је тешко резервисати у време законских термина за објаву годишњих резултата компанија. Препорука је да датуми роудшоу или других инвеститорских конференција буду планирани по шест месеци унапред, док је најављивање инвеститорима и аналитичарима месец дана пре догађаја, тзв. „*save the date*“,

неопходна како би датум догађаја био забележен у календарима заинтересованих учесника, чак и уколико нису прецизирани сви други детаљи. Уколико се у једном граду одржава више састанака, у планирање би требало да буду укључене чак и калкулације гужви у саобраћају, како би се на све састанке стигло у планирано време. Између састанака је потребно оставити одговарајуће време за паузу, не само за одмор, већ и за међусобну дискусију о претходно одржаним састанцима са инвеститорима. Превелики број састанака са инвеститорима у једном дану може уморити представнике компаније, тако да они више не буду у стању да ефикасно пренесу поруку коју желе. Због тога се сматра да је пет до шест индивидуалних састанака или презентација у једном дану оптималан број и да је за све преко тога препоручљиво путовање продужити за један или више дана. Уколико је број инвеститора који могу да присуствују састанцима ограничен, унапред је потребно најавити да се термини заказују према времену пријаве од стране инвеститора.

Планирање роудшоу догађаја у иностранству понекад укључује и истраживање страних тржишта, покривености компаније у локалним медијима, али и културолошких разлика између тржишта. Препоручује се и припрема материјала или барем основних финансијских показатеља у локалној валути и на локалном језику.

Организација саме презентације компаније подразумева претходне припреме и увежбавање од стране говорника, поштовање временских оквира и усклађивање планираног говора са израђеном презентацијом, као и претходни договор о томе ко из менаџмент тима ће одговарати на која постављена питања. Приликом дела за питања и одговоре, уколико је присутан већи број слушаца, може бити неопходно лимитирање сваког од учесника на највише два или више питања, како би сви заинтересовани стигли да се информишу о ономе што их интересује. Дискусија никада не би требало нагло да буде прекинута, услед недостатка времена или из било ког другог разлога, већ је увек потребно да службеник за односе са инвеститорима заокружи презентацију истицањем најзначајнијих порука које компанија има да саопшти.

Након учешћа на роудшоу службеници за односе са инвеститорима би требало да обезбеде повратне информације о утисцима инвеститора и о томе које поруке су најбоље разумели и шта они препознају као мане, слабости, ризике или

потенцијалне шансе за компанију. Такође, инвеститоре би требало анкетирати и о томе колико су задовољни квалитетом комуникације који су остварили са појединачним представницима менаџмента и тима за односе са инвеститорима. Једна од кључних информација коју компанија може добити од инвеститора након оваквог догађаја јесте да ли су одржане презентације и разговори подстакли инвеститоре на куповину или евентуалну продају хартија од вредности компаније. Иако се скоро подразумева, део службеника за односе са инвеститорима понекад заборави да ажурира базу контаката након упознавања нових инвеститора, што може довести до губљења потенцијалних клијената или непријатних ситуација приликом наредних сусрета.

Након одржаних роудшоу презентација или састанака препоручује се да компанија на својој интернет презентацији или путем неког другог медија објави снимак или транскрипте презентације и друге евентуалне податке за које може да постоји бојазан да су случајно објављени, а да претходно нису дистрибуирани званичним каналима дистрибуције информација. Поред заштите од објаве материјалних информација компаније на овај начин обезбеђују и покривеност од стране оног дела инвестиционе заједнице који није имао могућност да физички присуствује наведеном догађају.

Инвеститорске конференције

За разлику од роудшоу догађаја на којима се компаније представљају појединачно, инвеститорске конференције представљају догађаје на којима се, најчешће у организацији неког од посредника или великих инвестиционих банака, симултано одржавају разговори или презентације већег броја компанија. Тиме се обезбеђује и већа мотивисаност инвеститора да присуствују оваквим догађајима, с обзиром на то да имају прилику да у ограниченом временском периоду упознају више издавалаца хартија од вредности.

Инвеститорске конференције могу бити организоване према сличности компанија, било да је у питању њихова територијална повезаност, као што је најчешће случај на српском и другим тржиштима капитала у региону, или на основу истог или сличног сектора у ком компаније послују, величине, итд.

Пре пристанка на учешће на некој од инвеститорских конференција службеници за односе са инвеститорима би требало да анализирају да ли ће ангажман менаџмента донети одговарајуће користи за компанију. Као и за друге, сличне директне инструменте комуникације потребно је анализирати профил инвеститора који долазе и у том смислу одредити да ли је неопходно да компанију представља неко из вишег менаџмента или су довољни и само службеници за односе са инвеститорима и евентуално финансијски директор.

Инвеститорске конференције се додатно могу искористити и за анализу квалитета презентација и наступа других, конкурентских акционарских друштава и њихових тимова за односе са инвеститорима и изналагање нових идеја за унапређење сопствене праксе ИР-а.

Акционарска друштва чијим се акцијама тргује на Београдској берзи до сада су у највећем броју имала прилику да се са инвеститорима из иностранства упознају управо на оваквим догађајима, у организацији берзи у региону, *Raiffeisen Centrobank* и *Erste Group* из Аустрије, компаније *Wood & Company* из Чешке и бројних међународних берзанских удружења, као што су *FESE* и *FEAS*.

Директни сусрети између инвеститора и компаније могу имати и друге појавне облике и називе, међу којима су на енглеском језику најпознатији: *analyst and investor days*, *capital market days*, *open days*, итд. Суштина свих оваквих догађаја јесте директан контакт са представницима инвестиционе заједнице и „ослушкивање“ њихових ставова према компанији. Битно је да компаније, пре одлуке да учествују на оваквим догађајима одлуче о томе који је њихов интерес и шта желе да постигну, као и какве поруке желе да пренесу присутним аналитичарима и инвеститорима. Поред питања која имају инвеститори представници компаније требало би да буду у стању да ток разговора наведу и на теме за које сматрају да су битне за позицију компаније на тржишту капитала, а које, са друге стране, нису на одговарајући начин препознате од стране инвеститора. Инвеститори често посећују фабрике и погоне компанија, приликом чега би запослени и менаџери, за које се очекује да ће се том приликом сусрести са инвеститорима, требало да буду информисани о томе које информације је дозвољено саопштавати инвеститорима у току посете. Роудшоу и инвеститорске конференције често су корисније инвеститорима уколико у оквиру ових догађаја

имају могућност да се упознају са новим компанијама или компанијама из иностранства, док се за састанке са добро познатим компанијама чешће опредељују за директну посету компанији, у време када сами инвеститори иницирају овај сусрет.

Пракса показује да велике светске компаније годишње одржавају у просеку по 10 заједничких састанака – презентација намењених инвеститорима које саме организују, док мање компаније најчешће имају око два заједничка састанка годишње са инвеститорима, често у организацији брокера или других институција на тржишту капитала.

У логистичком смислу, компанија би такође требало да посвети пажњу и на брендирање простора у ком се одржавају инвеститорске конференције и други слични догађаји. Иако само пратећа активност, визуелни идентитет компаније много говори о њеним квалитетима и циљевима. Под визуелним идентитетом се подразумева, поред брендирања самог простора, и израда одговарајућих штампаних материјала.

Конференцијски позиви

Као још једна од опција директне комуникације са инвеститорима нуде се и конференцијски позиви, где се путем телефонских линија већем броју инвеститора омогућава да у реалном времену разговарају са менаџментом или службеником за односе са инвеститорима (*Ibid*). Конференцијске позиве обично иницира компанија, најчешће након објављивања периодичних резултата или приликом саопштавања других актуелних новости, али и у случају евентуалних незгода, ванредних ситуација или криза у компанији. На тај начин обезбеђује се брзо реаговање од стране компаније, чак и пре него што је могуће заказати састанак или презентацију. Након представљања резултата или вести од стране представника компаније, у току конференцијског позива, остали учесници су најчешће позвани да постављају питања и траже додатна објашњења.

У организационом смислу конференцијски позиви могу бити прилично захтевни за службенике за односе са инвеститорима. Са компанијом која је ангажована за потребе организације ових позива потребно је проверити све техничке и друге детаље и евентуално обезбедити резервне линије за комуникацију или додатне слушалице,

микрофоне, итд. Као и приликом других облика презентација неопходан је претходни договор у вези са темама којих ће се представници компаније дотаћи у оквиру свог излагања, као и увежбавање, како инвеститори не би стекли утисак да је у питању импровизација од стране представника компаније. Најаву конференцијског позива потребно је објавити у медијима и на интернет презентацији компаније, заједно са бројем телефона који је потребно да инвеститори и аналитичари позову како би учествовали на овом разговору. Уколико су у питању мултинационалне компаније планирано време одржавања конференцијског позива требало би да буде усклађено и са другим временским зонама из којих долазе значајни инвеститори за компанију.

Развојем интернета конференцијски позиви су првобитно комбиновани са објављивањем пратећих штампаних материјала на интернету и обављањем самих позива путем технологија које се заснивају на интернету ([Marston, 2012](#)), да би развој социјалних медија и подкастова скоро у потпуности минимизирао ову праксу, пре свега због знатно нижих трошкова, који су, са друге стране, до недавно, управо били један од главних аргумената за коришћење конференцијских позива у комуницирању са инвестиционом заједницом у односу на класичне презентације и састанке ([Недељковић, 2010](#)). Када је реч о предностима које се односе на спровођење конференцијских позива путем интернета у њих се пре свега убрајају могућност да се разговори сниме и накнадно буду доступни већем броју слушалаца, као и видљивост локације и институције из које долази упит, чиме се службенику за односе са инвеститорима омогућава да предност да значајнијим инвеститорима или онима од којих очекује да ће поставити питања која на бољи начин промовишу инвестициону причу компаније.

Поред конференцијских позива, намењених већем броју инвеститора истовремено, значајан број аналитичара и инвеститора определиће се и да индивидуално контактирају компанију, путем телефона, на тај начин избегавајући откривање својих питања конкуренцији. У време објаве периодичних резултата и други запослени, поред службеника за односе са инвеститорима, треба да буду упознати са чињеницом да може доћи до повећаног броја телефонских позива од стране инвеститора и припремљени на могућа питања. Као и код других инструмената директне комуникације са инвеститорима и приликом индивидуалних телефонских разговора

препоручује се тражење додатних информација од инвеститора, о њиховим мотивима интересовања и/или улагања, као и евидентирање дискутованих тема.

Конференције за штампу

Иако не строго обавеза службеника за односе са инвеститорима, конференције за штампу представљају један од инструмената обраћања финансијској јавности ([Laskin, 2009](#)). Објава периодичних резултата пословања често може бити обједињена од стране компаније као презентација за инвеститоре и новинаре, или се ови догађаји могу одигравати један за другим, посебно када су компаније у обавези да финансијске извештаје објаве у складу са законском регулативом. С обзиром на то да службеници за односе са инвеститорима најчешће немају директне контакте новинара који прате пословање компаније или гране у којој компанија послује, за организацију конференције за штампу посебно је битна сарадња између одељења за односе са инвеститорима и одељења за односе са јавношћу компаније. Додатна сарадња између ова два одељења остварује се и у усклађивању материјала који ће бити публиковани инвеститорској и медијској заједници, кључних порука и дизајна материјала.

Када је реч о термину заказивања конференције за штампу, посебно уколико се планира објава информација које могу утицати на цену хартија од вредности на тржишту, сугестија је да се то учини ван времена трговања на берзи, како би тржиште имало времена да се припреми и реагује на информацију до наредног трговачког дана ([Недељковић, 2010](#)).

Сарадња између ПР и ИР одељења компаније посебно долази до изражаја у време кризне комуникације. Са једне стране, службеници за односе са инвеститорима често имају ближу сарадњу са менаџментом компаније и боље знају како ће стручна јавност реаговати на објаве или коментаре компаније након настајања кризе, док стручњаци за односе са медијима имају знање, искуство и контакте да најзначајније вести и поруке брзо пласирају у најширу јавност. Заједнички посао службеника за односе са инвеститорима и јавношћу, као и менаџмента и свих запослених у компанији, у доба кризе, је, да путем публиковања истинитих и информација које се не могу оспорити, сачувају и кредибилитет, репутацију и поверење у компанију.

Приликом директних неформалних разговора са медијима такође се мора водити рачуна о томе да се не објаве нејавне информације нити да се новинар доведе у повлашћену позицију у односу на друге учеснике на тржишту.

4.3. Инструменти за односе са инвеститорима путем интернета

Након што је интернет презентација предузећа постала инструмент за статичко представљање пословања и производа компаније намењена пре свега клијентима и корисницима услуга компаније, уочене су додатне могућности које свет интернета отвара у приступу компаније свим интересним групама, укључујући ту и инвеститоре. Поред представљања производа и услуга, историјата компаније или мреже продавница, све више предузећа на својим интернет презентацијама и другим интернет сервисима има посебне делове намењене појединим групама корисника, као што су медији, добављачи, државне институције или инвеститори. На тај начин, све предности прилагођеног обраћања јавности, комуникације 1:1 и мултимедијалних инструмената који су на интернету доступни могу се користити и у комуникацији акционарских предузећа са инвеститорима, у циљу повећавања цене и ликвидности хартија од вредности и унапређења дугорочних односа са инвеститорима (*Ibid*). Додатно, интернет инструменти омогућавају службеницима за односе са инвеститорима да проактивније приступе процесу комуникације са инвестиционом јавношћу, што представља један од основних захтева унапређења практичног аспекта ових послова ([Laskin, 2009](#)).

Претходна истраживања показују и да све већи број инвеститора информације које их интересују тражи путем *Google* претраживача ([Drake и др, 2012](#); [Da, Engelberg и Gao, 2011](#)), као и да перформансе компанија дискутују на интернет форумима и дискусионим групама ([Antweiler и Frank 2004](#), [Lerman 2011](#)). Интернет је постао користан медиј за дистрибуцију информација инвеститорима и све више компанијских интернет презентација има део посвећен инвестиционој јавности ([Bollen, Hassink и Божић, 2006](#)).

Интернет се од стране компанија користи како би се на једном месту објединиле све битне информације за инвеститоре, које су претходно биле доступне само мањем броју аналитичара и оних који прате специјализоване финансијске сервисе.

Објављивање финансијских извештаја, података о кретању цене акција или саопштења за јавност представљају основу наступа компаније на интернету. Поред тога, интернет омогућава и директан контакт са инвеститорима путем *e-mail*-а, мејлинг листа или *web cast* конференција, као и дистрибуцију података о компанији на различитим финансијским сервисима, а све чешће и на страницама социјалних медија ([Недељковић, 2010](#)).

[Xiao, Jones и Lymer, 2005](#), истичу предности интернета у односу на традиционалне облике финансијског извештавања у погледу могућности његовог интегрисања са другим видовима комуникације, омогућавања извештавања у реалном времену, могућности коришћења једносмерне, двосмерне и вишесмерне комуникације, могућности чувања историјских записа, као и локалну, националну и глобалну доступност. Бројни аутори пре тога истичу предности интернета као динамичног и трошковно и временски ефикасног инструмента комуникације са инвеститорима ([Hedlin, 1999](#); [Cormier и Magnan, 2004](#); [Ettredge и др, 2005](#)).

Поједини менаџери и стручњаци за односе са инвеститорима истичу и негативне стране комуникације са инвеститорима путем интернета. У том смислу, представници компанија ће пре свега нагласити превелику отвореност јавности, бојазан да се нетачне информације или гласине шире без контроле од стране компаније али и чињеницу да негативни подаци могу да се представе на више сензационалан начин него што је то био случај са традиционалним медијима. До пре неколико година, чак и финансијски скандали остајали су у домену уског круга аналитичара, док су, развојем интернета и бржим протоком информација, ове теме постале централне скоро за све грађане свугде у свету. Само постојање огромног броја података на интернету, инвеститоре може довести и у стање пренатрпаности информацијама, међу којима је мали број оних које се могу корисно употребити.

Интернет презентација

Интернет презентација компаније представља основни инструмент комуникације са јавношћу путем интернета. [Chang и др, 2008](#), налазе да компаније са већим степеном објављивања информација за инвеститоре путем својих интернет страница имају мању информациону асиметрију, посебно у време неизвесних периода на тржишту.

Интернет презентација компаније може садржати практично неограничену количину података, како историјских, тако и оних који се постављају у реалном времену ([Недељковић, 2010](#)). На тај начин, са аспекта компаније, поред објављивања додатних информација, интернет презентација значајно снижава трошкове штампања годишњих и периодичних извештаја ([Adams и Frost, 2006](#)), као и временски ангажман службеника за односе са инвеститорима. Поврх свега, интернет презентација компаније се може користити и за додатно подизање сопственог имиџа, кроз самостално креирање целокупног дизајна којим се компанија представља и презентовање информација на начин који највише одговара самој компанији. Америчка Комисија за хартије од вредности је 2008. године издала упутство којег јавна акционарска друштва на територији САД треба да се придржавају приликом креирања своје интернет презентације, како би иста била легитиман извор информација за инвеститора ([SEC Provides Guidance to Open Up Use of Corporate Web Sites for Disclosures to Investors, SEC](#)). Такође, српски Закон о тржишту капитала прописује да су јавна друштва у обавези да све прописане податке објаве и на својој интернет презентацији.

У смислу практичних савета, службеницима за односе са инвеститорима који учествују у креирању ИР или других извештајних интернет страница компаније саветује се разбијање великих блокова текста у неколико страница, с обзиром на то да ће корисници врло често одустати од читања преобимног садржаја на монитору. Иако се понекад чини да је захтев за једноставношћу и лако прегледношћу интернет страница пречесто понављан од стране стручњака, пракса показује да ово није увек испоштовано и да су интернет странице често јако компликоване за сналажење и читање ([Недељковић, 2010](#)).

Дизајн интернет страница представља још један од изазова са којима се сусрећу службеници за односе са инвеститорима. Иако је то највероватније посао службе маркетинга или спољних дизајнера, службеници за односе са инвеститорима највероватније ће бити консултовани приликом дефинисања изгледа страница намењених инвестиционој заједници. У том смислу, препоручује се коришћење једноставног дизајна, који је лако могуће мењати, у складу са новим трендовима, као и законским обавезама. Велики број информација намењених за инвеститоре требало би да има јасно назначено време публикаовања. Невербална комуникација путем

интернет презентације манифестује се кроз прегледност, једноставност навигације и логичан след публикованих информација. Такође, потребно је размотрити и могућности коришћења објављених података од стране особа са посебним потребама (увешавање текста, аудио записи), као и страних инвеститора, што се обезбеђује вишејезичним садржајем, али и објављивањем курсних листа, по потреби.

Интернет презентација омогућава коришћење покретних слика, мултимедијалних алата, јефтину промену дизајна или боја, што није случај са штампаним медијима. Ово уједно представља и могућност, али и опасност да се упадне у превелико шаренило или пречесто мењање садржаја, што може негативно утицати на утисак који сајт оставља на корисника. Битно је да централно место на интернет презентацији има информација, а не дизајн или слика. Дизајн треба да допринесе објављеним подацима, а не да их засени (*Ibid*). Технологија која се користи би требало да дода вредност објављеним информацијама, а не да се користи сама ради себе.

Једноставно објављивање постојећег годишњег извештаја у *PDF* формату на интернет презентацију предузећа није оно што инвеститори траже. Аналитичар коме је потребно да из годишњег извештаја преузме само један цифарски податак, неће бити задовољан уколико буде морао да са интернета *download*-ује документ од неколико десетина мегабајта, а да га затим детаљно прегледа како би нашао тражени податак (*Ibid*). Стога је у интересу компаније да на својој интернет презентацији има инструменте који олакшавају сналажење корисницима, као што су прикази *PDF* страница, претрага садржаја, приказ на мобилним уређајима, итд. Мапа интернет презентације такође знатно олакшава проналажење жељених информација од стране посетиоца који долази први пут, а интерактивни графикони дају додатну вредност и издавају компанију на тржишту капитала.

Када је реч о садржају објављеном на интернет презентацији компаније најзначајније је да све информације буду јасне, недвосмислене, правовремене и релевантне за потребе садашњих и потенцијалних инвеститора, како приватних тако и професионалних (*Ibid*). Ипак, поред тачности и правовремености, америчка Комисија за хартије од вредности у свом упутству за јавна акционарска друштва јасно прописује који још услови треба да буду испуњени да би интернет презентација

представљала и званичан инструмент информисања инвестиционе јавности. Пре свега, компаније би у оквиру свих својих штампаних материјала и материјала за јавност требало да публикују адресу интернет презентације на којој се објављују битне информације, како би на тај начин сви инвеститори и потенцијални инвеститори били упознати са тим где и када могу да пронађу жељене информације. Интернет презентација компаније мора бити дизајнирана на начин да „логично“ наводи инвеститоре на тражене податке, односно, подаци морају бити објављени на оним страницама на којима већина корисника очекује да ће их пронаћи и које се рутински користе у ту сврху. Овај захтев најквалитетније се испуњава креирањем посебних страница намењених инвеститорима. Такође, компаније се мотивишу да на својим интернет страницама користе тзв. „push“ технологију, којом се омогућава да се објављене информације аутоматски прикажу на уређајима корисника, без обзира на то да ли они редовно приступају сајту компаније. Отворена акционарска друштва би на својим интернет страницама корисницима требало да омогуће да се претплате на мејлинг листе, али и да, путем објављивања директних контаката службеника за односе са инвеститорима и других одговорних лица, мотивишу двосмерну комуникацију између компаније и представника инвестиционе јавности.

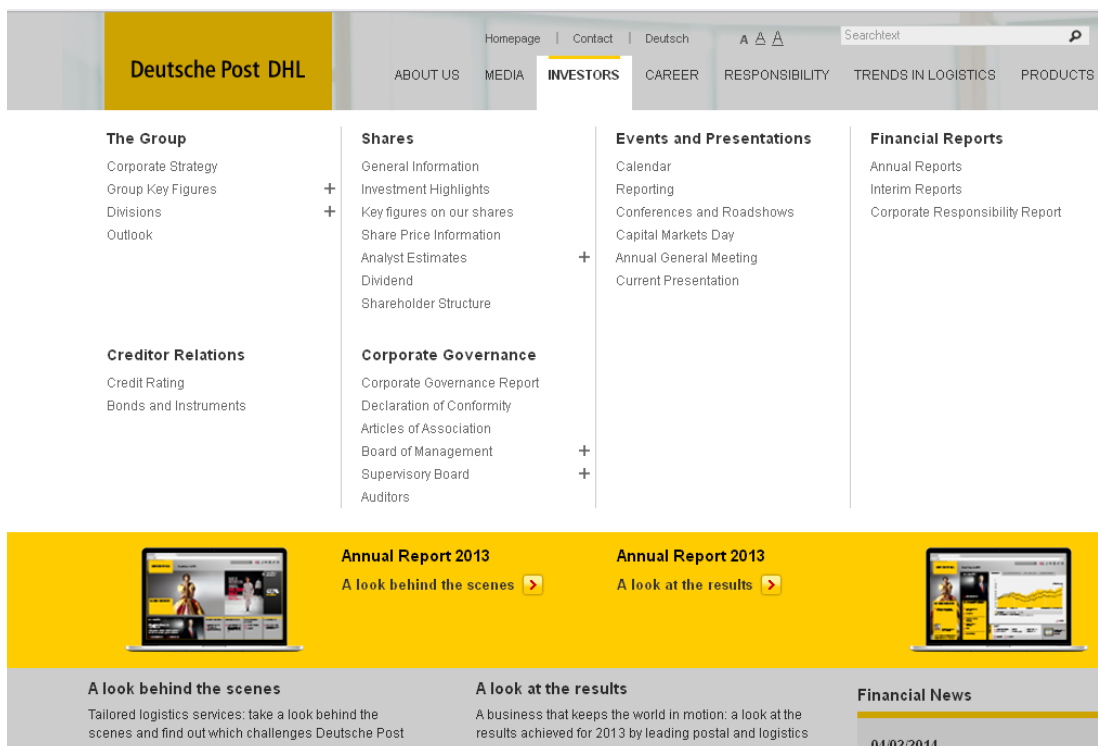
Пракса показује да интернет странице компанија које посвећују значајну пажњу односима са инвеститорима најчешће садрже линк на део намењен инвеститорима одмах на насловној страници. Такође, подаци о тренутној цени акција, актуелним вестима или извештајима које могу бити интересантне аналитичарима и инвеститорима често су додатно издвојене на насловној страници интернет презентације. На страницама „О нама“ компаније најчешће приказују поруке менаџмента, биографије менаџера, стратегију и планове за будућност, као и историјат и организацију компаније, врсте производа и тржишта, итд. Иако ове странице нису намењене искључиво представницима инвестиционе заједнице, инвеститори и аналитичари ће сигурно користити и ове податке у процесу оцењивања и избора компанија у чије ће акције и друге хартије од вредности улагати своја средства.

ИР секција интернет презентације је први пут забележена 2004. године, као револуционарни помак и врхунска пракса у том тренутку, да би данас, само 10 година касније, то постао један од основних захтева према компанијама које су окренуте

инвестиционој јавности. Овај део интернет презентације би требало, и најчешће у пракси и обухвата, појединачне странице које обухватају следеће податке:

- Перформансе компаније на тржишту капитала – основни подаци у вези са хартијама од вредности које су котиране на организованом тржишту, проспекти, линк на берзански информатор, последња цена и обим трговања, историјски графикони и табеле, показатељи тржишне вредности, информације о дивиденди, извештаји аналитичара, итд. Највећи део тржишних информација данас се аутоматски ажурира, а службеници за односе са инвеститорима би требало да повремено проверавају објављене податке и иновирају странице у складу са новим расположивим информацијама.
- Финансијске показатеље и извештаје, који би требало да буду исцрпни, доступни у различитим форматима и требало би да постоји могућност да се ови подаци аутоматски преузму у табеле и базе података које користе инвеститори. Такође, странице са финансијским подацима требало би да садрже и појашњења коришћених методологија, евентуалне напомене, као и архиву старијих података, најмање у складу са законским захтевима. Кључни финансијски показатељи такође се могу приказати путем графикана или трендова.
- Корпоративни календар, који обухвата најаве датума када ће компанија објавити неки периодичних од извештаја, у складу са својим законским обавезама, одржати скупштину акционара, учествовати на неким значајнијим инвеститорским конференцијама или организовати роудшоу. Чак и уколико сви датуми нису чврсто дефинисани корпоративни календар би требало да покрива период текуће и наредне године, са могућношћу да се у будућности додатно коригује. У оквиру корпоративног календара објављују се и тзв. „периоди ћутања“, који обично претходе објави годишњих резултата. Странице корпоративног календара неопходно је редовно ажурирати.
- Извештаје, саопштења за јавност и друге документе, који би требало да буду сортирани према датуму објаве, са евентуалном могућношћу претраге или класификовањем према области на коју се односе. У оквиру ове странице практично се публикују сви документи који представљају законску обавезу

- компанија, а нису финансијски извештаји, као и видео записи са одржаних презентација, *PPT* презентације за инвеститоре, итд, уколико су расположиви.
- Информације намењене акционарима, као што су информације о заказаним скупштинама акционара, документи за скупштину, информације о гласачким правима и прокси гласању, извештаји о одржаним претходним скупштинама, итд. Уколико је могуће гласање путем интернета приступ и регистрација акционара би требало да буду омогућени управо путем ових страница. Такође, на овим страницама могу бити објављене и информације о структури акционара и главним акционарима, евентуалне понуде за преференцијални откуп акција од стране постојећих акционара, конверзију акција, итд.
 - Информације намењене кредиторима и власницима обвезница, које укључују и рејтинг обвезница, списак емисија дужничких хартија од вредности и њихове главне карактеристике, проспекте и контакт информације за инвеститоре у дужничке хартије од вредности, уколико су различити од оних за инвеститоре у акције.
 - Извештај о корпоративној одговорности и одрживом развоју, у оквиру ког се детаљно описује структура управљања компанијом, овлашћења менаџмента, биографије топ и извршних менаџера, ток одлучивања унутар компаније, однос компаније према широј друштвеној заједници и природном окружењу, однос према мањинским заједницама, политика недискриминисања, управљање ризиком, итд. Кодекс корпоративног управљања компаније или друга пратећа документа која се односе на неку од наведених тема такође би требало да буду објављени унутар ових страница интернет презентације.
 - Најчешће постављана питања и речник за инвеститоре, који могу бити класификовани према темама, чиме се значајно смањује потенцијални ангажман службеника за ИР на одговарање на питања која су већ претходно поставили други инвеститори и аналитичари.
 - Имена и контакти службеника којима се акционари, аналитичари и инвеститори могу обратити, посебно уколико су у питању различите особе у компанији. Овим се обезбеђује знатно боља слика компаније него уколико се запослени на овим пословима „крију“ иза контакт формулара или општих контакта сектора. На овим страницама такође могу се навести и контакти за банке, дејта вендоре, итд.



Слика 1. Насловна страница дела намењеног инвеститорима интернет презентације

Deutsche Post DHL ([Investor Relations](#), [Deutsche Post DHL Group](#))

Интернет презентација компаније *Deutsche Post DHL* освојила је прву награду за 2013. годину за најбоље странице намењене инвеститорима додељену од стране *IR Global Rankings*, најпрестижнијег система за оцену квалитета интернет презентација компанија на светском нивоу. Странице ове компаније намењене инвеститорима обухватају практично све наведене податке, као и бројне додатне линкове на странице социјалних медија, објављене интервјуе менаџмента, информације о берзама на којима се овим акцијама тргује, могућност да све странице буду прочитане у аудио формату, итд.

Награду за највећи напредак у области ИР страница за 2013. годину, са друге стране, добила је бразилска компанија *AMBEV*, која је, за разлику од немачке компаније приступила нешто лежернијем облику извештавања, али подједнако информативном и актуелном.



Слика 2. Насловна страница интернет презентације [AMBEV](http://www.ambev.com.br/investidores)

Да би интернет презентација компаније била посећена, потребно је обратити пажњу и на назив интернет адресе (*URL*), која треба да представља логичну асоцијацију на саму компанију. Оптимизација интернет презентације за машине за претрагу интернета такође је изузетно значајан инструмент за подизање свести јавности о интернет страницама компаније (*Ibid*).

Webcast

Webcast конференције постале су можда и један од најчешћих инструмената комуникације са инвеститорима на развијеним финансијским тржиштима. До популарности *webcast* конференција пре свега је довела чињеница да су компаније у обавези да своје резултате симултано саопште целој инвестиционој заједници. Оне представљају начин да се директно комуницира са великим бројем инвеститора и другим учесницима тржишта капитала. Након одржавања конференције, снимак или транскрипти такође се постављају на интернет презентацију компаније, као извор информација за све који нису имали прилику да присуствују презентацији у реалном времену. За разлику од *web* конференција, *webcast*-ови не омогућавају интеракцију између учесника (*Ibid*).

Суштина постављања *webcast*-а заснива се на томе да се класичан видео снимак, помоћу енкодера конвертује из једног облика у други, како би био расположив за дистрибуцију и коришћење путем интернета, односно на мониторима крајњих корисника. Развој рачунара, брзине протока података, као и комерцијализација интернета донели су могућност да се снимљени видео материјал гледа директно у *browser*-у крајњег корисника.

Уколико се *webcast* конференција преноси у реалном времену све активности је неопходно унапред детаљно испланирати, тестирати опрему, а уколико је могуће обезбедити и резервну опрему, почев од камера и микрофона, до енкодера и рачунара за дистрибуцију, како не би дошло до непланираних прекида. Приликом постављања *webcast*-а потребно је имати у виду и очекивану техничку опремљеност рачунара публике, те у том смислу прилагодити величину материјала степену развоја и употребе интернета код крајњих корисника (домаће компаније могу материјале на енглеском језику припремити у квалитетнијој форми, а материјале на српском прилагодити слабијој пропусној моћи и јачини рачунара домаћих корисника (*Ibid*). Приликом одлучивања о постављању *webcast* конференције могуће је ангажовати и спољног сарадника, компанију која има искуства и потребну опрему за реализацију оваквог пројекта.

Сва правила која важе за заказивање и припрему класичних конференција за инвеститоре или конференцијских позива важе и за заказивање вебкаст конференција – најаву догађаја путем медија и на интернет презентацији компаније, избор времена конференције у складу са временским зонама у којима се налазе најзначајнији инвеститори и аналитичари, припрема менаџмента за презентацију, успешно управљање током разговора, заокруживање дискусије на крају, без наглих прекида, као и обезбеђивање накнадне комуникације са слушаоцима који су захтевали додатна питања и анализа њихових ставова и коментара. Приликом коришћења интернет технологија које омогућавају истовремено аудио и видео повезивање менаџмент је често у опасности да своју презентацију сведе на монотono читање података који су доступни на мониторима, што резултује у паду пажње слушаца. Енергичан и ентузијастичан наступ говорника ангажоваће и слушаоце да се укључе у дискусију али их истовремено и привући и снажније им пренети инвестициону поруку компаније.

E-mail

Као протокол за размену података путем интернета, имејл је постао један од најзаступљенијих инструмената у комуникацији компаније са њеним клијентима. Као и интернет презентација, и имејл порука компаније може садржати мултимедијални садржај, линкове на интернет странице, додатне документе, итд. Предности комуникације путем имејла у односу на комуникацију путем телефона евидентне су у чињеници да имејл доноси знатно ниже трошкове, као и боље распоређивање времена и клијената и запослених у компанији. Да би комуникација путем имејла била успешна, компаније морају обратити пажњу на неколико важних принципа (*Ibid*).

Први корак у успостављању комуникације са инвеститорима, путем електронске поште, јесте јавно објављивање имејл адресе на коју се сви заинтересовани могу јавити како би добили више информација или појашњења у вези са одређеним аспектима пословања компаније. Препоручује се да ова адреса буде једноставна, како би инвеститори и аналитичари могли лако да је запамте. Одговарање на комуникацију иницирану од стране инвеститора мора бити обављено у што је могуће краћем року, са укључивањем свих релевантних информација, докумената и линкова на изворе информација. Имејл као облик комуникације најважније је искористити у функцији успостављања „пријатељског“ односа са инвестиционом јавношћу, на начин да клијенти увек буду свесни да су њихова питања и сугестије добродошле, као и да са друге стране имају отвореног и искреног саговорника (*Ibid*).

Увек је потребно имати у виду да у данашње време сви корисници свакодневно добијају велики број имејл порука. Због тога је неопходно да поруке које компанија шаље буду интересантне и корисне за примаоце и, уколико је могуће, персонализоване. Како велики број компанија има интегрисану заштиту против нежељене поште, потребно је поруке прилагодити примаоцима, у смислу да се избегавају изрази као што су „бесплатно“, „одмах“ и сл (*Ibid*).

Истраживања показују да клијенти очекују одговор на своју имејл поруку у току истог радног дана ([Lapalme и Kosseim, 2003](#)). Велики број порука које свакодневно добијају запослени на пословима односа са инвеститорима овакву динамику одговарања на

мејлове чини скоро немогућим. Стога се у пракси примењује велики број алата за аутоматизацију имејл порука. Један од основних алата су аутоматски одговори (*autoresponders*) који у свом најједноставнијем облику представљају стандардизоване, статичке поруке које се дистрибуирају свима који контактирају одређену имејл адресу. Нешто напреднији аутоматски одговори укључују препознавање најчешће постављаних питања компанији и слање, такође статичких одговора. Савременије технике аутоматизације имејл кореспонденције подразумевају препознавање људског говора и класификације порука према њиховом садржају, поређење новопристиглих порука са онима које су већ одговорене или постоје у бази података, персонализацију одговора – у смислу назначивања имена особе која је послала претходни мејл или извора на који се одговор односи, итд ([Недељковић, 2010](#)).

Мејлинг листе

Инвеститори свакако користе интернет презентацију компаније као извор информације. Ипак, они тешко могу да знају када је прави моменат да на интернет презентацији потраже нове извештаје или саопштења. Стога, многе компаније омогућавају инвеститорима да се пријаве на мејлинг листу, путем које ће свим корисницима бити достављене све вести, битни догађаји и актуелни, расположиви извештаји. Информације које се дистрибуирају путем овог инструмента комуникације са инвеститорима укључују:

- све информације које могу утицати на кретање цене акција
- накнадне измене у вези са претходно објављеним цифарским подацима
- осврт компаније на све догађаје који утичу на њено пословање
- најаву догађаја као што су конференције за инвеститоре, *webcast* конференције, итд (*Ibid*).

Такође, свим корисницима би требало омогућити и једноставно одјављивање са мејлинг листе онда када то пожеле, што такође представља и законску обавезу пошалоиоца масовних порука. Најаву догађаја и унапред заказаних презентација компаније могуће је обавити и кроз постављање календара у форми коју посетиоци могу преузети кроз програме који у себи садрже календар, као што је *Microsoft Outlook* или разни онлајн сервиси.

Социјални медији

Социјални медији обухватају све врсте *on-line* технологија у оквиру којих људи сарађују, укључујући ту и размену докумената и информација, али и ставова и мишљења о појединим темама. Ови медији омогућавају милионима корисника, приватним и професионалним, да креирају виртуелне заједнице које повезују слични ставови, интересовања или карактеристике и да у оквиру њих размењују знања и информације на глобалном нивоу и, истовремено, ови инструменти комуникације доносе нову дефиницију објављивања и размене информација, с обзиром на то да комуникација постаје двосмерна и омогућава да клијенти буду ти који воде комуникацију са компанијом (*Ibid*). Под социјалним медијима данас се подразумевају блогови, друштвене мреже, *wiki* чланци, видео стриминг, видео блогови (*vlogs*). Материјале постављене на социјалним медијима, корисници могу оцењивати, коментарисати и линковати, одакле се такође могу добити вредне информације у вези са њиховим ставом према компанији. Социјални медији захтевају јасну и сажету комуникацију, али и нуде могућност хиперлинковања садржаја на странице компаније, финансијске извештаје или било који други материјал који може бити од користи корисницима информације.

Иако део пословних људи наступ на социјалним медијима и даље посматра као забаву за младе, чињеница је да се овим инструментима комуникације може остварити додатна пословна добит или директно утицати на репутацију компаније. Друштвене мреже, као што су *Facebook*, *Twitter* или *LinkedIn*, данас су само још један од облика комуникације са јавношћу, слично као што су штампани медији или телевизијски наступи. Истраживања показују да путем употребе Твитера компаније које имају малу покривеност на финансијском тржишту могу смањити информациону асиметрију, кроз повећање ликвидности и смањивање ценовног спреда својих акција ([*Blankespoor и др, 2013*](#)).

Компаније које у оквиру свог пословања наступају и на финансијском тржишту, односно оне које су окренуте инвеститорима, још увек имају могућност да одлуче да ли ће се сада укључити у наступ на некој од социјалних мрежа и на тај начин градити праксу односа са инвеститорима путем социјалних медија у повоју, или чекати да то

постане уобичајена појава и да инвеститори захтевају и очекују публикавање информација и овим путем.

Истраживања компаније *KCSA Strategic Communication*, једне од најзначајнијих компанија у области финансијских комуникација у САД, за 2012. Годину, показало је да 77% компанија међу 100 најбољих компанија из САД, са листе магазина *Fortune - Fortune100*, користи *Twitter* за комуникацију са јавношћу, 61% компанија са исте листе се оглашава путем *Facebook-a*, док је 57% ових компанија активно на *YouTube-у*. Према истом истраживању, троје од петоро блогера који покривају област финансијског пословања користи *Twitter* као редован извор информација, док приближно 50% инвеститора чита блогове. Уже посматрано, 1/3 службеника за односе са инвеститорима компанија које се налазе на листи *Fortune100* користи социјалне медије за добијање информација и објављивање истих најширој јавности ([Corbin, 2012](#)).

У области односа са инвеститорима социјални медији се превасходно користе у три намене:

- За корекцију јавног мњења, у смислу исправљања нетачних информација или гласина и предрасуда
- За анимирање већег броја инвеститора до којих би иначе било немогуће доћи, пре свега малих инвеститора
- За додатно скретање пажње медија, публикавањем информација које нису садржане у саопштењима за штампу.

О растућем значају социјалних медија говори и чињеница да је у 2009. години Америчка комисија за хартије од вредности по први пут у своје регулаторне документе укључила и одговорност компанија за све информације које оне или њихови запослени објављују на блогovima, социјалним мрежама или дискусионим форумима. У априлу 2014. године, *SEC* је објавио извештај у ком одобрава употребу социјалних медија за објаве листираних компанија, под условом да компаније унапред најаве који социјални медији ће бити коришћени за дистрибуцију ценовно битних информација и извештаја ([Guidance on the Testimonial Rule and Social Media, SEC](#)). Убрзо затим, агенција *Bloomberg* понудила је својим корисницима и *Twitter* сервис

путем ког се објављују све најзначајније вести и информације о хартијама од вредности и њиховим издаваоцима, док је агенција *PR Newswire*, коју америчке компаније превасходно користе за дистрибуцију вести и извештаја медијима, истовремено формирала платформу *IR Room MST* која акционарским друштвима омогућава да користе социјалне медије у складу са захтевима Комисије за хартије од вредности САД. Сличне иницијативе дискутују се и у земљама Европске Уније, укључујући ту и сарадњу између берзе *NASDAQ OMX* и компаније *Smash*, која омогућава публикување компанијских информација путем социјалних медија.

Када је у питању корпоративна употреба социјалних медија, треба имати у виду регулаторна и друга, шира ограничења, која се односе на рекламирање, објаву података и заштиту приватности путем овог облика комуницирања. Један од основних регулаторних захтева у смислу извештавања инвестиционе јавности, пре свега је усклађеност и поштовање већ постојећих законских решења која се односе на све облике комуникације компаније према акционарима, инвеститорима и најширој јавности, док сам феномен социјалних медија нужно са собом доноси и нове потребе у смислу едукације запослених, регулаторне усклађености и одговарајућег управљања променама. Као један од најсвежијих и најдрастичнијих примера значаја социјалних медија у берзанском пословању често се наводи случај из априла 2013. године, када су хакери преузели *Twitter* налог агенције *Associated Press* и објавили да је Бела кућа нападнута, након чега је уследио драстичан пад вредности индекса на берзама у САД.

Како би извештавање од стране компанија путем социјалних медија било сматрано јавним извештавањем компаније су у обавези да унапред најаве које канале ће користити за дистрибуцију ових информација и које информације ће бити дистрибуиране овим путем, како би инвеститори знали на који начин могу да се информишу или на који начин би требало да се понашају да би били у могућности да сазнају информације о компанији која их интересује ([*Report of Investigation Pursuant to Section 21\(a\) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, SEC*](#)). Без такве претходне најаве, инвестициона јавност би била доведена у ситуацију да покушава да се информише путем бесконачног броја канала дистрибуције података, који се непрекидно мењају и унапређују, што би практично био немогућ задатак. Претходним информисањем јавности о томе који канали ће се користити у наредном периоду, према налазима америчке Комисије, не ускраћују се могућности

комуницирања нити могућности коришћења савремених технологија за сопствено пословање компанија.

Додатне препоруке које се односе на објаву статуса приватних лица или компанија на социјалним медијима у корпоративне сврхе подразумевају и пажњу приликом употребе одговарајућих формулација и фраза, које се користе приликом обраћања инвестиционој јавности, а које су, са друге стране, често престроге и неуобичајене за коришћење на социјалним мрежама, као и обрнуто – избегавање употребе неформалних реченица и језика, који није усклађен са оградама и напоменама које су законом обавезне приликом објављивања најаве или предвиђања пословања и перформанси компанија на тржишту капитала.

Препоруке у вези са наступима на социјалним медијима, за компаније чијим се акцијама тргује на неком од тржишта у САД и које су у обавези су да поштују регулативу у вези са једнаким третманом свих инвеститора и извештавањем, могу се сажети у следећем:

- Развити правила за наступ компаније и запослених на социјалним медијима и упознати све запослене са стратегијом компаније у том смислу
- Унапред објавити који социјални медији ће бити коришћени за које најаве и информације
- Обезбедити међусобну повезаност између различитих канала информисања између компаније и инвестиционе заједнице – странице социјалних медија требало би да садрже линкове на интернет презентацији компаније и детаљним изворима информација уколико је то потребно, као и обрнуто, а интернет извори требало би да буду наведени и у материјалима за штампу и другим документима
- У циљу поштовања Регулative о фер информисању, неопходно је да се канали комуникације који се користе за информисање инвестиционе јавности редовно одржавају и ажурирају, на начин да се инвеститорима остави довољно времена за реаговање на новообјављене информације.

Укључивање компаније у свет социјалних медија захтева претходно упознавање са овим инструментима комуникације. Неопходно је да они који ће се у оквиру

компаније бавити комуникацијом путем социјалних медија претходно лично осете шта значи отворити блог, одржавати чланак на *wiki* страницама, поставити видео материјал на *YouTube*, итд. Само кроз лично искуство може се стећи увид у то шта може да се очекује од коментара и интеракције са заједницом на овај начин. Постављање и функционализација блога компаније може потрајати и неколико месеци, али се користи од овога врло брзо показују, у контексту мање потрошње времена и средстава на класичну комуникацију са инвеститорима, нпр. путем телефона или 1:1 разговора ([Недељковић, 2010](#)).

Активно учешће на интернету подразумева и да компаније редовно скупљају податке путем овог медија. Редовним праћењем сајтова као што су *LinkedIn* или *SeekingAlpha* могу се остварити директни контакти са аналитичарима и инвеститорима. Праћење интернет презентација конкуренције можда донесе неку нову идеју за унапређење сопствених страница. Читање коментара и ставова на блоговима или дискусијама може донети вредне информације о тренутном положају компаније на тржишту и општој оцени од стране јавности.

Они који се одлуче за наступ на социјалним медијима морају прихватити чињеницу да у питању није рекламирање сопствених производа и услуга на нови начин, већ потпуна измена начина комуникације са клијентима – социјални медији пре свега доносе активну двосмерну комуникацију. Иако су, у овом случају, клијенти они који иницирају комуникацију, добар стручњак за односе са инвеститорима ће то искористити, и остати онај који комуникацију води и усмерава у жељеном правцу (*Ibid*).

Оно што клијенти очекују од компаније на социјалним медијима, може се пренети и на очекивања инвеститора, а према неким анализама, своди се на следеће:

- директна комуникација са компанијом
- једноставно проналажење информације
- могућност да директно постављају питања
- брзи одговори на питања и коментаре
- сазнавање ставова компаније на теме које су им битне
- изградња поверења у оне који им се обраћају у име компаније

- клијенти желе да имају могућност да воде и контролишу комуникацију са компанијом
- сазнавање ставова других клијената исте компаније
- контактирање других клијента компаније и дискусија о ставовима о самој компанији ([Breakenridge, 2008](#)).

Препоручени кораци и поступци у вођењу наступа компаније на социјалним медијима подразумевају:

- идентификација – уочавање групе клијената и заједница које могу бити од интереса за компанију
- посматрање – посматрање групе клијената/инвеститора који учествују у дискусијама и повезани су са компанијом
- разумевање – праћење и разумевање порука које клијенти међусобно размењују у вези компаније
- анализа – анализирање могућности за унапређење сопственог наступа и производа у контексту онога што други причају о предузећу
- укључивање – комуницирање са инвеститорима – великим, малим, али и са другим интересним групама
- пружање одговора – скретање пажње клијената на унапређења која су обављена у складу са њиховим захтевима и коментарима ([Solis и Breakenridge, 2009](#)).

Као главну предност социјалних медија менаџери за односе са јавношћу наводе могућност да њихови финансијски резултати и друге информације које могу утицати на цену акција буду доступне широј јавности. Такође, социјални медији се користе за повећање броја посета матичној интернет презентацији компаније, и на тај начин повећавање сопствене видљивости. Као крајњи резултат, очекује се и раст ликвидности и цена акција компаније. Дискусија и увид у ставове инвеститора са инвеститорима још један је од разлога за коришћење социјалних медија, али при томе треба имати у виду да институционални инвеститори нису увек спремни да износе своје ставове у јавност, чувајући на тај начин сопствену стратегију и пословне планове ([Недељковић, 2010](#)).

Са друге стране, као главни разлог за изостанак наступа на социјалним медијима у контексту односа са инвеститорима, највећи број менаџера компанија наводи бојазан да је овај облик инструмената комуникације изузетно тешко контролисати и да постоји могућност да негативни ефекти превазиђу позитивне. Евентуална грешка и објављивање заштићене информације на социјалним медијима може компанију скупо коштати, у смислу тужбе акционара или једноставног губљења поверења и кредибилитета. Други од разлога јесте и чињеница да је за овај вид активности потребно много времена запослених, што компаније које имају једну или две особе запослене на пословима са инвеститорима често нису у могућности себи да приуште ([*Trends and Best Practices in Online Communications and Social Media in Corporate IR, Q4 Blog*](#)). Противници социјалних медија на страни инвеститора наводе да овај вид комуникације одузима превише времена, без пружања неких додатних информација које се већ не могу наћи на другим медијима.

5. Информациони садржај инструмената за односе са инвеститорима

Сваки инвеститор је свестан да улагањем на тржиште капитала он преузима одређени ризик, с обзиром на то да се инвестиционе одлуке доносе на бази очекивања будућних приноса компаније ([Chang и др, 2014](#)). Неке од информација инвеститори добијају из обавезних извештаја компанија (као што су финансијски извештаји, проспект или берзански информатор), које прописују закони и институције тржишта капитала, док се други део добијених информација базира на извештавању путем добровољних инструмената комуникације или информацијама које се добијају од других учесника - берзи, аналитичара тржишта, као и преко медија и других извора.

Публиковање информација битно је за акционарска друштва, јер добро обавештени инвеститори, они који знају како предузеће послује, какав је менаџмент, производи итд, су они који постају и остају акционари и штите цену акције компаније. Уколико не добијају информације од компаније, инвеститори ће се ослонити на алтернативне изворе или улагати на кратак рок, чекајући прву повољну прилику да продају акције. Са друге стране, од самих информација, инвеститорима је често значајнија њихова валидност. Практично и не постоји спорење у вези тога да ли су и које информације значајне, већ који је њихов извор и да ли му се може веровати ([Chandler, 2014](#)).

Постоје две основне групе информација које инвеститори добијају о пословању компанија. Са једне стране, ту су финансијски показатељи који се добијају из извештаја о пословању, анализа тржишта, итд, док се, са друге стране, налазе нефинансијске информације, које је могуће добити само ближим упознавањем са пословањем компаније, било путем јавно доступних материјала или кроз разговоре са менаџментом и запосленима у компанији.

Како се слободно може рећи да су се послови односа са инвеститорима развили из практичне растуће потребе специфичне комуникације са финансијском јавношћу, улога службеника за односе са инвеститорима је да допуне и унапреде постојећи ток информација ([Chang и др, 2014](#)). Битно је да публиковане информације, и финансијске и нефинансијске, на прави начин осликавају мере перформанси компаније и буду у складу са оним што финансијска заједница очекује од овог сета информација.

Приликом процеса извештавања јавности службеници за односе са инвеститорима морају да покушају да минимизирају неколико информационих раскорака (гепова) између инвеститора и компаније. Раскорак у информативности настаје онда када објављени извештаји не садрже довољно информација за одлучивање. Информације могу бити превише уопштене или неповезане у контекст са осталим сазнањима о компанији. Инвеститори и аналитичари, у том смислу, највише се жале на недостатак информација о развоју тржишта, новим производима, конкурентском окружењу, интелектуалном капиталу и тржишном учешћу ([Mikolajek-Goceljna, 2009](#)). Још један од раскорака може се јавити када компанија, из стратешких или других разлога, одлучи да не објави информације за које верује да су битне за одлучивање инвеститора. Раскорак у квалитету информација јавља се када компанија објави информацију за коју верује да је битан показатељ перформанси, али начин приказа информације не одговара њеном значају. Додатно, раскорак у перцепцији може се јавити када су информације битне за менаџмент приказане на одговарајући начин, али их инвеститори свеједно не сматрају кључним за одлучивање (*Ibid*).

Без обзира да ли су у питању мали инвеститори које интересује коју ће цену компаније имати на крају године или велики инвестициони фондови који процењују основаност процене петогодишњег профита компаније, инвеститори се свакодневно интересују за податке које саопштавају компаније. Основна карактеристика коју треба да испуне информације које компанија намењује инвестиционој јавности јесте да буду благовремене, што је и законска обавеза јавно листираних друштава. Ово подразумева и брзу реакцију службеника за односе са инвеститорима у појединим случајевима. Такође, они који се баве односима са инвеститорима треба да обезбеде да се информације о компанији објављују неком редовном, устаљеном динамиком и да не дозволе да прође превише времена у ком не постоји никакав контакт са инвестиционом заједницом. На тај начин обезбеђује се стални „ток информација“, што обезбеђује и мању волатилност цена на тржишту хартија од вредности, с обзиром на то да компаније које, нпр. само квартално објављују информације, могу имати израженије и обиме трговања и промене цена управо у време публикавања ових информација. Свакако, садржај објављених информација мора бити усклађен и са изабраним инструментима комуникације, како се не би догодило да се

информације за које је потребно пружити додатна објашњења или изворе публикују преко *Twitter*-а или у форми тикер вести.

Следећа карактеристика коју треба да имају информације које се публикују инвестиционој јавности је јасност. Јасно изражене идеје у себи садрже снажну мотивацију на акцију у сваком облику комуникације, па тако и у комуникацији са инвеститорима. Задатак службеника за односе са инвеститорима је да по потреби „преведе“ саопштења правне службе или финансијски жаргон рачуноводства на начин да буду свима јасни. У том смислу, Комисија за хартије од вредности САД је 1998. године објавила и упутство за препоручени начин извештавања од стране листираних компанија, које има симптоматичан наслов „Упутство за јасан енглески језик“ ([*A Plain English Handbook, SEC*](#)). Јасно писање свакако не значи изостављање комплексних информација, већ само њихов приказ на начин да их циљна публика може недвосмислено разумети. У упутству Америчке комисије стоји и следеће: „Структура реченица (јасног енглеског језика) је чврста, а тон обраћања је добронамеран и директан. Материјал је визуелно привлачан, а документ треба да изгледа као да му је намена да буде прочитан (*Ibid*)“. Међу проблемима који се даље наводе у оквиру овог упутства су и: дугачке реченице, употреба пасивног облика, употреба беспотребних израза и речи, правног и финансијског жаргона, додавање непотребних детаља, итд. Захтев за јасношћу информација понекад може бити компликовано испунити, с обзиром на различитост крајњих прималаца поруке, који имају различита предзнања, степен образовања, искуство, итд. За српске компаније које наступају на страним тржиштима капитала једна од препорука би могла бити и ангажовање аутора којима је енглески матерњи језик.

Упоредивост података је још један од регулаторних и практичних захтева са којим морају бити усклађени материјали намењени инвеститорима, али и стандарда који се очекује од озбиљних акционарских друштава. Правилник форми о минималном садржају информација које треба укључити у проспект и основни проспект и у оглашавању у вези са проспектом Комисије за хартије од вредности Републике Србије прописује да се у проспект за дистрибуцију хартија од вредности морају укључити финансијски извештаји за три последње пословне године, са извештајем ревизора за сваку појединачну годину. Захтев упоредивости лако је реализовати

уколико не дође до кључних промена законске регулативе или реорганизације предузећа, аквизиција, и сл, у ком случају се овај захтев додатно компликује.

Информације публиковане инвестиционој јавности такође морају бити објективне, у смислу да не постоји покушај сакривања лоших вести, односно да је информисање искрено ([Chandler, 2014](#)). Информативност је следећи захтев који морају испунити квалитетне информације. Овај захтев такође је повезан са структуром прималаца поруке, с обзиром на то да неки од њих можда немају предзнања у вези са самом компанијом или сектором у ком она послује. Информативност подразумева и објављивање стандарда или других смерница које су коришћене у изради извештаја, у свим објављеним документима.

5.1. Законска регулатива као основ комуникације са инвеститорима

Како су, као што је већ наведено, за обављање послова односа са инвеститорима потребна знања из области комуникације, финансија и правних послова, неопходно је у оквиру овог дела рада навести и неке од основних регулаторних захтева који се постављају пред службенике који се овим пословима баве на локалном и глобалном нивоу. Додатно, [Gelb и др, 2008](#). и [Webb и др](#), исте године, показали су да компаније објављују различиту количину добровољних информација, у зависности од минималних регулаторних захтева тржишта капитала на којима наступају. Законска регулатива истовремено је једна од области која највише утиче на практичне аспекте послова са инвеститорима и запосленима на овим пословима ствара највеће проблеме у реализацији процеса комуникације са инвестиционом јавношћу ([Laskin, 2009](#)).

Регулатива послова извештавања инвестиционе јавности развијала се заједно са праксом, а њен развој је често био одговор на евидентиране кризе и колапсе тржишта капитала. У оквиру овог поглавља биће дат кратак приказ докумената који регулишу послове са инвеститорима на развијеним тржиштима, као и основни захтеви који се постављају пред компаније на српском тржишту капитала. Као тржиште на ком су берзанско пословање и послови односа са инвеститорима практично развијени и најдаље отишли у смислу регулативе, инструмената

комуникације и квалитета извештавања, логично је прво сагледати актуелну законску регулативу на тржишту САД.

Све компаније чијим се хартијама од вредности јавно тргује на неком од тржишта у САД су у надлежности Комисије за хартије од вредности и берзе САД (*U.S. Securities and Exchange Commission*), која је основана 1934. године. Канцеларије Комисије налазе се у свим већим градовима САД. Задатак Комисије је да регулише и надгледа понуду и трговање хартијама од вредности свих јавних друштава, берзе и берзанске посреднике. Основни циљ је да ово тело обезбеди да сви инвеститори имају правовремен и једнак приступ свим информацијама које могу утицати на одлуку инвеститора да купе или продају одређене хартије од вредности, а то се спроводи кроз бројна акта и правила, које ова Комисија доноси и примењује.

Поред Комисије, која је федерална институција, свака од држава у САД има сопствене институције које регулишу локално тржиште финансијских инструмената, а које су неретко и старије од федералне Комисије. Закони које ове институције примењују називају се законима „плавог неба“ (*blue sky law*), с обзиром на то да је циљ њиховог доношења био да спрече бескрупулозне трговце да инвеститорима продају све осим неба ([Bruce, 2005](#)). Такође, све берзе на којима се тргује неким од тржишних материјала имају своја правила којима регулишу обавезе извештавања компанија.

Пре увођења Сарбанес - Оакли закона (*Sarbanes-Oxley Act* - Закон о реформи рачуноводства јавних компанија и заштити инвеститора), који је донесен 2002. године, инвеститори у хартије од вредности у САД су били заштићени Законом о хартијама од вредности из 1933. године и Законом о берзама из 1934. Сарбанес - Оакли закон, који представља најважнији документ којим се регулишу америчка тржишта капитала, настао је 2002. године, као одговор на честе и драстичне повреде права акционара и превара на тржишту капитала у САД крајем XX и почетком XXI века. Овим законом регулисане су обавезе извештавања компаније и благовремено објављивање информација из пословања, као и обавезе извршних одбора компанија и одговорност службеника за односе са инвеститорима. Овај Закон по први пут уводи личну одговорност представника менаџмента за истинитост информација саопштених инвеститорима. Такође, овим Законом строже су регулисане обавезе и одговорности рачуновођа и ревизора, забрањено је уништавање или сакривање

докумената у федералним истрагама трговања хартијама од вредности, уведена је обавеза извештавања о куповини и продаји хартија од вредности од стране менаџмента, регулисане су саветодавне услуге на тржишту, повећана су права одлучивања акционара, итд.

Други изузетно значајан документ који регулише информисање инвеститора у САД - Уредба о фер обелодањивању података (*Regulation Fair Disclosure*) донета је 2000. године од стране америчке Комисије, са циљем да обезбеди да сви инвеститори имају једнак и истовремени приступ свим информацијама. Овом Уредбом дефинисано је да информација која буде случајно објављена ужег кругу инвеститора одмах мора бити и јавно публикована. Четири категорије лица којима селективне информације не смеју бити објављене, према овом документу су: посредници и аналитичари, инвестициони саветници, запослени у инвестиционим фондовима и акционари. У априлу 2013. године америчка Комисија за хартије од вредности одобрила је компанијама да користе социјалне медије као инструменте комуникације са инвестиционом јавношћу, у складу са Уредбом о фер обелодањивању података.

Када је реч о европској регулативи у вези са тржиштима хартија од вредности, пре свега треба истаћи да су се, без обзира на различите полазне позиције, тржишта капитала земаља чланица Европске Уније, временом, заједно са приближавањем држава, међусобно такође регулаторно уједначавала. Данас је тржиште ЕУ практично јединствено тржиште са једнаким критеријумима листинга, извештавања и другим обавезама које морају поштовати сви учесници на тржишту, што је и био циљ Акционог плана о финансијским услугама (*Financial Services Action Plan, FSAP*) Европске уније из 1999. године.

Европски систем надзора финансијског тржишта има за циљ да обезбеди правилну примену ЕУ регулативе која се односи на финансијски сектор, а у сврху одржавања финансијске стабилности, одржавања поверења у финансијски систем и заштите инвеститора. Европско надзорно тело за хартије од вредности и тржишта капитала (*European Securities and Markets Authority, ESMA*), основано у јануару 2011. године, као наследник Комитета регулатора европских тржишта капитала (*Committee of European Securities Regulators, CESR*), је регулаторна европска институција, која ради на пољу

регулативе тржишта хартија од вредности и јачању заштите инвеститора. Локална регулаторна тела земаља чланица ЕУ су чланови ЕСМА.

Када је реч о европском законодавству, тела ЕУ доносе директиве, али и друге акте, као што су инструкције, препоруке, итд, којима прописују минималне захтеве који се морају испоштовати у регулисању локалних тржишта. Локална законодавства затим, ове минималне захтеве имплементирају кроз локалне законе и друга акта. Најзначајнија директива која се односи на функционисање тржишта капитала свакако је Мифид – Директива о тржишту финансијских инструмената (*Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC, MiFID*), којом се, између осталог, дефинишу учесници на тржишту капитала, положај клијента инвестиционих друштава и посредника и обезбеђује транспарентност трговања. Иако су главни циљеви Мифид директиве били повећање конкурентности и заштита инвеститора, глобална финансијска криза, забележена 2007. године, показала је да крајњи ефекти овог документа нису увек утицали на побољшање положаја крајњих корисника. Управо због тога, у јулу 2014. године објављена је Мифид II директива, која се концентрише на додатну заштиту инвеститора и повећање транспарентности и регулацију мање отворених тржишта, као што су тржишта деривата и сл.

Директива која се тиче инсајдерског трговања и тржишних манипулација, односно Директива о злоупотребама на тржишту (*Market Abuse Directive 2003/6/EC, MAD*) највише се односи на заштиту инвеститора у контексту злоупотребе информација које нису јавно објављене у трговању, као и санкционисањем лажног стварања слике о појединачним хартијама од вредности или утицањем на њихову цену недозвољеним средствима. Овом директивом дефинисано је да издаваоци хартија од вредности морају све информације што пре објавити на својим интернет презентацијама, укључујући ту и информације које су грешком саопштене ограниченој публици, слично законодавству САД. Трансакције менаџера компаније и повезаних лица такође морају бити јавно објављене. Директива о злоупотребама на тржишту унапређена је директивама 2008/26/EC и 2010/78/EU, а у октобру 2011. године предложено је доношење *MADII* директиве, која за циљ има да додатно унапреди интегритет тржишта и заштиту инвеститора. Од директиве *MADII*, очекује се да већа овлашћења надзорним телима у државама чланицама ЕУ, као и да пропише минималне санкције за кривична дела почињена на тржиштима капитала.

Обавезе издавалаца хартија од вредности регулисане су Директивом о транспарентности тржишта (*Transparency for Listed Companies Directive 2004/109/EC*) којом је дефинисан сет стандарда који мора бити укључен у локална законодавства, а која се тичу извештавања инвестиционе јавности. У оквиру ове Директиве дефинисана је обавеза издавалаца чијим се хартијама тргује на регулисаним тржиштима у државама чланицама ЕУ да публикују годишње и полугодишње извештаје, информације о значајним учешћима, као и друге текуће информације о пословању. Овом Директивом инсистира се на благовременом и транспарентном објављивању информација, као и једнаком третману свих инвеститора.

Када је реч о српском тржишту капитала, обавезе извештавања јавних друштава чије су акције котиране на организованом тржишту капитала детаљно су регулисане Законом о тржишту капитала, који је на снагу ступио крајем 2011. године. Поред Закона, обавезе извештавања регулисане су и подзаконским актима Комисије за хартије од вредности Републике Србије: Правилником о садржини, форми и начину објављивања годишњих, полугодишњих и кварталних извештаја јавних друштава, правилницима који се односе на објављивање и садржај проспекта, актима Београдске берзе и уговорима које листирана друштва потписују са организованим тржиштем. Такође, одређене сегменте пословања и извештавања јавних акционарских друштава и других учесника на тржишту капитала регулишу и закони о привредним друштвима, преузимању акционарских друштава и инвестиционим фондовима.

Институција која регулише тржиште капитала у Србији је Комисија за хартије од вредности Републике Србије, која је основана 1990. године. Комисија за хартије од вредности надлежна је за функционисање тржишта хартија од вредности у складу са законима, у циљу обезбеђивања ефикасности, правичности и транспарентности тржишта и заштите инвеститора.

Приликом доношења актуелне законске регулативе у Србији посебна пажња посвећена је управо проблематици транспарентности тржишта и заштити инвеститора. Предметна регулатива усклађена је са Директивама Европске Уније и међународном регулативом, а већа овлашћења дата су Комисији за хартије од

вредности, којој су на располагању веће могућности праћења и надзора активности осталих учесника на тржишту.

Основни захтев за јавна друштва чијим се хартијама од вредности тргује на регулисаном тржишту, односно МТП, је да прописане податке објављују тако да су ти подаци доступни свим заинтересованим инвеститорима на једноставан, брз и недискриминишућ начин, при чему се достављање прописаних података не може наплаћивати. У ову сврху морају се користити медији који обезбеђују најефикаснији процес достављања информација на целој територији Републике Србије, у законом прописаном садржају, и то тако да буде минимизирана могућност неовлашћеног приступа овим подацима. Прописани подаци објављују се на интернет страницама издавалаца хартија од вредности, Комисије за хартије од вредности (у оквиру Службеног регистра информација) и организатора тржишта.

У основне инструменте комуникације које на територији Републике Србије морају публиковати јавна акционарска друштва убрајају се:

- Проспект - основни документ путем ког издаваоци хартија од вредности упознају инвестициону јавност о свом пословању и хартијама од вредности које се емитују. Без израде проспекта није могућа јавна понуда хартија од вредности, нити њихово укључивање на регулисано тржиште или МТП. Проспект мора да садржи све информације којима се инвеститорима омогућава да објективно процене квалитет и карактеристике издаваоца и хартија од вредности које се укључују на регулисано тржиште или МТП, укључујући ту и имовину, обавезе, финансијско стање, пословне добитке и губитке, потенцијалне пословне резултате издаваоца и гаранта, уколико постоји, као и права из емитованих хартија од вредности. Информације у проспекту морају бити комплетне и истините, приказане на начин који омогућава њихову једноставну анализу, а проспект мора бити прегледан, разумљив и доследан. Поред основних података о компанији (област пословања, структура капитала, менаџмент, некретнине и погони у власништву компаније, изводи из финансијских извештаја – биланса стања и биланса успеха), проспект садржи и опис хартија од вредности које ће бити емитоване, њихову вредност, права и обавезе које произилазе из хартија од

вредности, евентуалну конвертибилност, разлоге за нову емисију хартија ([Закон о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности](#)).

- Берзански информатор - За издаваоце чијим се хартијама од вредности тргује на Београдској берзи, у складу са Правилима пословања, постоји обавеза објављивања Информатора о предузећу, који представља документ о основним подацима о издаваоцу и хартијама од вредности које су укључене на тржишта Берзе ([Правила пословања, Београдска берза](#)). На основу берзанског Информатора потенцијални инвеститори се могу упознати са основним подацима о предузећу, последњим билансима стања и успеха, имовином издаваоца, али и обавезама и реалним теретима на имовини издаваоца. Информатори о издаваоцима објављују се на интернет страницама Београдске берзе, а ажурирају се најмање једном годишње, или по потреби и чешће, уколико дође до измена кључних података објављених у овом документу. Информатор такође потписује и оверава управа предузећа, и тиме преузима одговорност за истинитост и тачност објављених података. Издавалац је дужан да најкасније до краја марта текуће године, Београдској берзи достави Информатор о издаваоцу, ажуриран подацима за претходну годину, преузетим из редовног финансијског извештаја (*Ibid*).
- Годишњи извештај - У складу са Законом о тржишту капитала, сва јавна акционарска друштва у обавези су да Комисији за хартије од вредности и регулисаном тржишту доставе годишњи извештај најкасније до 30. априла, али и обезбеде да овај извештај буде доступан јавности најмање наредних пет година, што заинтересованим лицима омогућава поређење и финансијску анализу објављених извештаја. Годишњи извештај мора да садржи: годишње финансијске извештаје са извештајем ревизора, годишњи извештај о пословању друштва и изјаву лица одговорних за састављање годишњег извештаја ([Закон о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности](#)), као и одлуку надлежног органа о усвајању годишњих финансијских извештаја и одлуку о расподели добити или покрићу губитка (*Ibid*). Према Правилнику о садржини, форми и начину објављивања годишњих, полугодишњих и кварталних извештаја јавних друштава Комисије за ХОВ годишњи финансијски извештаји морају садржати: биланс стања издаваоца, биланс успеха, извештаје о токовима готовине, осталом резултату и променама на

капиталу, напомене уз финансијске извештаје и извештај о ревизији ([Правилник Комисије за хартије од вредности](#)). Годишњи извештаји достављају се Комисији и организатору тржишта уколико се хартијама од вредности издаваоца тргује на регулисаном тржишту или МТП-у ([Закон о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности](#)).

- Полугодишњи извештаји - Јавна акционарска друштва чијим се акцијама тргује на регулисаном тржишту капитала у обавези су да што пре, а најкасније до 31. августа Комисији за хартије од вредности и организатору тржишта доставе и објаве полугодишње извештаје за првих шест месеци пословне године. Полугодишњи извештаји састављају се према истим правилима као и годишњи извештаји, с тим што се израђују скраћени финансијски извештаји, који садрже упоредне приказе података с подацима из биланса стања и извештаја о променама на капиталу за претходну годину, односно упоредне приказе података за исти период претходне године у билансу успеха и извештају о токовима готовине. Напомене уз полугодишње извештаје које морају да садрже довољно података на основу којих је могуће упоредити полугодишње извештаје са годишњим, као и довољно података и објашњења помоћу којих инвеститори на адекватан начин могу да разумеју најзначајније измене и догађаје који су утицали на промене у билансу стања или успеха (*Ibid*).
- Квартални извештаји - Квартални извештаји обавезни су за друштва чијим се хартијама од вредности тргује на неком од листинга Берзе и морају бити достављени најкасније до истека 45 дана од краја посматраног периода. За израду кварталних извештаја важе иста правила као и за израду полугодишњих, с тим што други квартални извештај листираних друштава мора садржати и податке за првих шест месеци пословне године, с обзиром на то да јавна друштва чијим се хартијама од вредности тргује на неком од листинга регулисаног тржишта састављају само кварталне извештаје и то за прво, друго и треће тромесечје пословне године (*Ibid*).

Према Правилнику о садржини, форми и начину објављивања годишњих, полугодишњих и кварталних извештаја јавних друштава годишњи, полугодишњи и квартални извештаји морају бити објављени и достављени Комисији у ПДФ формату, као целовити документи, и да буду објављени на

интернет страницама издавалаца ([Правилник Комисије за хартије од вредности](#)). Додатно, као засебан документ, јавна друштва су у обавези да Комисији за хартије од вредности достављају годишње, полугодишње и кварталне финансијске извештаје у *XLS* формату, и то билансе стања и успеха и извештај о токовима готовине и о променама на капиталу.

- Повремене и друге информације - Повремене и друге повремене информације које јавна друштва и повезана лица достављају Комисији за хартије од вредности и јавности обухватају: обавештења о значајним учешћима, обавештења о промењеном броју акција са правом гласа и новом укупном броју акција са правом гласа и вредност основног капитала, обавештења о стицању сопствених акција, обавештења о промени у правима из хартија од вредности, обавештења о новом издавању дужничких хартија од вредности, предлог измена статута или оснивачког акта, обавештења у вези са одржавањем скупштине акционара, списак лица која поседују инсајдерске информације, инсајдерске информације, промене објављених инсајдерских информација, годишњи документ о објављеним информацијама, као и друге повремене информације прописане Законом о тржишту капитала ([Закон о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности](#)). Додатно, лица која обављају дужности руководиоца код издаваоца и лица која су са њима повезана у обавези су да Комисији доставе обавештење о стицањима или отуђењима за сопствени рачун акција тог издаваоца, као и стицањима или отуђењима других финансијских инструмената повезаних са акцијама ([Правилник Комисије за хартије од вредности](#)).
- Подаци о значајним учешћима и броју акција са правом гласа и вредност основног капитала ([Закон о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности](#)).
- Информације о стицању или отуђењу сопствених акција са правом гласа јавног друштва (*Ibid*).
- Промене у правима из хартија од вредности (*Ibid*).
- Информације потребне акционарима за остваривање њихових права, пре свега информације о месту и времену одржавања скупштине акционара, планираном дневном реду, укупном броју акција, акцијама са правом гласа, као и о правима на основу којих акционари могу да учествују на скупштини,

која су регулисана законом којим се уређују привредна друштва, могућим начинима достављања изјаве о пуномоћнику писаним или електронским путем, итд. Такође, у ове информације убрајају се и информације о кредитној институцији преко које издавалац извршава своје финансијске обавезе према акционарима, као и информације о дивидендама, новим акцијама, поништавању или замени акција, итд (*Ibid*). Закон дозвољава достављање информација акционарима електронским путем, уколико су акционари сагласни са тим.

- Кодекс корпоративног управљања - Компаније чијим се акцијама тргује на Прајм или Стандард листингу Београдске берзе су, у складу са Уговором о листирању, у обавези да имају усвојен неки од кодекса корпоративног управљања. Кодекси корпоративног управљања представљају документе којима се дефинише организована комуникација и надзор над одређеним органима друштва, улога скупштине акционара и других органа предузећа, интерни надзор и ревизија, објављивање информација о пословању компаније инвестиционој и најширој јавности, итд. Акционарска друштва са територије Србије могу усвојити кодексе корпоративног управљања Београдске берзе или Привредне коморе Србије, или сопствени кодекс корпоративног управљања.

5.2. Финансијски извештаји и показатељи

Да би се упознали са пословањем компаније инвеститори најчешће као полазну тачку користе финансијске извештаје компаније и у том смислу и ови материјали представљају инструменте комуникације са инвестиционом јавношћу. Финансијски извештаји, којима се обезбеђује хронолошка и систематска евиденција пословних трансакција и других догађаја у компанији обезбеђују заокружену слику дешавања у компанији у претходном периоду, и због свог значаја, законски су регулисани. Почети интензивнијег коришћења финансијске анализе вежу се за Велику економску кризу тридесетих година прошлог века, када је уочено да је за откривање евентуалних дубљих слабости и неусклађености у пословању предузећа потребно познавање свих актуелних промена у имовини и приходима компаније.

Према Закону о рачуноводству у Републици Србији у обавезне финансијске извештаје спадају биланси стања и успеха, извештаји о токовима готовине, осталом резултату и променама на капиталу и напомене о финансијским извештајима. Биланс стања пружа увид у стање капитала, имовине и обавеза компаније на одређени дан. Биланс успеха, са друге стране, садржи преглед прихода, расхода и резултата остварених у једном временском периоду. Извештај о токовима готовине такође се односи на временски период и садржи информације о примањима и издавањима готовине и њених еквивалената у посматраном периоду. Ставке прихода и расхода које нису приказане у билансу успеха приказују се у оквиру извештаја о осталом резултату. Извештајем о променама на капиталу приказују се промене на капиталу предузећа, такође у току одређеног временског периода. Напомене уз финансијске извештаје садрже описе појединих ставки претходно наведених извештаја, коришћених рачуноводствених статистика и друге информације које се не налазе у наведеним извештајима а битне су за оцену пословања и успешности компаније ([Закон о рачуноводству, 2013](#)).

Финансијски извештаји јавних друштава у Србији, чијим се акцијама тргује на организованом тржишту су усклађени са МРС, односно МСФИ. Према оквиру МРС/МСФИ основни циљ рачуноводства компаније је да пружи информације о способности предузећа да ствара новац, односно еквиваленте новца, као и информације о процени динамике и извесности стварања новца ([Међународни рачуноводствени стандарди, Министарство финансија](#)), што управо представља и информације које су најбитније онима који су спремни да своја слободна новчана средства уложе у пословање предузећа.

Са друге стране, приликом доношења закључака о квалитету предузећа на основу финансијских извештаја инвеститори увек имају у виду да ови извештаји не садрже информације о перспективама предузећа у оквиру окружења, као и да сами финансијски стандарди онемогућавају приказивање одређених догађаја или трансакција који могу имати утицаја на будућност предузећа да генерише новчани прилив. Управо због тога, инвеститори финансијске извештаје посматрају само као полазну тачку оцене предузећа, а истовремено пажњу превасходно усмеравају на проучавање квалитета рачуноводствених информација и њихово одговарајуће уобличавање, да би се процениле будуће перспективе анализиране компаније.

Сами рачуноводствени извештаји компанија нису намењени потребама аналитичара, те их је стога потребно на одговарајући начин сагледати и припремити пре коришћења за различите сврхе финансијске анализе. Пре коришћења рачуноводствених извештаја за потребе анализе инвеститори ће пре свега размотрити употребљивост билансних података за сопствене потребе, односно анализирати примењене поступке билансирања и извршити анализу њихове упоредивости са извештајима других компанија или извештајима из прошлости. Због тога је, у циљу коректног односа са инвеститорима, пожељно, путем одговарајућих инструмената комуникације, публиковати што прецизније напомене и информације о коришћеним принципима приликом израде финансијских извештаја.

Поред знања о значају саме вредности и корисности појединих показатеља који се израчунавају на основу билансних ставки компаније, финансијски аналитичари морају имати и знање о принципима рачуноводног вредновања појединих ставки и законској регулативи на међународном нивоу, како би биле минимизирале евентуалне дисторзије квалитета информација које могу проистећи услед различитог оцењивања појединих ставки, али и евентуалних намерних приказивања погрешних података, услед жеље менаџмента да повећа остварене резултате пословања у обрачунском периоду или сакрије негативне показатеље.

У циљу информисања инвестиционе јавности акционарска друштва ће често у својим извештајима и на својим интернет презентацијама посебно издвојити информације које су инвеститорима интересантне, како би добили увид њихову вредност без детаљног читања комплетних рачуноводствених извештаја, уколико за тим не постоји потреба. У зависности од гране у којој компанија послује, разликују се и информације које су од интереса инвеститорима и које би требало издвојити приликом избора садржаја изабраних инструмената комуникације са представницима инвестиционе заједнице. Примера ради, за производна предузећа битан је податак о стању залиха, док је за услужна предузећа често издвајани податак о висини потраживања, а за банке податак о датим зајмовима. Ипак, суштина је кратким приказом најзначајнијих позиција омогућити увид у начин улагања средстава компаније (страна активе биланса стања), односно извора средстава (страна пасиве биланса стања) и структуру кључних прихода и расхода које компанија бележи у одређеном периоду, као и резултат пословања за одређени период, односно профит

компаније (добитак). Актуелне финансијске податке требало би приказивати заједно са упоредивим подацима за неколико претходних година, како би се на тај начин стекао стварни увид у трендове предузећа у претходном периоду.

Кључни финансијски показатељи – билансне ставке, које компаније најчешће издавају приликом израде материјала и презентација за инвеститоре су:

- Из активне стране биланса стања: готовински еквиваленти и готовина, залихе, краткорочни финансијски пласмани, потраживања и остала обртна имовина у оквиру краткорочне имовине; дугорочни финансијски пласмани, некретнине, постројења и опрема, али и нематеријална имовина (научно и техничко знање, дизајн, имплементација нових процеса или система, лиценце, интелектуална имовина, тржишно знање и трговачке марке), у оквиру дугорочне имовине
- Из пасивне стране биланса стања: акционарски капитал, краткорочне и дугорочне обавезе предузећа, евентуална нераспоређена добит, итд.
- Из биланса успеха: приходи од продаје и други приходи, трошкови продате робе, трошкови материјала, трошкови зарада, финансијски приходи и расходи, као и резултати у виду пословног добитка, добитка пре опорезивања и нето и бруто добити компаније.

Приказивање само издвојених ставки биланса у материјалима намењеним инвеститорима не умањује обавезу комплетног извештавања о свим појединачним ставкама, а за потребе лакше анализе препоручује се и коришћење интернет инструмената комуникације за објављивање комплетних извештаја у формату који је могуће користити за даља израчунавања – дакле *HTML*, *XLS* или другим форматима који омогућавају преузимање у базе података.

Поред рачуноводствених ставки инвеститоре интересују и поједине вредности које се добијају на основу биланса успеха, а нису директно исказане у овом документу. Конкретније, у питању су показатељи *EBIT* и *EBITDA* – профит пре одузимања камата и пореза (*Earnings Before Interest & Tax*) и профит пре одузимања камата, пореза, депресијације и амортизације (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Предност ових показатеља је да омогућавају лакше поређење компанија и бољу

процену расположивих средстава од билансних ставки. Приликом калкулације вредности *EBIT* нето профиту се практично додаје вредност камата и пореза. На тај начин, вредност *EBIT* анулира структуру финансирања компаније и различите пореске третмане, олакшавајући процену могућности да компанија ствара профит и олакшавајући поређење између компанија. Вредност *EBITDA* се рачуна додајући износ амортизације и депресијације на *EBIT* вредност, чиме се из процене компаније додатно искључују рачуноводствене одлуке – процена амортизације материјалне (*depreciation*) и нематеријалне (*amortization*) имовине. *EBITDA* говори о износу кеша који је компанија у стању да реално произведе у посматраном обрачунском периоду, али се од готовинског тока разликује за износе који се плаћају за куповину нове опреме и обртног капитала (*CAPEX*). Управо због тога, постоји опасност да компанија покушава нешто и да сакрије публиковањем вредности *EBITDA*, због чега је, приликом анализирања овог показатеља потребно узети у обзир и сва друга дешавања у компанији. Учешће *EBITDA* у укупним приходима од продаје разликује се у различитим делатностима, тако да, нпр. за трговинске компаније овај однос ретко прелази 10%, док у услужним делатностима може достићи и вредност од 50%.

Поред бројних врста анализе финансијских извештаја (нпр. хоризонтална и вертикална), финансијски аналитичари и брокери најчешће користе рацио анализу, којом се у однос стављају поједине билансне ставке, како би се на тај начин квантифицирали аналитички важни односи између појединих финансијских категорија, ради сагледавања финансијског положаја предузећа ([Жаркић Јоксимовић, 2008](#)). Додатно, рацио анализа донекле омогућава поређење различитих односа између компанија чије је поређење изолованих билансних ставки иначе немогуће – због различите величине, индустрије у којој послују и других фактора. Циљ рацио анализе је, пре свега, покушај да се на основу стања и промена у прошлости оцени садашња позиција компаније и антиципира зарађивачка способност предузећа у будућности. Иако се вредности рацио показатеља релативно лако рачунају на основу објављених билансних података, добра пракса односа са инвеститорима подразумева да се вредности неких од ових показатеља, заједно са основним билансним ставкама, обрачунавају и објављују и од стране саме компаније – у годишњим извештајима, на интернет страницама, презентацијама и путем других инструмената комуникације.

У рачно анализи најчешће се користе следећи стандарди за поређење и интерпретацију добијених појединачних резултата компаније:

- ментални стандарди самог аналитичара који одражавају његово искуство о томе шта се сматра прихватљивом вредношћу показатеља,
- поређење са просеком гране у којој компанија послује,
- поређење са историјским показатељима исте компаније (анализа тренда),
- поређење са вредношћу показатеља који су објављени у плановима компаније,
- утврђени стандарди (уобичајени у литератури).

Приликом спровођења рачно анализе аналитичари се баве поређењем добијених резултата са стандардима који говоре о томе да ли је вредност појединих показатеља висока, одговарајућа или ниска. Поред теоријски дефинисаних стандардних величина рачно показатеља које се најчешће спомињу и већини уџбеника и литературе на тему рачно анализе, аналитичари често имају сопствене индивидуалне „менталне стандарде“ вредности појединих показатеља помоћу којих доносе свој коначни став о појединој компанији.

Са аналитичке тачке гледишта класификација показатеља обавља се према релевантним аспектима пословања који интересују аналитичара:

- 1) показатељи ликвидности,
- 2) показатељи пословне активности,
- 3) показатељи финансијске структуре
- 4) показатељи рентабилности (профитабилности), и
- 5) показатељи тржишне вредности ([Дугалић, 2013](#)).

При рачно анализи корисно је и пожељно истовремено анализирати и величину појединих апсолутних показатеља, посебно њихово кретање у прошлости и пројекције за будућност. Са аспекта берзанског пословања најзначајнији показатељи су показатељи ликвидности, финансијске структуре, профитабилности и тржишне вредности компаније, због чега ће део ових показатеља бити приказан у наставку рада.

Рацио показатељи ликвидности треба да одговоре на питање: „Да ли компанија располаже са довољно краткорочних средстава (готовина и утржива средства) да одговори на обавезе које доспевају?“ Под утрживим средствима у том смислу обично се подразумевају делови обртне имовине (потраживања и залихе), који се, у редовним околностима, брзо и једноставно могу конвертовати у готовину, по тржишној цени. За процену текуће ликвидности предузећа обично се користе два односа позиција из биланса стања из ког се изводе два најпознатија показатеља ликвидности: рацио опште и рацио редуциране ликвидности.

Рацио опште ликвидности (*Current Ratio*, *Liquidity Ratio*, *Cash Ratio*, тренутни рацио ликвидности) добија се као однос обртне имовине са краткорочним обавезама компаније и говори о томе са колико је динара обртне имовине покривен сваки динар краткорочних обавеза ([Жаркић Јоксимовић, 2008](#)). Нагли пораст вредности рација опште ликвидности може указати на немогућност компаније да благовремено подмирује своје текуће обавезе, раст дугова или проблеме са реализацијом, стога је овај показатељ пожељно поредити кроз време или са вредношћу показатеља у другим, сличним компанијама. Сматра се да је вредност од 1 доња граница прихватљивости вредности овог показатеља, док је теоријски оптимална вредност од 2, мада тачност ове оцене значајно зависи и од структуре обртне имовине, коефицијента обрта потраживања и залиха и структуре краткорочних обавеза.

Рацио редуциране ликвидности (*Quick Ratio*, *Acid-Test Ratio*, брзи рацио ликвидности) представља нешто конзервативнију меру ликвидности компаније у односу на рацио опште ликвидности, а добија се стављањем у однос обртних средстава умањених за вредност залиха (залиха готових производа, материјала и недовршене производње) са текућим обавезама компаније ([Жаркић Јоксимовић, 2008](#)). Разлог за искључење залиха из рачунања брзог рација ликвидности лежи у чињеници да уколико се укаже потреба да се текуће обавезе покривају из овог дела своје имовине постоји могућност да ће компанија, због потребе продаје у кратком року, бити приморана да робу или материјале са залиха прода испод њихове тржишне, односно цене по којој су обрачунати у књигама. Уколико је вредност брзог рација ликвидности нижа од 1, сматра се да компанија није у могућности да подмирује своје краткорочне обавезе.

Показатељи финансијске структуре говоре о томе колико се компанија у свом пословању ослања на дуг у односу на сопствени акционарски капитал и могу се користити за одређивање вероватноће да компанија неће бити у могућности да исплати своја дуговања повериоцима ([Жаркић Јоксимовић, 2008](#)). Обавезе по основу финансирања пословања из туђих извора (камате) су фиксног карактера и приоритетна, па не зависе од остварених ефеката пословних активности, односно морају се исплатити чак и у случају пословања предузећа са губитком. Стога већи степен дугова представља потенцијалну опасност да компаније неће бити у могућности да редовно подмирује своје обавезе, али је, са друге стране, коришћење повољних кредита, посебно због пореских олакшица на плаћање камата, повољан начин за јефтиније финансирање пословања. С обзиром на то да интереси кредитора и акционара могу бити супротни, у погледу предузимања ризичних подухвата и будућег развоја компаније, удео дугова у структури финансирања компаније може знатно утицати и на њену атрактивност за будуће инвеститоре у акцијски капитал.

Приликом анализе финансијске структуре компаније истовремено се анализирају две ствари – начин на који предузеће финансира своја средства и могућност предузећа да одговори обавезама по основу ангажованих извора, при чему се одговор на прво питање добија стављањем у однос појединих ставки из пасиве биланса стања, док се одговор на друго питање добија сагледавањем односа између појединих позиција биланса успеха. Показатељи који се користе у овој анализи су рацио задужености и рацио структуре капитала, као показатељи начина финансирања и рацио покрића на име камата, као показатељ способности предузећа да редовно сервисира плаћање камата.

Вредност рација задужености (*Debt Ratio*) добија се стављањем у однос износа укупног дуга са укупном имовином компаније и може се интерпретирати као део средстава компаније која су финансирана дугом. Виша вредност овог рација указује на већу изложеност компаније финансијском ризику, под осталим једнаким условима. Вредност рација задужености значајно се разликује међу различитим привредним гранама, тако да је у појединим гранама (нпр. компаније које пружају комуналне услуге) пожељна виша вредност овог рација, док у другим његова висока вредност представља опасност и говори о томе да компанија није флексибилна да се додатно

задужи уколико се за тим укаже потреба. Приликом рачунања рација задужености дуг се посматра само као износ у билансу стања, те се у обзир не узима у обзир вредност реалних каматних стопа у тренутку анализе, које могу бити више или ниже у односу на вредност камата које компанија плаћа према уговорима, што резултује у томе да тренутна тржишна вредност дуга не мора одговарати његовој књиговодственој вредности ([Ross, Westerfield и Jaffe, 2009](#)).

Однос износа укупног дуга (алтернативно: дугорочног дуга) и укупних сопствених извора компаније назива се рацио структуре капитала (*Debt/Equity Ratio, D/E*) и представља индикатор финансијског левериџа компаније и њене финансијске политике. Већа вредност овог показатеља може значити да су редовни приходи компаније више угрожени каматама, али је истовремено нормално да у појединим гранама овај показатељ има вредност вишу од 2. Инвеститори који су опредељени за улагање у акције чија је вредност потцењена (*value investors*) у највећем броју случајева захтевају да вредност овог рација буде мања од 1. Оно што је најзначајније за квалитет предузећа је да приходи који су остварени додатним позајмљивањем превазилазе износ камата, што гарантује настајање додатне вредности за акционаре.

Рацио покрића расхода на име камата (*Interest Coverage Ratio*) представља однос пословног добитка (алтернативно: *EBITDA*) за одређени временски период са износом који је у истом периоду расходован по основу камата. Овај показатељ говори о способности компаније да ствара приходе којима се покривају трошкови камата, а већи степен покрића аутоматски значи и већу заштићеност интереса поверилаца, односно бољу кредитну способност предузећа. Прецизнија информација о способности предузећа да намирује своје фиксне обавезе подразумевала би да се у износ трошкова укључи и плаћање фиксних најмова и трошкова главнице дуга, с обзиром на то да тек њихово намирење гарантује да је предузеће у могућности да финансира све своје обавезе (*Ibid*). Вредност рација покрића расхода на име камата мања од 1 говори о томе да способност компаније да редовно сервисира своје обавезе може бити угрожена чак и најмањим застојима у приливу средстава, а сматра се да тек вредност већа од 1,5 донекле пружа заштиту поверилаца и могућност компаније да одговори на евентуалне поремећаје на тржишту. Сматра се да компаније које се баве пружањем услуга водоснабдевања или нпр. снабдевања струјом треба да имају вредност овог рација од најмање 2, с обзиром на њихову редовност прихода,

док се за индустријске компаније (нпр. производња аутомобила, машинска индустрија) очекује да однос пословног добитка и расхода од камата буде најмање 3.

Оцена вредности овог показатеља значајно зависи од редовности готовинских прилива, тако да компаније се редовнијим приходима имају већи капацитет задуживања од оних са мање редовним и мање предвидљивим наплатама. Вредност овог показатеља такође је потребно сагледати и у светлу тенденција каматних стопа на тржишту, тенденција услова привређивања и могућности финансирања пословања из нових дугорочних извора (*Ibid*).

Способност компаније да плаћа дугове представља једну од значајнијих иницијалних информација за инвеститоре у акције. Аналитичари који детаљно истражују поједине акције често ће анализирати рацио покрића расхода на име камата на кварталном нивоу, за неколико година уназад, како би стекли прецизну информацију о трендовима у компанији. Поред промена вредности самог показатеља, инвеститоре интересују и трендови у вредности имениоца и делиоца, како би на време уочили евентуално најнеповољнију ситуацију за своје власништво – раст дугова уз истовремено смањење добитка.

Показатељи профитабилности користе се да би се остварени ефекти активности компаније сагледали у односу на ниво прихода од продаје или у односу на средства уложена у њихово стицање, дајући на тај начин одговор на два питања: који део сваког динара прихода од продаје представља добитак (профит) и колики профит доноси сваки динар ангажованих средстава.

Оцена профитабилности компаније представља један од највећих изазова за аналитичаре и финансијске службенике. Иако општа дефиниција каже да профит представља разлику између прихода и трошкова, проблеми настају када се, зарад будућих пословних користи, у садашњости мора жртвовати одређени део профита. Стога, садашња профитабилност компаније може давати потцењену слику њених будућих профитних капацитета. Такође, рачуноводствене мере профита не узимају у обзир ризик пословања појединачних компанија, али и привреде у којој оне послују. Показатељи профитабилности, додатно, нису упоредиви са неком референтном вредношћу, већ превасходно зависе од целокупне тренутне ситуације на тржишту и

могућих алтернатива улагања. Са аспекта инвеститора, компанија је профитабилна само уколико улагањем у њене хартије од вредности инвеститори могу остварити већи принос него улагањем у алтернативне тржишне материјале.

Као показатељ односа профита и прихода од продаје користи се нето стопа добитка (маржа приноса, *Profit Margin*), којим се изражава процентуално учешће профита у укупним приходима компаније. Значајни показатељи су и стопа бруто добитка (*Gross Profit Margin*) у чијем израчунавању се у однос стављају бруто добитак (алтернативно: *EBITDA*) и нето приход од продаје, као и стопа пословног добитка (*Operating Profit Margin*), која се добија као однос пословног добитка (добитка пре одбијања трошкова камата и пореза) и нето прихода од продаје. Ови показатељи говоре о способности компаније да продаје производе по високој цени, односно да има мале трошкове производње. Иако раст прихода може бити позитивна вест за компанију, уколико је повећане приходе пропратио раст трошкова бржи од раста прихода, доћи ће до пада стопе добитка и добити реалнија слика о (не)ефикасности пословања. Компанија која има вишу стопу добитка у односу на конкуренцију највероватније има добру контролу трошкова.

С обзиром на то да се у обрачуну користе укупни приходи, стопа добитка и бруто стопа добитка не говоре о способности компаније да оствари приход на уложена средства (укупни или акционарски капитал), те у том смислу, нису директне мере профитабилности (*Ibid*). У пракси, ниже стопе добитка могу бити узроковане и агресивном ценовном стратегијом, о чему аналитичари треба да се додатно информишу како би правилно оценили пословање анализиране компаније. Стопе добитка значајно се разликују у различитим привредним гранама, тако да, генерално посматрано компаније које се баве трговином имају ниже стопе добитка у односу на услужне компаније, авио компаније имају стопу бруто добитка од око 5% , а информатичке компаније могу имати вредност овог показатеља чак и до 90%. Поређењем нето и бруто стопе добитка може се доћи до информације о томе колико компанија издваја на непроизводне трошкове, као што су трошкови маркетинга, администрације, итд. Примера ради, авио компаније ће, вредност нето стопе добитка највероватније имати на нивоу од око 4% (дакле тек нешто испод вредности бруто стопе добитка), док исти показатељ за информатичке компаније може да буде неколико пута нижи од њене бруто стопе добитка. Компаније које имају високе стопе

добитка у односу на конкуренцију најчешће поседују и извесне конкретне компаративне предности, али и већи степен сигурности у случају неповољних тржишних прилика за целу индустрију. Промене у вредности бруто и нето стопе добитка у историјским серијама увек су добри индикатори дешавања у компанији и трендова којима је подложна, стога се ови показатељи највише користе у идентификацији трендова у пословању компаније.

Стопа приноса на укупну пословну имовину (*Return On Assets*, *ROA*), у бруто износу (однос бруто добитка (алтернативно: *EBITDA*) и просечног износа укупне пословне имовине) или нето износу (однос нето добитка и просечног износа укупне пословне имовине) представља уобичајену меру квалитета перформанси компаније и њеног менаџмента ([Жаркић Јоксимовић, 2008](#)). Практично свако је у стању да оствари велике приходе са великом расположивом имовином, али је права мера квалитета компаније остваривање значајних прихода уз минималну вредност расположивих средстава. Инвеститори преферирају компаније чија је стопа приноса на укупну пословну имовину најмање 5%, мада ова вредност значајно зависи и од привредне гране и од тренутне ситуације на тржишту.

Вредност стопе приноса на укупну пословну имовину може се повећати повећањем стопе добитка или бржим обртом пословних средстава, али у оба случаја ограничење долази од стране тренутне ситуације на тржишту и конкуренције. Ова логика користи се и у тзв. Ду Понт анализи (*DuPont analysis*), којом се анализира међузависност нето добитка, нето прихода од продаје и просечно ангазоване пословне имовине. Ду Понт анализа се користи за тумачење натпросечних (испод просечних) стопа приноса појединих компанија према неком од три различита фактора.

Стопа приноса на капитал (*Return On Equity*, *ROE*) представља однос нето профита са просечним износом акционарског капитала у посматраном периоду. Слично као и стопа приноса на укупну имовину, висока вредност стопе приноса на капитал индикатор је компаније која има значајне компаративне предности у односу на конкуренцију. Истовремено вредност стопе приноса на капитал представља и максималну могућу меру раста прихода компаније на годишњем нивоу, с обзиром на

то да се додатни приход не може увећати брже од вредности овог показатеља без ангажовања додатних средстава (повећања дугова или емитовања нових акција).

Вредност стопе приноса на капитал може бити индикатор компанија са добрим перформансама, али без додатне анализе кроз временске периоде или анализе других индикатора немогуће је рећи да је реч о перспективној компанији само на основу овог показатеља. Иако пракса показује да многи инвеститори у разматрање узимају само компаније које имају вредност стопе приноса на капитал веће од 15%, висока вредност ове стопе може значити и велику зависност компаније од дуга или може бити узрокована деформацијама које се јављају у различитом обрачуна појединих билансних ставки.

Однос стопе приноса на капитал и стопе приноса на укупну пословну имовину показује колико компанија добро користи финансијски леверидж, с обзиром на то да уколико компанија остварује принос на укупна средства већи од трошкова камата, то ће се позитивно одразити на вредност приноса на сопствени капитал.

Информације о тржишној вредности компаније није могуће пронаћи у билансу стања и билансу успеха, али, са друге стране, ове информације говоре много о позицији компаније на тржишту капитала и представљају скоро обавезни део штампаних и интернет инструмената комуникације. На ефикасном тржишту, тржишна цена акција одсликава све информације везане за пословање компаније, те стога тржишна вредност (капитализација) компаније открива стварну вредност имовине која је исказана у билансу стања.

Зарада по акцији (*Earnings Per Share, EPS*) представља део нето добитка који, након исплате дивиденде преференцијалним акционарима, „припада“ свакој од постојећих обичних акција компаније и користи се за оцену профитабилности компаније. Из калкулације зараде по акцији искључују се емитоване а непродате акције, као и акције које су откупљене и повучене.

Са аспекта власника обичних акција пожељан је раст овог показатеља, с обзиром на то да он указује на потенцијалне високе приносе кроз дивиденде, уколико се целокупна зарада по акцији исплати акционарима или на могућност будућег раста предузећа кроз задржавање прихода. Вредност *EPS*-а се пореди са вредношћу овог

показатеља у претходном периоду, вредношћу у сличним предузећима или са просеком гране у којој предузеће послује (*Ibid*). Зарада по акцији се користи као једна од првих информација о профитабилности предузећа, али, са друге стране, овај показатељ не узима у обзир износ капитала потребног за остваривање датог нивоа добитка. За потребе анализе зараде по акцији аналитичари могу, поред калкулације овог показатеља само на основу рачуноводствених извештаја, вредности нето добитка додати/одузети све промене које се сматрају једнократним (оствареним само у једном извештајном периоду), како би се стекао бољи увид у реалну зарађивачку моћ компаније. Такође, поједини аналитичари рачунају кеш EPS, као прецизнији показатељ.

Однос тржишне цене и зараде по акцији (*Price-Earnings Ratio, P/E, price multiple, earnings multiple*) представља количник тржишне цене акције и вредности зараде по акцији у последњем посматраном периоду. Овај однос показује колико би потенцијални акционар морао да плати при куповини једне акције да би тиме обезбедио будућу годишњу зараду од једног динара по акцији (*Ibid*). Виша вредност P/E рација говори о томе да инвеститори антиципирају већи раст прихода компаније у будућности, а вредност овог показатеља мања од 1 говори да би инвеститори данас платили мање од једног динара за будући раст од преко једног динара. Компаније у експанзији често имају вишу вредност овог показатеља од зрелих компанија, а висока вредност може значити и да је компанија на тржишту прецењена. Просечне вредности P/E рација углавном се крећу на нивоу од око 15-30 (*Ibid*), али су варијације велике у зависности од врсте индустрије и тренутне опште привредне ситуације. Компаније које имају губитке немају P/E рацио.

PEG рацио представља однос вредности P/E рација и очекиване стопе раста прихода. Већина аналитичара се слаже да вредности PEG рација мања од 1 говори о компанији чија је вредност акција потцењена и која има добру перспективу на тржишту капитала. Тачност PEG рација значајно варира од тога да ли се користе историјске стопе раста прихода, које могу одступати од будућних, или пројектоване будуће стопе раста и њихове тачности. Вредносни инвеститори, које подједнако интересује и дивиденда, могу чешће користити PEGY рацио, који, поред стопе раста прихода у обзир узима и стопу дивиденде.

Однос тржишне и књиговодствене вредности по акцији (*Market to Book, Price to Book, P/B, M/B, price-equity ratio*) утврђује се поделом тржишне цене по акцији са књиговодственом вредношћу по акцији. Сматра се да овај однос изражава тржишну процену перспектива предузећа. Уколико је виши од 1, то значи да тржиште више вреднује зарађивачку способност предузећа од износа који би могао да се добије његовом ликвидацијом. Иако вредности инвеститори често трагају за компанијама које имају вредности P/B рација ниже од 1, што би требало да значи да је компанија потцењена, то може значити и да у компанији постоје озбиљни проблеми, који је чине практично мртвом за тржиште. Вредност овог показатеља значајнија је у капитално интензивним индустријама, с обзиром на то да се из његове калкулације искључује нематеријална имовина, која може бити кључни покретач тржишне цене у младим индустријама. Додатни проблеми у коришћењу P/B рација произилазе из проблематичног обрачуна књиговодствене вредности имовине, чињенице да се на краatak рок овом вредношћу може манипулисати без стварних промена у обиму активности компаније (задржавање имовине), итд. P/B рацио се често користи у комбинацији са стопом приноса на капитал (ROE), с обзиром на то да висока вредност P/B рација и ниска вредност показатеља ROE често значи да је компанија нереално процењена од стране инвеститора. Вредност P/B и ROE рација требало би кроз време да се креће у истом смеру.

Показатељи дивиденде у први план стављају принос на акцију, што је за већину акционара један од кључних показатеља. Један од најзначајнијих практичних показатеља дивиденде је дивидендна стопа (*Dividend Yield*), која се добија стављањем у однос вредности исплаћене дивиденде по акцији и тржишне цене по акцији. Дивидендном стопом се изражава принос акционара на тржишну цену по акцији и оцењује се у односу на друге инвестиционе алтернативе сличног степена ризика. При анализи овог показатеља треба имати у виду да предузећа у експанзији највећи део добитка акумулирају, те стога имају неповољнији однос дивиденде и тржишне цене. Мања дивидендна стопа у том случају, компензована је растом тржишне цене (капиталним добитком) (*Ibid*).

Показатељ	Скраћеница, назив на енглеском језику	Формула
Рацио опште ликвидности	<i>Current Ratio, Liquidity Ratio, Cash Ratio</i>	$\frac{\text{Обртна средства}}{\text{Краткорочне обавезе}}$
Рацио редуциране ликвидности	<i>Quick Ratio, Acid-Test Ratio</i>	$\frac{\text{Обртна средства} - \text{залихе}}{\text{Краткорочне обавезе}}$
Рацио задужености	<i>Debt Ratio</i>	$\frac{\text{Позајмљени извори}}{\text{Укупни извори}}$
Рацио структуре капитала	<i>Debt/Equity Ratio, D/E</i>	$\frac{\text{Укупан дуг}}{\text{Сопствени извори}}$
Рацио покрића расхода на име камата	<i>Interest Coverage Ratio</i>	$\frac{\text{Пословни добитак (алтернативно: EBITDA)}}{\text{Расходи на камату}}$
Нето стопа добитка	<i>Net Profit Margin</i>	$\frac{\text{Нето добитак}}{\text{Нето приход од продаје}}$
Стопа бруто добитка	<i>Gross Profit Margin</i>	$\frac{\text{Бруто добитак (алтернативно: EBITDA)}}{\text{Нето приход од продаје}}$
Стопа пословног добитка	<i>Operating Profit Margin</i>	$\frac{\text{Пословни добитак}}{\text{Нето приход од продаје}}$
Стопа приноса на укупну пословну имовину	<i>Return On Assets, ROA</i>	$\frac{\text{Нето добитак}}{\text{Просечна укупна пословна имовина}}$
Стопа приноса на капитал	<i>Return On Equity, ROE</i>	$\frac{\text{Нето добитак}}{\text{Просечна сопствена имовина}}$
Зарада по акцији	<i>Earnings Per Share, EPS</i>	$\frac{\text{Нето добитак}}{\text{Просечан број сопствених акција}}$
Однос тржишне цене и зараде по акцији	<i>Price-Earnings Ratio, P/E</i>	$\frac{\text{Тржишна цена обичних акција}}{\text{Зарада по акцији}}$
	<i>PEG Ratio</i>	$\frac{\text{Однос тржишне цене и зараде по акцији}}{\text{Годишњи раст зараде по акцији}}$
	<i>PEGY Ratio</i>	$\frac{\text{Однос тржишне цене и зараде по акцији}}{\text{Годишњи раст зараде по акцији} + \text{дивидендна стопа}}$
Однос тржишне и књиговодствене вредности по акцији	<i>Market to Book, Price to Book, P/B, M/B</i>	$\frac{\text{Тржишна цена обичних акција}}{\text{Књиговодствена вредност по акцији}}$
Дивидендна стопа	<i>Dividend Yield</i>	$\frac{\text{Исплаћена дивиденда по акцији}}{\text{Тржишна цена по акцији}}$

Табела 2. Формуле за израчунавање најзначајнијих финансијских показатеља

Тржишта и аналитичари неретко развијају нове показатеље и рацио бројеве, за чије израчунавање очекују додатне податке од компанија. Пре него што службеници за односе са инвеститорима почну да објављују такве податке, они морају бити подробно анализирани од стране управе и рачуноводства предузећа, како би се потврдило да дају стварну слику оцењиване величине.

Иако велики број финансијских аналитичара и инвеститора у анализи компанија користе превасходно финансијске показатеље, приликом спровођења оваквих анализа треба имати у виду да су вредности ових показатеља неретко повезане и да, уколико постоји погрешан приказ у рачуноводственим извештајима, ниједан од ових

показатеља неће одсликавати праву слику квалитета анализиране компаније. Аналитичари морају бити свесни свих ограничења и извршити потребна прилагођавања финансијских извештаја за потребе рачио анализе (дефлационирање, елиминисање утицаја сезонских и цикличних кретања, упросечавање одређених вредности), јер се у супротном може доћи до погрешних закључака.

Управо због потенцијалних грешака и несавршености које прате рачио анализу аналитичарима се препоручује и праћење података који се не налазе у рачуноводственим извештајима: промене у броју запослених и промене у менаџменту, однос компаније према јавности, квалитет корпоративног управљања, промене у услугама које се нуде купцима и клијентима и друге промене које се односе на општу слику компаније у јавности.

5.3. Нематеријалне и нефинансијске информације

Иако појмови као што су истраживање и развој, иновације и сл, који се опет најчешће везују за вредност нематеријалне имовине компаније, по аутоматизму асоцирају на младе и иновативне компаније, овакав приступ овој врсти имовине могао би бити грешка. У данашње време нематеријална имовина постоји практично у свим индустријским гранама.

Промене у глобалној економији, али и строжа регулатива и измењена перцепција улоге предузећа у савременом друштву утицали су на раст значаја нематеријалне имовине и нефинансијских показатеља у пословању свих привредних субјеката. Паралелно са тим, долази до пада значаја вредности класичних финансијских показатеља и њиховог утицаја на стварање конкурентске предности и одржавање тржишне позиције и обимнијег извештавања о нефинансијским подацима путем свих расположивих инструмената комуникације са инвестиционом јавношћу.

„Богатство и раст у модерним економијама превасходно су условљени нематеријалном имовином, која је дефинисана као извор очекивања будућих користи, који нема материјални облик или опипљиву материјалну вредност. Патенти, развој будућих производа, брендови, стратешка партнерства, листе клијената, ланац снабдевања или продаје заснован на интернету – све су то примери нематеријалне имовине. Доминантна тржишна позиција, натпросечни профит, а

понекад и привремена монополска предност се данас најлакше остварују кроз темељан развој нематеријалне имовине.“ ([Hand и Lev, 2003](#)).

Раст значаја нематеријалне имовине снажно се одражава на вредност предузећа. Данас се може рећи да значајан део, могуће и више од половине тржишне капитализације највећих компанија, потиче управо из вредности њихове нематеријалне имовине ([Lev, 2004](#) , [Laskin, 2014](#)). Укупна тржишна вредност компанија којима се тргује на америчким берзама пет пута је већа од вредности која је уписана у њиховим билансима ([Lev, 2005](#)), што се директно може приписати управо вредности њихове нематеријалне имовине. У време када се практично сва материјална имовина може брзо створити, копирати или купити, нематеријална имовина у виду нових производа, иновативних процеса и људских ресурса или ефикаснијег повезивања постојећих материјалних ресурса постаје кључна за успех како великих корпорација, тако и малих, иновативних предузећа ([Laskin, 2014](#)).

Професори рачуноводства са универзитета у Пенсилванији и *Stanford Law School* – Итнер и Ларкер у чланку 2000. године у *Financial Times*-у наводе: „Иако је крајњи циљ максимизирање финансијских резултата, тренутни финансијски показатељи можда не одсликавају довољно добро дугорочне користи од данас донесених одлука. Узмимо као пример, инвестиције у истраживање и развој програма задовољства потрошача. У складу са рачуноводственим правилима у САД, ови трошкови морају бити евидентирани у периоду у ком настају, на тај начин смањујући актуелни профит. Али, успешно истраживање у овој области ће донети будући профит уколико се реализује. Слично, инвестиције у програме задовољства потрошача могу допринети перформансама компаније у будућности, кроз раст прихода или лојалност постојећих купаца, привлачење нових клијената или смањивање трансакционих трошкова. На тај начин, нефинансијске информације могу обезбедити недостајућу везу између користи очекиваних од ових активности и финансијских резултата у садашњости, кроз омогућавање да се сагледају будући рачуноводствени показатељи и перформансе акција.“ ([Ittner и Larcker, 2001](#))

Значај вредности нематеријалне имовине јасно препознају, како корпоративни и финансијски менаџери, тако и финансијски аналитичари и професионални инвеститори. [Boerner, 2008](#), прецизира: „Информације које су интересантне

инвеститорима укључују и информације о вашим производима - отров (у играчкама, прехранбеним производима или храни за кућне љубимце), политику људских права у удаљеним фабрикама, рањивост ланаца снабдевања, посвећеност компаније и доступност информација на теме климатских промена и глобалног загревања, продају опреме коју стране државе могу користити у сврху наоружавања, ценовну политику за фармацеутске компаније, итд.

Иако традиционални финансијски показатељи и даље играју значајну улогу у процени вредности листираних компанија, аналитичари желе да „докуче“ шта је то што стоји „иза“ тих бројки ([Chandler, 2014](#)). Нематеријална имовина објашњава откуд потичу приходи компаније, омогућава боље и дубље разумевање пословног модела компаније и говори о правим разлозима успеха или неуспеха неке компаније. Истраживања показују да на одлуку о куповини или продаји одређених хартија од вредности значајно утичу информације о нематеријалној имовини компаније ([Laskin, 2014](#)). Другим речима, инвеститори који у одлуку о инвестирању укључе и интерпретацију нефинансијских информација имају већу вероватноћу да донесу исправну одлуку о трговини. Такође, финансијски успех предузећа у одређеном периоду не мора нужно бити резултат само квалитетних пословних одлука, већ може проистећи из срећног случаја или сезонских осцилација. Стога, да би инвеститорима и акционарима пружили боље разумевање компаније службеници за односе са инвеститорима морају уложити посебан напор за комуницирање нематеријалних информација и нефинансијских показатеља инвестиционој јавности ([Laskin, 2014](#)).

Чињеница је да ће инвеститори у своје одлуке укључивати и сазнања која имају о нефинансијским показатељима појединих компанија, без обзира на то да ли их сама компанија објављује на одговарајући начин или их инвеститори морају посредно анализирати. Због тога је задатак службеника за односе са инвеститорима да ове информације чине доступним кроз одговарајуће инструменте комуникације, како би на тај начин остварили значајне конкурентске предности за своју компанију на тржишту капитала. Кроз комуницирање нефинансијских података службеници за односе са инвеститорима имају могућност да инвеститоре и акционаре дугорочније вежу за себе, скрећући њихову пажњу са кварталних цифарских извештај на дугорочну перспективу компаније, чиме се остварује поверење инвеститора, што, са друге стране, утиче на стабилизацију кретања цена акција.

Оно што остаје као проблем приликом комуницирања нефинансијских информација финансијској заједници јесте пре свега неконзистентност ових информација за потребе анализе и поређења имовине ([Ler, 2004](#), [Laskin, 2014](#)). Разноврсност аспеката који могу бити оцењивани, различите мерне скале, различити временски оквири и други аспекти стварају конфузију приликом употребе ових информација, уместо да допринесу поправљању позиције компаније. Због тога је неопходно што прецизније дефинисати нефинансијске показатеље које компаније дистрибуирају инвестиционој заједници и обезбедити, у највећој могућој мери, њихову упоредивост између различитих компанија, привреда и у различитим периодима.

Приликом описивања нематеријалне имовине већина аутора најчешће користи израз нефинансијски показатељи и ова два појма често се користе као синоними ([Laskin, 2014](#)). Иако је то случај у пракси, треба имати у виду да је поједине ставке нематеријалне имовине могуће приказати и путем финансијских показатеља, те у том смислу треба правити додатну разлику између ова два појма. Примера ради, бренд, као врста нематеријалне имовине представља мерљиву величину и подаци о вредности бренда великих мултинационалних компанија редовно се објављују на интернет презентацији компаније *Interbrand*. Тако је, за 2014. годину највреднији био бренд компаније *Apple Inc.*, чија је вредност износила 118,83 милијарди долара ([2014 Rankings, Interbrand](#)). Такође, постоје сличне институције које мере вредност послова истраживања и развоја у великим компанијама, као и других облика нематеријалне имовине.

Пребацивање акцента интересовања инвестиционе заједнице на нефинансијске информације, али и инерција да службеници за односе са инвеститорима често и даље раде у секторима задуженим за финансије и сл, ствара ситуацију у којој инвеститори траже одговоре на нефинансијска питања од финансијских стручњака и тиме остају ускраћени за суштинске податке који их интересују, а компаније остављају лош утисак на представнике инвестиционе заједнице.

Упркос теоријски препознатом значају нефинансијских информација у области процене вредности компанија, оне нису у пракси довољно вредноване нити им се посвећује довољно пажње од стране менаџмента. У пракси недостаје правилно

комуницирање, тумачење и процена нефинансијских информација компанија имовине ([Ler, 2004](#), [Laskin, 2014](#)). На тај начин, посебно када су у питању управо компаније чија се главна конкурентска предност састоји управо у информацијама које се не могу лако искомунитирати помоћу традиционалних финансијских показатеља, долази до неадекватне алокације финансијских средстава и пропуштања добрих инвестиционих прилика.

Разлози за овај проблем донекле леже и чињеници да аналитичари и инвеститори, лоцирани изван самих компанија, нису у могућности да обухвате све информације о потенцијалу нематеријалне имовине, у смислу стварања профита. Велики број постојећих и традиционалних финансијских показатеља, заједно са великим бројем компанија чију је анализу потребно обавити инвеститоре доводи у позицију да приликом доношења одлуке о инвестирању у разматрање узимају поједностављене финансијске извештаје компанија, који не садрже довољно информација о нефинансијским показатељима имовине ([Laskin, 2014](#)). Са друге стране, и службеници за односе са инвеститорима често пропуштају да објаве довољно информација о нематеријалној имовини и могућности ове имовине да допринесе стварању профита. Додатно, извршни директори у компанијама, запослени на пословима истраживања и развоја и други који имају информације о нематеријалној имовини неретко пропуштају да своја знања пренесу на време највишем менаџменту и на тај начин допринесу исправној процени вредности сопствених активности у оквиру предузећа. Одговарајућа комуникација нематеријалних информација може сама по себи бити користан инструмент комуникације са инвеститорима у ситуацији када друге компаније не комуницирају ове податке јавности.

Иако менаџери и финансијски аналитичари интуитивно схватају значај нефинансијских информација, недостаје им довољно знања и алата за њихову правилну оцену. Неретко се дешава да се величине као што су вредност активности истраживања и развоја у компанији, снага изграђених веза са традиционалним добављачима или купцима, вредност брэнда или очекиване користи од едукације запослених, оцењују произвољно, на вишем нивоу у одређеним временима, а на nižем у другим, у зависности од опште климе у привреди и других дешавања. То додатно доприноси и нереалној процени стабилности (односно волатилности) цене

појединачних хартија од вредности и самог тржишта, на основу значаја који инвестициона заједница у датом моменту даје вредности нематеријалних показатеља.

Проблеми приказивања и обрачуна вредности нематеријалне имовине у рачуноводственим извештајима предузећа добро су познати свима који се баве овом проблематиком. Рачуноводствени стандарди не захтевају претерано детаљне информације о нематеријалној имовини нити укључују нефинансијске показатеље. Традиционално рачуноводство, формирано за потребе изражавања материјалне имовине сусреће се са значајним проблемима обрачуна вредности нематеријалне имовине у време када она све више добија на значају у пракси.

У рачуноводственом смислу изражавање нематеријалне имовине регулисано је Међународним рачуноводственим стандардима – Стандард 38, Нематеријална улагања^[1]. Нематеријална имовина је немонетарна имовина без физичке суштине која се може идентификовати. Према Контном оквиру Републике Србије у нематеријална улагања убрајају се: улагања у развој, концесије, патенти, лиценце и слична права, гудвил, остала нематеријална улагања, нематеријална улагања у припреми и аванси за нематеријална улагања. Овај стандард се, између осталог, примењује и на издатке оглашавања, обуке, започињања пословања, истраживања и развоја. Активности истраживања и развоја су усмерене на развој знања. Стога, иако резултат ових активности може бити и имовина са физичком суштином (на пример, прототип) физички елемент ове имовине је секундаран у односу на његову нематеријалну компоненту, а то је знање садржано у њему ([Међународни рачуноводствени стандарди, Министарство финансија](#)). Први од проблема приликом идентификације нематеријалне имовине лежи у чињеници да је за одређена средства присутна и материјална и нематеријална компонента, те је упитно у коју ставку сврстати таква средства.

^[1] Изузетак су нематеријална улагања која су у оквиру других Међународних стандарда финансијског извештавања, као што су: нематеријална улагања која се држе ради продаје у редовном пословању, одложена пореска средства, уговори о лизингу нематеријалних улагања и средства која су повезана са накнадама запослених. - Међународни рачуноводствени стандарди, Министарство финансија, <http://www.mfin.gov.rs>

Неке од врста нематеријалне имовине не задовољавају услове за признавање имовине у пословним књигама, односно билансима. Да би се нека нематеријална имовина признала као део билансне активе она мора испуњавати следеће услове:

- идентификација (да се имовина може препознати)
- контрола над имовином (да ли предузеће контролише и има могућност да спречи друге субјекте да остварују пословне користи од нематеријалне имовине) и
- будуће економске користи (стварање новчаних прилива).

Недостатак прецизних алата за процену, недовољно информисање и мале могућности међусобног поређења доводе до систематског потцењивања нематеријалне имовине, што узрокује потцењивање укупне вредности компанија и смањује могућност њиховог потенцијала развоја имовине ([Laskin, 2014](#)).

Потребу прецизније оцене пословања компанија уз укључивање и нефинансијских информација први су препознали почетком деведесетих година XX века амерички професори *Robert S. Kaplan* и *David P. Norton*, који су развили концепт за мерење утицаја садашњих активности компанија на реализацију њихових дугорочних циљева - Балансирани скоркард (*Balanced Scorecard*). Поред финансијских резултата концепт Балансираног скоркарда укључује и три категорије које у себе укључују и неке нематеријалне вредности:

- Унутрашња перспектива – која укључује процесе, одлуке и активности које се дешавају унутар компаније. Поред ефикасности и трошкова ова категорија укључује и циљеве компаније, иницијативу запослених, итд.
- Перспектива клијента – којом се оцењује пословање компаније из перспективе клијента, што укључује и време настанка нових или унапређених производа, задовољство купаца, итд.
- Перспектива иновација и учења – која подразумева развој нових производа, унапређење процеса итд ([Kaplan и Norton, 1992](#)).

За развој Балансираног скоркарда аутори су добили награду Америчког рачуноводственог удружења (*American Accounting Association*) за најбољи теоријски

допринос професији, а овај концепт је до данас један од највише коришћених у анализи стратегије компанија ([Laskin, 2014](#)). Са аспекта нематеријалне имовине највећи допринос Каплана и Нортонa управо је у давању значаја нефинансијским показатељима и дугорочним циљевима и потреби њиховог „балансирања“ са краткорочним и финансијским показатељима, за потребе дугорочно одрживог пословања компаније.

Једна од првих прецизнијих дефиниција нематеријалне имовине дата је од стране америчког професора рачуноводства и финансија *Baruch Lev*-а, „гуруа нематеријалне имовине“, који је нематеријалну имовину дефинисао на следећи начин: „Нематеријална имовина је обећање будућих користи која није физички или финансијски (акције и обвезнице) материјализована ([Lev, 2000](#))“. Лев дефинише четири категорије нематеријалне имовине:

- Производи и услуге – представљају нематеријалну имовину која је директно везана за резултате пословања. Иако је категорија производа и услуга често скоро нераскидиво везана за физичку имовину (нпр. подаци садржани на конкретном диску или другом медију) одређене категорије производа и услуга такође се могу сврстати у нематеријалну имовину.
- Односи са клијентима – категорија која је уско повезана са брендом, имиџом компаније, рекламирањем и односима са јавношћу. У ситуацији када компанија има могућност да клијентима скупе наплати своје производе и услуге због њихове лојалности, квалитет односа са клијентима постаје нематеријална вредност компаније.
- Људски ресурси – обухватају иницијативу запослених, систем награђивања или едукацију запослених, који могу резултовати у повећаној продуктивности запослених и мањем степеном отказа и циркулације запослених у компанији, што доводи до позитивних финансијских резултата.
- Организациони капитал – под којим се подразумевају пословне процедуре и организационе карактеристике које компанијама омогућавају да остваре натпросечне резултате кроз раст прихода или снижавање трошкова, као што је нпр. ланац снабдевања компаније *Walmart* (*Ibid*).

Поред теоријских разматрања, вредновање нематеријалне имовине укључено је и у алате појединих ревизорских кућа и међународних финансијских институција. За потребе студије спроведене 1997. године ревизорска кућа *Ernst & Young* кориговала је и детаљније описала категорије дефинисане од стране Каплана, Нортонa и Лева и придодала им категорију „Квалитет комуникације са инвеститорима“ ([Ernst & Young, 1997](#)).

У истој студији наведено је и који су разлози истраживања нефинансијских показатеља приликом анализе пословања компанија: „Проницљиви корпоративни лидери покушавајући да одговоре на управљачке изазове будућности схватају да постоји угрожавајући дисконтинуитет између нето профита и дугорочних циљева. Делење знања, задовољавање клијената и перфекција производа представљају инвестиције на дуги рок – које се често спроводе на уштрб краткорочних извештајних резултата. У основи овог новог начина размишљања је растући скуп доказа који показују да ослањање само на финансијске показатеље може знатно подрити стратегије које водеће компаније морају спроводити да би преживеле на дуги рок (*Ibid*).“ Према овој студији, више од 60% инвеститора активно користи нефинансијске информације у свом одлучивању и анализама, а највише их интересују нефинансијске информације које се односе на топ менаџмент и стратегију компаније. У том смислу, студија *Ernst & Young*-а значајно је допринела не само анализи нефинансијских показатеља, већ и њиховом утицају на одлуке инвеститора.

И ревизорска кућа *PricewaterhouseCoopers* је у сарадњи са Центром за корпоративно грађанство Универзитета у Бостону развила и спровела истраживање на тему „екстра – финансијских информација“, и то кроз интервјуе са брокерима и менаџерима инвестиционих фондова у Европи и САД, 2005. године. Резултати овог истраживања су показали да водећи финансијски аналитичари вреднују информације о квалитету менаџмента, стратегији компаније, иновативном потенцијалу компаније или степену задржавања квалитетних запослених, иако ове информације нису директно финансијски мерљиве ([Hummels и Wood, 2005](#)).

У оквиру своје студије истраживачи из *PricewaterhouseCoopers*-а и Универзитета у Бостону анализирали су 13 категорија индикатора, сврстаних у три групе: финансијске, екстра - финансијске и социјално, етичке и индикаторе који се односе

на окружење. У финансијске факторе спадају: подаци из биланса стања, подаци из биланса успеха, подаци о токовима готовине и подаци о акцијама и рачно показатељи. Када је реч о екстра - финансијским информацијама, у питању су: квалитет менаџмента, јачина тржишне позиције, корпоративна култура, квалитет производа и услуга, ниво задовољства купаца и управљање.

Иако је списак финансијских и екстра – финансијских информација које су дефинисали истраживачи из *PricewaterhouseCoopers*-а и Универзитета у Бостону сличан претходно постојећим истраживањима, значајна новина коју је донела студија *PricewaterhouseCoopers*-а у односу на претходна истраживања је дефинисање и анализа утицаја социјалних, етичких и информација везаних за окружење на одлучивање и ставове инвеститора. Анализа је показала да су аналитичари углавном упознати са наведеним факторима у компанијама и секторима које прате, али да према овој врсти информација имају одређену резервисаност, посебно уколико нису потврђене и од стране ревизора. Социјалне, етичке и факторе који се односе на природно окружење аналитичари више користе као информације о контексту у ком компаније послују, него као кључне факторе за одлучивање приликом оцене инвестиција у редовном пословању (*Ibid*). Са друге стране, уколико неки од ових фактора озбиљније угрозе пословање компаније, њихов утицај ће бити значајније анализиран од стране инвеститора и аналитичара.

Поред теоретичара и ревизорских кућа, пажњу значају утицаја нефинансијских информација на перформансе компанија посветила је и Организација за економску сарадњу и стабилност (*OECD*), која је дефинисала следеће категорије нефинансијских информација: инфраструктура информационог система, производња и технологија, људски ресурси, организација и администрација, набавка, дистрибуција и мрежа купаца и посматрала степен инвестирања у сваку од ових категорија понаособ ([Laskin, 2010](#)).

Још једну занимљиву студију о значају нефинансијских информација спровела је PR компанија *Hill & Knowlton*, која се у свом истраживању 2006. године посебно оријентисала на посебну врсту нефинансијских информација – репутацију компаније. Према њима: „репутација има посебан значај за перформансе листираних компанија, кроз оцене и инвестирање финансијске јавности ([Hill & Knowlton, 2006](#)).“

Hill & Knowlton су идентификовали следеће кључне факторе репутације као нефинансијске имовине: спровођење стратегије компаније, јасна и конзистентна комуникација са акционарима и транспарентно извештавање и квалитетно управљање.

Резултати истраживања су показали да преко 90% финансијских професионалаца сматра да репутација кључно утиче на перформансе компаније на финансијском тржишту, као и да су најзначајнији нефинансијски фактори за одлучивање инвеститора квалитет менаџера и корпоративна стратегија (*Ibid*).

Велики број истраживања и анализа спроведених на тему утицаја нефинансијских показатеља и информација на положај компаније на финансијским тржишту, и у окружењу уопште, наводи на потребу сумирања и поређења ових приступа, како би се, са аспекта послова односа са инвеститорима за потребе истраживања информационог садржаја инструмената комуникације у оквиру овог рада пронашла комбинација фактора који на најбољи могући начин могу описати актуелно стање на домаћем тржишту капитала. Фактори који су извојени у претходно наведеним истраживањима сумирани су у табели 3.

<i>Lev</i>	<i>Kaplan и Norton</i>	<i>Ernst&Young</i>	<i>PWC</i>	<i>OECD</i>	<i>Hill & Knowlton</i>
Производи / услуге	Финансијска перспектива	Квалитет управљања	Финансијски фактори	Информациони систем	Спровођење стратегије Комуникација са акционарима Извештавање и управљање
Односи са купцима	Интерна перспектива	Систем награђивања	Квалитет менаџмента	Производња и технологија	
Људски ресурси	Перспектива клијента	Корпоративна култура	Тржишна позиција	Људски ресурси	
Организациони капитал	Перспектива иновација и учења	Задовољство купаца	Корпоративна култура	Организација и администрација	
		Тржишна позиција	Производи и услуге	Набавка, дистрибуција и мрежа купаца	
		Производи и услуге	Задовољство купаца		
		Развој нових производа	Управљање		
		Комуникација са инвеститорима	Социјални, етички и фактори окружења		

Табела 3. Сумарни приказ класификација нефинансијских информација

Ниједна од наведених класификација не може се навести као најбоља, већ свака даје одређени битан аспект финансијских информација и показатеља који могу утицати на одлучивање инвеститора. При томе, у оквиру ових општих категорија, у практичним деловима истраживања често су идентификовани и појединачни фактори који су више или мање битни за одлучивање инвеститора, као што су квалитет топ менаџмента или ефикасност у спровођењу дефинисане стратегије.

6. Методологија емпиријског истраживања

На основу претходно изнесених теоријских поставки и анализе расположивих инструмената комуникације са инвеститорима, као и њихових информационих садржаја кроз призму најзначајнијих фактора које инвеститори користе приликом доношења инвестиционе одлуке, у оквиру ове главе биће изнесени поступак истраживања, анализирани факторе, зависне и независне варијабле и статистички резултати добијени кроз доказивање/обарање постављених хипотеза.

Као што је већ претходно наведено, квалитет односа са инвеститорима јавних акционарских друштава може се анализирати кроз разноврсност коришћених инструмената комуникације ([Marston, 1996](#), [Barker, 1998](#), [Geerings и др, 2003](#), [Bollen, Hassink и Божић, 2006](#), [Brown и Hillegeist, 2007](#), [Chang и др, 2014](#)), као и кроз однос између објављивања финансијских и нефинансијских информација од стране јавних акционарских друштава ([Eccles и Mavrinac, 1995](#), [Schiemann и др, 2010](#), [Hoffmann и Fieseler, 2012](#)). У том смислу, квалитет односа са инвеститорима компанија чијим се акцијама тргује на Београдској берзи биће тестиран кроз претпоставке постављене у појединачним хипотезама о изложености српских компанија тржишту капитала и већој информисаности власника и управе о значају тржишта капитала, који би требало да доведу до унапређења квалитета коришћених инструмената комуникације у односима са инвеститорима у Србији, кроз интензивније коришћење директних и интернет инструмената комуникације и обимније извештавање о финансијским и нефинансијским факторима.

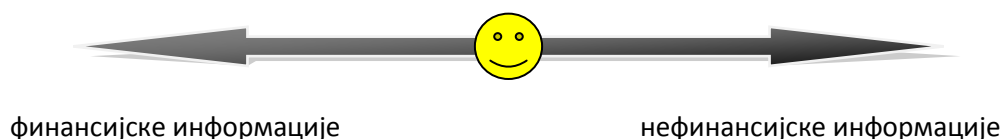
Као мера изложености акционарских друштава тржишту капитала биће коришћене информације о тржишном сегменту на ком су листиране хартије од вредности изабраних компанија и степену интернационализације власништва/менаџмента појединачних компанија. Веза између квалитета праксе извештавања инвестиционе јавности и листинга на домаћим или страним тржиштима и различитим тржишним сегментима анализиране су и у истраживањима: [Debreceeny и др, 2003](#), [Xiao и др, 2004](#), [Marston и Polei, 2004](#), [Bollen, Hassink и Божић, 2006](#), [Ah и др, 2010](#). С обзиром на то да ниједна српска компанија није листирана на некој од страних берзи, спремност компаније да своје хартије од вредности листира на Београдској берзи у оквиру овог истраживања узета је као мера отворености према тржишту капитала. Са друге

стране, веза између страног власништва и менаџмента нађена је претходно у истраживањима [Gedajlovic и др, 2005](#) и [Marston, 2012](#).

6.1. Основне поставке истраживања

На основу изнесених теоријских поставки и претходно расположивих материјала методологија предложена у оквиру ове дисертације биће заснована на Ласкиновој теорији континуума односа са инвеститорима, пре свега континуума финансијских и нефинансијских информација које компаније објављују. С обзиром на истовремену потребу да се у комуникацији са инвестиционом јавношћу што више користе инструменти директне комуникације, у истраживање ће бити укључена и модификована Хедлинова анализа степена отворености компаније и омогућавања додатних садржаја за представнике инвестиционе заједнице. У том смислу, биће анализирано 30 фактора, распоређених у три кључне категорије:

- 1) Доступност законски обавезних информација за инвеститоре
- 2) Доступност информација изнад законског минимума у извештајима и на интернет презентацијама компаније
- 3) Коришћење инструмената директне комуникације.



Анализирани критеријуми представљају комбинацију коришћених инструмената комуникације и анализе њиховог садржаја, од чега се очекује добијање увида у општу слику стања квалитета односа са инвеститорима међу српским акционарским друштвима и простора за унапређење, како обима коришћених инструмената комуникације на српском тржишту капитала, тако и њиховог квалитета и информационог садржаја.

У законски или на други начин обавезне информације које компаније морају јавно објављивати (ЗКН) сврстани су следећи фактори:

1. Објављени актуелни извештаји компаније на српском језику – Осим што представља законску обавезу компанија, објављивање извештаја на интернет презентацији је и полазна основа за омогућавање анализе перформанси компаније од стране инвеститора. При томе, извештаји би требало да су лако доступни са насловне странице интернет презентације. Кроз стандардизоване извештаје инвеститори имају могућности и да пореде перформансе сличних компанија. Оцене од 2 до 4 за критеријум „Објављени актуелни извештаји компаније на српском језику“ додељене су уколико постоји сегмент интернет презентације за објављивање ових извештаја, али нису објављене најактуелније информације доступне на интернет презентацији Београдске берзе, или уколико су актуелни извештаји недоступни са насловне странице интернет презентације компаније, али и уколико, по процени испитаника, извештаји не дају праву слику о стању у компанији. Овај критеријум спада у групу финансијских показатеља.

2. Објављени историјски извештаји компаније на српском језику – Историјски извештаји компанија користе се да би се мерно квалитет пословања компаније у претходном периоду. Без историјских извештаја аналитичари и инвеститори би били ускраћени за увид у дугорочније пословање компаније и могућност да се претходно пословање упореди са тренутним перформансама. Уколико историјски извештаји нису расположиви на интернет презентацији компаније постоји сумња да компанија нешто крије од инвеститора. Законска обавеза подразумева објављивање извештаја пет година од године настанка извештаја, што је коришћено као критеријум и у оквиру ове анализе. Оцене од 2 до 4 додељене су уколико постоји место предвиђено за објављивање историјских извештаја компаније, али су подаци некомплетни или не дају потпуну слику историјата пословања у посматраном периоду. Овај критеријум спада у групу финансијских показатеља.

3. Обавештења у вези са одржавањем скупштине акционара – Материјал потребан за реализацију права акционара на Скупштини акционара, као и друге информације у вези са Скупштинама акционара јавних друштава. Ради олакшавања учествовања постојећих акционара на Скупштини компаније су у обавези да на својој интернет презентацији објављују и сва документа која су неопходна за учествовање на овом догађају, реализацију права гласања, давање проксија, итд. Оцене од 2 до 4 за овај критеријум додељене су у случају објављивања информације о заказивању

Скупштине акционара, али изостанка објављивања комплетне документације потребне за реализацију права акционара. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

4. Објављен годишњи документ о објављеним информацијама – Још једну од обавеза компанија чијим се акцијама тргује на Регулисаном тржишту коју прописује Закон о тржишту капитала представља објављивање Годишњег документа о објављеним информацијама, који садржи или упућује на све информације које је компанија објавила или ставила на располагање јавности током претходних 12 месеци. Оцене од 2 до 4 критеријума „Објављен годишњи документ о објављеним информацијама“ додељене су уколико недостају последњи актуелни извештаји о годишњим објављеним информацијама. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

5. Иновирани информатор на интернет презентацији Београдске берзе – Објава и иновирање берзанског информатора представља обавезу свих компанија чијим се акцијама тргује на неком од тржишта Београдске берзе, прописану Правилима пословања Београдске берзе. Компаније су у обавези да берзански информатор ажурирају најмање једном годишње, или чешће уколико дође до измена кључних података објављених у овом документу. Оцене од 2 до 4 за овај критеријум додељене су уколико информатор није иновирани најактуелнијим подацима или не садржи комплетне податке, а вредност „0“ је додељена уколико компанија није доставила информатор за претходну годину. Овај критеријум спада у групу финансијских показатеља.

Из информација које су прописане Законом и другим актима у овој анализи су искључене информације које су листиране компаније обавезне да достављају за разлику од оних компанија чијим се акцијама тргује на Опен маркету, укључујући ту и објаву кварталних извештаја компанија, као и достављање и објављивање информација на енглеском језику. Такође из оцене Законом прописаних информација искључене су информације о догађајима који се нису нужно догодили у свим компанијама у претходних годину дана, као што су промене значајних учешћа, откуп сопствених акција, промене из права хартија од вредности, итд.

Критеријуми који представљају информације које се објављују изнад законског или минимума прописаног другим актима који регулишу обавезе извештавања за компаније чијим се акцијама тргује на Регулисаном тржишту (ДБР) су:

6. Објављени кључни финансијски показатељи издвојени из финансијских извештаја компаније – Издавање и прегледно, табеларно приказивање кључних финансијских показатеља путем расположивих инструмената комуникације омогућава инвеститорима брзо упознавање са резултатима пословања у претходном периоду. У ове показатеље спадају подаци из пасиве и активе биланса стања, као и најзначајније ставке биланса успеха, које могу бити приказане у динарима или некој другој, страној валути. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније или су на други начин некомплетни. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

7. Објављени показатељи *EBIT* и *EBITDA*, којима се даје увид у структуру финансирања и готовини коју је компанија у стању да реално произведе у посматраном обрачунском периоду, а који се добијају на основу на основу биланса успеха, али нису директно исказани у овом документу. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

8. Објављени неки од показатеља ликвидности пословања, као што су рацио опште ликвидности, рацио редуциране ликвидности или нето обртна средства, који показују могућност компаније да благовремено испуњава своје новчане обавезе у целости. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

9. Објављени неки од показатеља пословне активност, као што су коефицијент обрта укупних пословних средстава, коефицијент обрта купаца, коефицијент обрта залиха, коефицијент обрта добављача, коефицијент обрта сталне имовине и други изведени показатељи, који показују колико предузеће ефективно користи

расположива средства. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

10. Објављени неки од показатеља финансијске структуре, као што ратио задужености, ратио структуре капитала или ратио покрића расхода на име камата, који показују колико се компанија у свом пословању ослања на дуг у односу на сопствени акционарски капитал. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

11. Објављени неки од показатеља профитабилности, који говоре о степену коришћења (зарађивачкој моћи) имовине, односно уложеног капитала у пословање компаније. У ове показатеље убрајају се: нето стопа добитка, стопа бруто добитка, нето приход од продаје, као и стопа пословног добитка, стопа приноса на укупну пословну имовину и стопа приноса на капитал. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

12. Објављени неки од показатеља тржишне вредности, у које се убрајају зарада по акцији, однос тржишне цене и зараде по акцији, однос тржишне и књиговодствене вредности по акцији и други показатељи који дају информације о позицији компаније на тржишту капитала. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су уколико објављени подаци на интернет презентацији компаније нису ажурирани са последњим објављеним извештајем компаније. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

13. Информације о цени акција и промету на интернет презентацији компаније - Објављивање података о цени и промету акцијама компаније (било у реалном времену или са извесним кашњењем) на насловној страници интернет презентације компаније може бити од великог значаја за инвеститоре који желе да

стекну брзи увид у перформансе компаније на тржишту капитала. Из података о цени и обиму трговања стичу се прелиминарне информације о ликвидности предметних акција и њиховом кретању на тржишту. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су за неажуриране податке или постављање линка ка интернет презентацији Београдске берзе. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

14. Постојање графичких интерактивних приказа кретања цене акција и промета на интернет презентацији компаније - Графички приказ кретања цене акција, интерактивност графикана и њихов дизајн, осим што значајно доприносе утиску који интернет инструменти комуникације остављају на посетиоца, омогућавају и брзи преглед перформанси компаније на тржишту капитала и поређење са кључним берзанским индексима или сличним предузећима. Кроз графички приказ кретања цена хартија од вредности инвеститори брзо могу препознати да ли се компанија налази у узлазној или силазној фази на тржишту капитала, као и када су достигнуте највише и најниже вредности акција компаније. Оцене од 2 до 4 овог критеријума додељене су за неажуриране податке или постојање статичких графикана, као и постављање линка ка интернет страницама компаније на сајту Београдске берзе. Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

15. Извештаји су у формату да их је могуће преузимати и податке обрађивати - Објављивање извештаја у .xls или неком другом формату погодном за директно преузимање и обраду у аналитичким алатима инвеститора значајно олакшава њихов посао и, на тај начин, компанији обезбеђује донекле повољнији положај приликом анализе шире инвестиционе заједнице. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико је део извештаја објављен у .xls формату, а део у .pdf формату или уколико је преузимање извештаја ограничено другим факторима (ограничен избор временског периода, непотпуни извештаји, итд). Ови показатељи спадају у групу финансијских показатеља.

16. Постојање архиве вести на интернет презентацији сајту компаније - Постојање архиве вести омогућава инвеститорима да стекну увид у евентуалне догађаје који су у претходном периоду значајно утицали на пословање компаније и кретање цене и обима трговања њених акција на Берзи. Вредности од 2 до 4 поена за

овај критеријум додељене су уколико архива вести није ажурна или је половична. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

17. Постојање аудио и видео записа - Осим атрактивности и чињенице да аудио и видео материјали објављени на интернет презентацији компаније представљају стандард који све више компанија на развијеним тржиштима користи у сопственом обраћању инвеститорима, наведени инструменти комуникације дају могућност инвеститорима из других делова света да виде менаџмент компаније „на делу“, приликом презентовања пословних резултата или одговора на питања инвеститора. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико архива аудио и видео записа није ажурна или не даје информације намењене инвеститорима. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

18. Биографије чланова управе на интернет презентацији - Информације о члановима управе, њиховом образовању и радном искуству инвеститорима говори о њиховом кредибилитету и способности да успешно воде компанију у којој су запослени. Компаније које не објављују податке о свом менаџменту на интернет презентацији или пропуштају прилику да се инвестиционој заједници представе у позитивном светлу на основу квалитета управе или нешто крију. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико биографије чланова управе не садрже довољно информација или су неажурне. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

19. Информације о главним акционарима - Увид у власничку структуру компаније, проценат акција који поседују други инвеститори и њихова структура, као и подаци о процентуалном учешћу у власништву представника менаџмента компаније потенцијалним инвеститорима значајно говори о инвестиционом потенцијалу компаније, њеном профилу и поверењу које сам менаџмент и други инвеститори имају у њу. Неажурни подаци о главним акционарима или линковање на интернет презентацију Централног регистра носи вредности од 2 до 4 поена у процесу оцењивања овог критеријума. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

Фактори који се односе на податке о менаџменту и информације о главним акционарима дају битне информације о томе ко води компанију и на који начин. Као што је наведено у резултатима истраживања компаније *Hill & Knowlton* 2006. године „за представнике инвестиционе заједнице, одговорност лежи у врху компаније ([Hill & Knowlton, 2006](#))“, где су, слично као и у другим истраживањима подаци о менаџменту компаније увршћени међу најзначајније информације за инвеститоре.

20. Историјат компаније - Подаци о историји и оснивању компаније могу дати инвеститорима увид у вредности и традицију које компанија поседује, прихваћену организациону културу, однос са пословним партнерима и интерни развој и истовремено бити добар основ за изградњу поверења између компаније и инвестиционе јавности. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико историјат компаније не садржи довољно информација о развоју компаније. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

21. Мисија и визија компаније - Објављивањем формулисане мисије и визије компанија показује да има дугорочну перспективу која је изузетно битна за привлачење квалитетних инвеститора. Истовремено, ове изјаве говоре о стратешкој оријентацији компаније и томе како компанија види себе и свој положај у будућности. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико мисија и визија компаније нису јасно формулисане или странице нису ажурне. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора. Иако је корпоративна стратегија као фактор који се истражује изолована само у студији компаније *Hill & Knowlton*, резултати ранијих студија показали су да су аналитичари овај фактор у својим одговорима често постављали међу прва три најзначајнија приликом оцене пословања компаније.

22. Информације о корпоративном управљању компаније - Корпоративно управљање представља оквир који повећава поверење у кредибилност и дугорочну перспективну компанија, кроз узајамну усклађеност циљева власника, менаџера, запослених и шире друштвене заједнице. Инвеститори се, све више, интересују за степен инкорпорираниости принципа доброг корпоративног управљања у пословање компаније и због тога очекују да на интернет страницама пронађу и детаље извештаја и докумената који се односе на овај сегмент организације пословања. У делу о

корпоративном управљању инвеститори често могу пронаћи и друге битне информације, везане за стратегију и планове пословања, информације о менаџменту, интерној контроли, итд. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико на делу презентације посвећеном корпоративном управљању није објављен усвојен кодекс корпоративног управљања. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

23. Достављање пословних вести Берзи - У ситуацији сличној оној на српском тржишту капитала, као тржишту у развоју, изузетно је битно имати јединствену локацију на којој ће све, или барем већина вести које се односе на компаније чијим се акцијама тргује на организованом тржишту бити објављене. С обзиром на то да не постоји законска обавеза достављања пословних вести Београдској берзи, оваква пракса директно зависи од посвећености компаније наступу на тржишту капитала. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су компанијама које пословне вести достављају неуједначеном динамиком. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

25. Постојање дела за инвеститоре на интернет презентацији компаније - Компаније које имају посебан сегмент интернет презентације посвећен инвеститорима имају прилику да кроз први утисак инвестиционој јавности ставе до знања да посебну пажњу посвећују овом сегменту пословања. Вредности од 2 до 4 поена за овај критеријум додељене су уколико на делу презентације посвећеном инвеститорима нису објављене комплетне информације које могу бити од интереса инвестиционој заједници, већ се део ових информација налази у вестима или другим сегментима интернет презентације. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

25. Постојање претраге на интернет презентацији - Бројни подаци потребни за упознавање компаније и, у крајњој линији, одлучивање инвеститора могу се налазити у различитим сегментима интернет презентације компаније - у делу извештаја, вести, страницама које описују компанију или њене производе. Због тога је, за олакшавање сналажења на интернет презентацији значајно поставити претрагу њеног садржаја. Критеријум претраге на интернет презентацији компаније оцењује се са вредностима

од 2 до 4 поена уколико претрага постоји али не даје одговарајуће резултате. Овај критеријум спада у групу нефинансијских фактора.

Критеријуми који се односе на отвореност саме компаније према инвестиционој јавности (ОТВ) укључују следеће директне и интернет инструменте комуникације:

26. Учешће на инвеститорским конференцијама и други састанци са инвеститорима - Спремност представника компаније да део својих средстава и времена одвоје за путовања на инвеститорске конференције или друге локације где је могуће реализовати директне састанке са инвеститорима показује оријентисаност компаније ка стратешком приступу односима са инвеститорима. Критеријум је оцењен вредностима од 2 до 4 уколико су компаније имале састанке са инвеститорима али се нису одазивале на путовања или друге догађаје организоване од стране Београдске берзе или других учесника на тржишту капитала. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

27. Питања и одговори за инвеститоре објављени на интернет страницама компаније - Објављивање најчешће постављаних питања од стране инвеститора и одговора на њих на интернет презентацији могу значајно олакшати посао, односно уштедети време потребно за директну комуникацију, како инвеститорима тако и службеницима за комуникацију са инвеститорима и акционарима. Инвеститори који први пут улажу у хартије од вредности неке компаније или мање едуковани мали инвеститори и акционари у делу често постављаних питања за инвеститоре могу пронаћи значајне информације и истовремено стећи иницијалан позитиван утисак о компанији. Вредност од 2 до 4 поена додељене су за странице најчешће постављених питања и одговора које постоје али нису ажурне и/или довољно информативне. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

28. Присуство компаније на социјалним медијима - С обзиром на чињеницу да компаније са квалитетним односима са инвеститорима на развијеним тржиштима у великој мери користе социјалне медије за комуникацију са инвестиционом јавношћу, брокерима и аналитичарима, али и да српске компаније углавном још увек не користе ове сервисе ни за комуникацију са најширом јавношћу и потрошачима, у анализи се мери укупно присуство домаћих компанија на социјалним медијима, под

претпоставком да ће овај инструмент представљати основ и за комуникацију са инвеститорима у будућности. Вредности од 2 до 4 овог критеријума означавају постојање страница компаније на социјалним медијима, али које нису ажурне или су искључиво промотивног карактера. Праћена је искључиво комуникација компанија на социјалним медијима на српском језику. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

29. Постојање контакта за инвеститоре на интернет презентацији - Подаци о запосленима на пословима са инвеститорима - име и презиме, контакт телефон и имејл требало би да су доступни на интернет презентацији компаније. Објављивањем ових података компанија потврђује своју кредибилност, кроз пружање могућности инвеститорима да у сваком тренутку директно контактирају одговарајућу особу у компанији и добију адекватан одговор на све упите. Оценама од 2 до 4 овај критеријум се оцењује уколико на интернет презентацији постоји форма за постављање питања од стране инвеститора, али не и директна имејл адреса, име или број телефона на који се инвеститори могу обратити представницима компаније. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

30. Постојање презентација за инвеститоре (.ppt) - Објављивање презентације за инвеститоре са интернет презентације компаније омогућава инвеститорима који немају никакво предзнање о компанији да са на брз и ефикасан начин упознају са свим аспектима пословања који им могу бити од значаја за њихово одлучивање и чињеницама на којима компанија посебно инсистира приликом комуникације са инвестиционом јавношћу. Вредностима од 2 до 4 означено је постојање презентација за инвеститоре које нису иновирани актуелним подацима. Овај критеријум спада у групу нефинансијских показатеља.

Оцена укупног квалитета односа са инвеститорима појединачне компаније, као и оцена нивоа односа са инвеститорима компанија у оквиру појединачних хипотеза биће добијена као збир оцена појединачних критеријума, при чему вредност од 5 представља максималну величину за појединачни критеријум, вредност 1 изостанак величине, док су вредности од 2 до 4 додељене у случају када објављени подаци нису ажурни или комплетни. С обзиром на значајну рапчлањеност појединачних фактора није било потребе било који фактор издвојити са неким додатним пондером. Такође,

претходна истраживања су показала да анализа фактора са пондером и без пондерисања фактора дају релативно исте резултате ([Xiao и др, 2004](#), [Bollen, Hassink и Божић, 2006](#)). С обзиром на чињеницу да одређени показатељи имају различит значај у компанијама које долазе из различитих привредних грана, пондерисање фактора може резултовати у нереалним резултатима истраживања ([Ау и др, 2010](#)).

Оцене појединачних критеријума за сваку од компанија добијене су као просечне оцене чланова петочлане комисије, у саставу од четири финансијска аналитичара и једног економског новинара, са циљем да се овим путем добије независна оцена сваког од критеријума и њихових вредности у зависности од испуњености и информативности објављених података. Као инструмент за процену појединачних критеријума коришћена је петостепена Ликертова скала.

Укупна оцена квалитета односа са инвеститорима појединачне компаније биће добијена као збир свих посматраних фактора, односно:

$$IP_n = 3KN_n + DBP_n + OTB_n$$

Назив фактора	Тип фактора
Актуелни извештаји компаније	Финансијски
Историјски извештаји компаније	Финансијски
Обавештења у вези са одржавањем скупштине акционара	Нефинансијски
Годишњи документ о објављеним информацијама	Нефинансијски
Иновирани информатор	Финансијски
Законски обавезне информације – ЗКН	Сума претходних пет фактора, $3KN_{\text{max}} = 25$
Кључни финансијски показатељи издвојени из финансијских извештаја	Финансијски
ЕВИТ и ЕВИТДА	Финансијски
Показатељи ликвидности	Финансијски
Показатељи пословне активности	Финансијски
Показатељи финансијске структуре	Финансијски
Показатељи профитабилности	Финансијски
Показатељи тржишне вредности	Финансијски
Информације о цени акција и промету	Финансијски
Графички интерактивни прикази кретања цене акција и промета	Финансијски
Формат извештаја	Финансијски
Архива вести	Нефинансијски
Аудио и видео записи	Нефинансијски
Биографије чланова управе	Нефинансијски
Информације о главним акционарима	Нефинансијски
Историјат компаније	Нефинансијски
Мисија и визија	Нефинансијски
Корпоративно управљање	Нефинансијски
Достављање пословних вести Берзи	Нефинансијски

Део за инвеститоре на интернет презентацији	Нефинансијски
Претрага на интернет презентацији	Нефинансијски
Информације које се објављују изнад законског минимума, ДБР	Сума претходних 25 фактора, $\Delta BR_{Max} = 100$
Састанци са инвеститорима	Нефинансијски
Питања и одговори за инвеститоре	Нефинансијски
Присуство на социјалним медијима	Нефинансијски
Контакт за инвеститоре на интернет презентацији	Нефинансијски
Презентација за инвеститоре	Нефинансијски
Отвореност компаније према инвеститорима, ОТВ	Сума претходних пет фактора, $OTV_{Max} = 25$

Табела 4: Листа фактора који су коришћени у емпиријском истраживању

Истраживани фактори оцењени су путем анализе садржаја интернет презентација компанија и Београдске берзе.

У односу на истраживања која су представљена у претходном тексту из анализе домаћег тржишта капитала избачени су следећи инструменти комуникације: материјали за новинаре, часописи и писма намењена акционарима, *fact sheet*, интерни документи комуникације, конференцијски позиви и *webcast*, као и нефинансијски фактори: награђивања и структуре запослених, корпоративне културе, интерних пословних процеса и јединствене организације пословања и тржишне позиције, с обзиром на то да су резултати прелиминарног истраживања показали да српске компаније не извештавају на систематичан начин о овим факторима.

Од анализе наведених критеријума очекује се комплетна слику стања на домаћем тржишту капитала и могућност поређења са тржиштима у региону. Додатно, на основу добијених резултата биће могуће анализирати које инструменте и садржаје извештавања према инвеститорима је неопходно унапредити у Србији, како би српска акционарска друштва на најбољи могући начин одговорила савременим захтевима наступа на глобалном тржишту.

Истраживање интернет презентација појединачних компанија и других извора (пре свега, интернет презентације Београдске берзе и социјалних медија као што су Фејсбук и Твитер), спроведена је у току јануара и фебруара 2015. године. Интернет презентацијама појединачних компанија приступано је са интернет презентације Београдске берзе, а страницама социјалних медија компанија или са интернет презентације саме компаније или претрагом на социјалним сервисима. Независне

варијабле прикупљене су са интернет презентација компанија, Централног регистра и Агенције за привредне регистре.

За потребе тестирања постављених хипотеза идентификоване су следеће независне варијабле:

- За тестирање појединачних хипотеза у вези са квалитетом коришћених инструмената комуникације са инвеститорима и тржишним сегментом биће оцењен независни критеријум – тржишни сегмент Београдске берзе на ком се тргује акцијама посматраних компанија, према информацијама расположивим на интернет презентацији Берзе. Одлука акционарског друштва да се листира на неком од листинга Београдске берзе углавном је мотивисана чињеницом да локална (Закон о добровољним пензијским фондовима и пензијским плановима и Закон о инвестиционим фондовима) и европска регулатива прописују да се средства високо регулисаних институција колективног инвестирања (пре свега пензионих, али и инвестиционих и других фондова) могу улагати само или у одређеном прописаном износу у листиране акције. Поред тога, листинг компанијама очекивано доноси и већу ликвидност акција, потенцијално јефтиније задуживање и ефикасније вредновање предузећа.
- За тестирање појединачних хипотеза у вези са квалитетом коришћених инструмената комуникације са инвеститорима и интернационализацијом менаџмента/власништва биће оцењен независни критеријум – структура власништва компаније, као и структура менаџмента компаније, расположиви са интернет презентације Агенције за привредне регистре.

Да би се утврдило да ли су добијени резултати између појединачних компанија, као и група анализираних компанија по врсти власништва и тржишном сегменту статистички значајни коришћен је *Mann Whitney* тест.

6.2. Узорак

У индексној корпи индекса BELEX15, закључно са крајем децембра 2014. године, када је спроведена ова анализа, налазило се 13 емисија акција, од чега четири на

Прајм листингу, четири на Стандард листингу и пет на Опен маркету. За потребе анализе квалитета односа са инвеститорима компанија на Београдској берзи изабрано је наведених 13 компанија и још две компаније, као и акције још две компаније са Опен маркета, које су према анализи ликвидности у 2014. години најближе испуњавале критеријуме за укључење у индексну корпу индекса BELEX15.

Издавалац	Симбол	Тржишни сегмент	Интернет презентација
АИК банка а.д. Ниш	AIKB	Опен маркет	http://www.aikbanka.rs
Бамби а.д. Пожаревац	BMBI	Опен маркет	http://ukusnidani.bambi.rs
НИС а.д. Нови Сад	NIS	Приме листинг	http://www.nis.eu/
Имлек а.д. Београд	IMLK	Опен маркет	http://www.imlek.rs
Комерцијална банка а.д. Београд	KMBN	Стандард листинг	http://www.kombank.com
Енергопројект холдинг а.д. Београд	ENHL	Приме листинг	http://www.energoprojekt.rs
Аеродром Никола Тесла а.д. Београд	AERO	Приме листинг	http://www.beg.aero
Звезда - Хелиос хемијска индустрија а.д. Горњи Милановац	ZVHE	Опен маркет	http://www.zvezda-helios.rs
Металац а.д. Горњи Милановац	MTLC	Стандард листинг	http://www.metalac.com/
Алфа плам а.д. Врање	ALFA	Стандард листинг	http://www.alfaplam.rs
Месер Техногас а.д. Београд	TGAS	Опен маркет	http://messer.rs/
Сојапротеин а.д. Бечеј	SJPT	Приме листинг	http://www.sojaprotein.rs/
Галеника Фитофармација а.д. Земун	FITO	Опен маркет	http://www.fitofarmacija.rs/
Јединство а.д. Сеојно	JESV	Стандард листинг	http://www.mppjedinstvo.co.rs/
Гоша Монтажа а.д. Велика Плана	GMON	Опен маркет	http://www.gosamontaza.rs/

Табела 5. Листа анализираних компанија

Компаније које су укључене или испуњавају критеријуме за укључење у индексну корпу индекса BELEX15 изабране су због специфичности српског тржишта капитала, с обзиром на чињеницу да уобичајени критеријуми у истраживању квалитета односа са инвеститорима, величина тржишне капитализације или вредност промета, нису искључиво применљиви у домаћим околностима, јер део акција са највећом тржишном капитализацијом практично и нема промет у посматраном периоду, односно велики промет може бити реализован искључиво једном трансакцијом, која се обавља између унапред познатих инвеститора, без стварне ликвидности предметних хартија од вредности. Компаније које су укључене у индексну корпу индекса BELEX15 истовремено испуњавају и критеријуме вредности промета, ликвидности и фри флоута (*Free float*), што говори у прилог о томе да је у

питању репрезентативан узорак, који обухвата највећи сегмент домаћег тржишта капитала за којим постоји интерес домаћих и страних инвеститора.

6.3. Резултати дескриптивне статистике и статистичког закључивања

Комплетни резултати обављеног истраживања приказани су у табели 1. Прилога А овог рада.

Унутрашња конзистентност добијених података проверена је помоћу кромбаховог α коефицијента, чија је вредност на целом узорку 0,941, што представља високу конзистентност. Вредности α коефицијента од преко 0,7 су прихватљиве ([Litwin, 1995](#)).

Krippendorff's Alpha од 0,9433 (95% CI 0.9320 - 0.9537, *bootstrap* 10000 итерација) је показао одличан степен конзистентности експертских одговора ([Hayes и Krippendorff, 2007](#)).

Просечна оцена од преко 3,5 за све посматране критеријуме добиле су само две компаније, обе са Прајм листинга Београдске берзе – НИС а.д. Нови Сад и Енергопројект холдинг из Београда, од којих је НИС компанија која има већинско страно власништво, док је Енергопројект компанија која има домаће власништво и менаџмент (табела 6). Просечну оцену од 2,5-3,5 добило је шест компанија, од чега четири са Листинга Берзе – Металац из Горњег Милановца, Алфа плам из Врања, Јединство из Севојна и Сојапротеин из Бечеја, и две са Опен маркета – АИК банка из Ниша и Галеника Фитофармација из Земуна. Само две од наведених четири компанија са просечном оценом 2,5 – 3,5 имају страно или мешовито власништво или менаџмент.

Компанија – берзански симбол	Тржишни сегмент	Тип власништва / менаџмента	Просечна оцена
NIIS	Листинг	Страно / мешовито	4,81
ENHL	Листинг	Домаће	3,71
FIPO	Опен маркет	Домаће	3,37
MTLC	Листинг	Домаће	2,89
JESV	Листинг	Домаће	2,77
SJPT	Листинг	Страно / мешовито	2,69
AIKB	Опен маркет	Страно / мешовито	2,60
ALFA	Листинг	Домаће	2,53
AERO	Листинг	Домаће	2,43
KMBN	Листинг	Домаће	2,19

TGAS	Опен маркет	Страно / мешовито	2,10
BMBI	Опен маркет	Страно / мешовито	2,05
ZVHE	Опен маркет	Страно / мешовито	1,93
GMON	Опен маркет	Домаће	1,92
IMLK	Опен маркет	Страно / мешовито	1,85

Табела 6: Просечне оцене компанија из узорка

Просечни резултати појединачних компанија, посматрани према тржишном сегменту, односно структури власништва и менаџмента, показују значајну разлику између компанија које се налазе на Приме или Стандард листингу Београдске берзе, у односу на оне чије су акције котиране на Опен маркету (табела 7), што потврђује део претпостављених хипотеза, док, истовремено, није уочена значајна разлика између компанија са домаћим власништвом и/или менаџментом у односу на компаније које имају стране власнике и менаџере (табела 8). Просечна оцена компанија листираних на неком од листинга је 3,00, док је просечна оцена компанија са Опен маркета 2,26.

Тржишни сегмент	m	sd	p вредност
Листинг	3,00	0,86	0,028
Опен маркет	2,26	0,55	

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 7: Просечне оцене компанија на Опен маркету и Листингу

Власништво/менаџмент	m	sd	p вредност
Домаће	2,73	0,60	0,298
Страно / Мешовито	2,58	1,04	

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 8: Просечне оцене компанија са различитом структуром власништва/менаџмента

Резултати основне дескриптивне статистике по појединачним критеријумима (табела 9) на узорку показују да српске компаније највише објављују законски обавезне информације, и то пре свега историјске извештаје ($m = 4,11$, $sd = 1,03$), информације потребне за реализовање права акционара на скупштинама акционара ($m = 4,17$, $sd = 1,08$) и ажуриране информаторе ($m = 4,61$, $sd = 0,21$). Нешто слабији резултати у делу обавезних информација забележени су за објављивање актуелног годишњег извештаја ($m = 3,57$, $sd = 1,13$) и годишњег документа о објављеним информацијама ($m = 3,13$, $sd = 1,50$), што може бити последица неажурности компанија у објављивању података који су расположиви путем других извора (нпр. Агенција за привредне регистре) на својим интернет презентацијама.

Такође, релативно високе резултате српске компаније забележиле су и за два нефинансијска критеријума из области добровољних инструмената комуникације – објављен кодекс корпоративног управљања ($m = 4,04$, $sd = 1,49$) и постојање претраге на интернет презентацији ($m = 4,20$, $sd = 1,66$), који, са друге стране, нису директно везани за односе са инвеститорима, већ представљају посредне инструменте који могу бити од користи члановима инвестиционе заједнице. Релативно добре резултате домаће компаније забележиле су и у постојању дела интернет презентације намењене инвеститорима ($m = 3,88$, $sd = 1,29$).

Најслабији резултати домаћих компанија забележени су за омогућавање преузимања историјских података у формату који је погодан за даљу обраду ($m = 1,41$, $sd = 1,06$), као и достављање пословних вести берзи ($m = 1,45$, $sd = 1,49$), који се могу окарактерисати као инструменти који показују директну окренутост компаније ка поједностављивању послова аналитичара и инвеститора и за које се јасно уочава простор даљег унапређења и развоја за већину акционарских друштва у Србији.

Критеријум	Тип критеријума	m	sd
Иновирани информатор	Законски обавезне информације, финансијски показатељ	4,61	0,21
Претрага на интернет презентацији	Добровољно извештавање, нефинансијски показатељ	4,20	1,66
Обавештења у вези са одржавањем скупштине акционара	Законски обавезне информације, нефинансијски показатељ	4,17	1,08

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Критеријум	Тип критеријума	m	sd
Формат извештаја	Добровољно извештавање, финансијски показатељ	1,41	1,06
Достављање пословних вести Берзи	Добровољно извештавање, нефинансијски показатељ	1,45	1,21
Питања и одговори за инвеститоре	Отвореност компаније, нефинансијски показатељ	1,60	1,35

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 9: Три најбоље и три најлошије оцењена критеријума

Посматрано по појединачним критеријумима статистички значајна разлика између компанија на Листингу и Опен маркету јавља се за осам критеријума. У питању су два критеријума која спадају у групу обавезног законског извештавања - Објављени историјски извештаји компаније на српском језику и Иновирани информатор – оба финансијска показатеља; пет критеријума који спадају у групу информација које се објављују изнад законског минимума: Кључни финансијски показатељи издвојени из

финансијских извештаја, Издвојени показатељи финансијске структуре, Издвојени показатељи тржишне вредности – финансијски показатељи, и Постојање аудио и видео записа за инвеститоре на интернет презентацији компаније и Постојање претраге на интернет презентацији – нефинансијски показатељи. У групи инструмената директне комуникације статистички значајна разлика јавља се за критеријум Учешће компаније на инвеститорским конференцијама и други састанци са инвеститорима – нефинансијски показатељ, за који је $p < 0,01$. Вредност од $p < 0,01$ јавља се и за инструмент за комуникацију са инвеститорима путем интернета - Постојање аудио и видео записа за инвеститоре, чиме се ова два нефинансијска показатеља издвајају као они у којима се највише разликује пракса објављивања информација за инвеститоре од стране компанија које се налазе на различитим тржишним сегментима Београдске берзе и у оквиру којих се могу остварити највећа унапређења за нелистирани компаније (табела 10).

Критеријум	Тип критеријума	m ± sd		p вредност
		Листинг	Опен маркет	
Аудио и видео записи	Добровољно извештавање, нефинансијски показатељ	2,95 ± 0,91	1,54 ± 0,59	0,004
Састанци са инвеститорима	Отвореност компаније, нефинансијски показатељ	3,78 ± 1,28	1,57 ± 1,13	0,004
Кључни финансијски показатељи издвојени из финансијских извештаја	Добровољно извештавање, финансијски показатељ	2,73 ± 1,32	1,34 ± 0,91	0,020
Показатељи финансијске структуре	Добровољно извештавање, финансијски показатељ	2,85 ± 1,23	1,37 ± 0,98	0,020
Иновирани информатори	Законски обавезне информације, финансијски показатељ	4,73 ± 0,18	4,49 ± 0,16	0,024
Историјски извештаји компаније	Законски обавезне информације, финансијски показатељ	4,58 ± 0,89	3,57 ± 0,96	0,039
Показатељи тржишне вредности	Добровољно извештавање, финансијски показатељ	2,73 ± 1,42	1,34 ± 0,91	0,045
Претрага на интернет презентацији	Добровољно извештавање, нефинансијски показатељ	5,00 ± 0,00	3,29 ± 2,14	0,046

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 10: Показатељи за које је евидентирана значајна статистичка разлика између компанија на Опен маркету и Листингу

Статистички значајне разлике ($p < 0,05$) између компанија које су у страном/мешовитом власништву, односно имају страни менаџмент, и компанија које имају домаће директоре и власнике јављају се само за четири критеријума, и то, за три критеријума добровољног извештавања, у корист компанија које имају домаће

власнике и менаџмент – Објављене информације о цени акција и промету и Постојање графичких интерактивних приказа кретања цене акција и промета на интернет презентацији компаније, који спадају у финансијске показатеље и Објављене информације о главним акционарима, што је нефинансијски показатељ. Критеријум у ком су у статистички значајном обиму компаније са страним/мешовитим власништвом/менаџментом забележиле бољи резултат у односу на домаће је један од нефинансијских критеријума који описује отвореност компаније према инвестиционој јавности – Објављена питања и одговори за инвеститоре на интернет страницама компанија.

Критеријум	Тип критеријума	m ± sd		p вредност
		Домаће	Мешовито/Страно	
Информације о цени акција и промету	Добровољно извештавање, финансијски показатељ	3,50 ± 0,93	1,86 ± 1,48	0,011
Графички интерактивни прикази кретања цене акција и промета	Добровољно извештавање, финансијски показатељ	3,50 ± 0,93	1,80 ± 1,50	0,011
Питања и одговори за инвеститоре	Отвореност компаније, нефинансијски показатељ	1,00 ± 0,00	2,29 ± 1,79	0,047
Информације о главним акционарима	Добровољно извештавање, нефинансијски показатељ	2,53 ± 0,74	1,54 ± 1,35	0,046

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 11: Показатељи за које је евидентирана значајна статистичка разлика између компанија са различитом структуром власништва/менаџмента

Резултати *Mann Whitney* теста показали су да постоји статистички значајна разлика ($p < 0,05$) у степену објављивања финансијских података између листираних и компанија чијим се акцијама тргује на Опен маркету Београдске берзе. Са друге стране, статистички значајна разлика у извештавању компанија које се налазе на различитим тржишним сегментима о нефинансијским показатељима, као ни компанија које имају различиту структуру власништва и менаџмента о финансијским и нефинансијским показатељима није уочена.

Када је реч о анализи објављивања финансијских и нефинансијских података по тржишним сегментима интересантан показатељ је да су и компаније листиране на неком од листинга и оне чије су акције укључене на Опен маркет забележиле боље резултате у погледу објављивања изабраних нефинансијских показатеља. Просечна оцена објављивања финансијских резултата од стране листираних компанија износи

2,88 (sd = 0,98) док компаније на Опен маркету ове податке објављују са просечном оценом 2,05 (sd = 0,66). У погледу нефинансијских података просечан резултат листираних компанија је 3,09 (sd = 0,84), док компаније са Опен маркета бележе резултат од 2,43 (sd = 0,51).

Резултати анализе објављивања финансијских и нефинансијских података од стране компанија које су у домаћем власништву и имају домаћи менаџмент и компанија које су у страном/мешовитом власништву и/или имају страни менаџмент, указују на то да домаће компаније бележе боље резултате у објављивању финансијских показатеља – 2,69 (sd = 0,70) у односу на компаније са страним/мешовитим власништвом/менаџментом – 2,26 (sd = 1,14), док су компаније у чијем власништву, односно управи се налазе странци забележиле боље резултате у објављивању нефинансијских података – 2,82 (sd = 0,97), у односу на домаће компаније које бележе просечну оцену од 2,75 (sd = 0,60).

Критеријум	Тип критеријума	m	sd	p вредност
Финансијски показатељи	Листинг	2,88	0,98	0,021
	Опен маркет	2,05	0,66	
Нефинансијски показатељи	Листинг	3,09	0,84	0,105
	Опен маркет	2,43	0,51	

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 12: Просечне оцене објављивања финансијских и нефинансијских података од стране компанија на Опен маркету и Листингу

Критеријум	Тип критеријума	m	sd	p вредност
Финансијски показатељи	Домаће компаније	2,69	0,70	0,064
	Страно/мешовито власништво/менаџмент	2,26	1,14	
Нефинансијски показатељи	Домаће компаније	2,75	0,60	0,817
	Страно/мешовито власништво/менаџмент	2,82	0,97	

m – просечна оцена, sd – стандардна девијација

Табела 13: Просечне оцене објављивања финансијских и нефинансијских података од стране компанија са различитом структуром власништва/менаџмента

6.4. Дискусија резултата

Према резултатима дескриптивне статистике и *Mann Whitney* теста, јасно је да компаније које су листиране користе већи број разноврсних инструмената комуникације са инвеститорима и објављују знатно више финансијских и нефинансијских података у односу на компаније које се налазе на Опен маркету,

чиме се потврђују постављене појединачне хипотезе о односу квалитета односа са инвеститорима и тржишног сегмента. Иако је статистички значајна разлика евидентирана само за објављивање финансијских података од стране листираних компанија у односу на оне са Опен маркета, сви други резултати показују да су листиране компаније знатно више отворене инвестиционој и јавности уопште, укључујући ту и објављивање законски обавезних информација, као и коришћење добровољних инструмената комуникације са инвеститорима. Са друге стране, значајна статистичка разлика није уочена према разликама у власништву или менаџменту компанија, већ су, супротно од постављених појединачних хипотеза, евидентирани бољи резултати компанија које имају домаће власнике и/или менаџере. У складу са очекивањима, српске компаније оствариле су најлошије резултате у делу информација које представљају додатне информације за инвеститоре и истовремено подразумевају већи ангажман на изградњи односа са инвеститорима, као што су објављивање презентација за инвеститоре на интернет презентацији компаније или присуство на социјалним медијима.

У односу на слична истраживања у окружењу и на развијеним тржиштима, нпр. [Перван и Бартуловић, 2014](#); [Bonsón и Escobar, 2002](#); [Geerings, Bollen и Hassink, 2003](#); [Millar и др, 2005](#), показано је да српске компаније имају знатно лошије резултате у погледу квалитета односа са инвеститорима у односу на развијена тржишта капитала, док су нивои квалитета ових активности на тржиштима у развоју релативно слични, при чему сама интерна развијеност тржишта знатно утиче и на коришћене инструменте комуникације, њихов информациони садржај и на укупне резултате које компаније остварују у том погледу.

Истраживање је показало и да, српске компаније више извештавају о нефинансијским, у односу на финансијске факторе, што је донекле различито у поређењу са резултатима развијених тржишта, али треба имати у виду да су кључни нефинансијски показатељи, који боље описују отвореност компаније према инвестиционој јавности претходно изостављени из овог истраживања, с обзиром на то да у прелиминарном истраживању практично и нису евидентирани на посматраном узорку. У том смислу, бољи резултати у објављивању нефинансијских у односу на финансијске факторе домаћих компанија не говоре о бољем квалитету

односа са инвеститорима, већ више о недовољној дистрибуцији и финансијских и нефинансијских показатеља на домаћем тржишту.

Резултати листираних компанија јасно говоре о томе да она предузећа која су се самоиницијативно определила за наступање на тржишту капитала истовремено посвећују и већу пажњу информисању инвестиционе јавности, уз истовремено активнији наступ на тржишту и веће коришћење директних инструмената комуникације. Додатна истраживања којима би се анализирао ликвидност хартија од вредности, као и кретање цене акција ових компанија у односу на просек тржишта, али и структура инвеститора, могла би такође да потврде значај који излазак компаније на неки од листинга Берзе може имати у укупном пословању компаније и њеним перформансама на тржишту капитала. Искуства са међународних инвеститорских конференција и других догађаја намењених инвестиционој јавности такође показују да је степен отворености компаније према инвестиционој јавности директно повезан са дугорочним интересом који велики портфолио инвеститори показују према одређеним компанијама са домаћег тржишта.

Резултати добијени у оквиру анализе квалитета односа са инвеститорима и структуре власништва и менаџмента компанија показали су да овај фактор не утиче директно на перформансе појединачних компанија у погледу отворености према инвестиционој јавности. Ово, са друге стране, може да отвори простор за додатне будуће анализе учешћа појединачних акционара у власништву компанија, у смислу да ли постојање већинског власника и/или приватизација компаније утиче и на њену отвореност према инвестиционој јавности.

Када је реч о квалитету спроведеног истраживања, неопходно је пре свега узети у обзир кључно ограничење, које потиче од величине домаћег тржишта капитала (само 56 компанија на регулисаном тржишту, од чега осам на неком од листинга Берзе), чиме се могућност поређења перформанси између листираних и компанија са Опен маркета свела на врло мали узорак. Додатно ограничење спроведеног истраживања представља чињеница да је методологија провере квалитета односа са инвеститорима, на којој се заснива ово истраживање, првобитно креирана на најразвијенијем тржишту капитала (САД), а да су модификације исте методологије коришћене на другим развијеним тржиштима, чиме је део посматраних фактора

остао изостављен, с обзиром на њихово непостојање на српском тржишту. У том смислу, резултате овог истраживања било би пожељно поновити у неком будућем периоду, како би се, на тај начин, на основу снимка тренутног и будућег стања установио напредак појединих компанија у зависности од промена у њиховој структури власништва и евентуалног изласка на неки од листинга Берзе.

Упркос изнесеним недостацима, вредност овог истраживања, као што је и назначено, налази се пре свега у систематичном снимку тренутног стања на домаћем тржишту капитала, као и у обављеној анализи информација које српске компаније стављају на увид инвестиционој јавности, према њиховој подели на финансијске и нефинансијске информације, односно на оне које су прописане као законски минимум, које представљају добровољно извештавање и које показују додатну отвореност компанија према инвестиционој јавности. Поред теоријског значаја, приказана анализа може се и практично користити као основ за интерну бенчмарк анализу од стране сваке од компанија, како би се, путем побројаних фактора, установила пракса објављивања барем минималних очекиваних информација намењених инвеститорима и уочиле директне могућности унапређења коришћених инструмената комуникације и њиховог информационог садржаја. Такође, оцене између 1 и 5 директно показују колико су компаније ажурне у објављивању информација на својим интернет презентацијама, чиме се додатно могу анализирати перформансе компанија и запослених на пословима односа са инвеститорима у њима.

6.5. Предлог будућих истраживања

Обављено емпиријско истраживање представља, као што је наведено и у уводној глави, само иницијално истраживање тренутног стања квалитета односа са инвеститорима међу српским акционарским друштвима чије су акције котиране на Београдској берзи. Истраживање је обављено у прва два месеца 2015. године, а имајући у виду могућности врло брзих промена садржаја интернет презентација појединачних компанија, препорука је да се овакво или слична истраживања понове у одређеним временским интервалима или у зависности од актуелних дешавања на тржишту и у окружењу (повећано/смањено интересовање инвеститора, технолошки

напредак, промене у законској регулативи, едукативне иницијативе институција на тржишту капитала, промена власничке структуре појединачних компанија, итд).

Такође, анализе и поређење перформанси компанија у зависности од власништва/тржишног сегмента или других фактора могуће је спровести и на регионалном нивоу или у поређењу са другим „граничним“ тржиштима (пре свега одређена азијска и афричка тржишта) како би се на тај начин сагледао положај појединачних српских компанија и тржишта уопште на глобалном нивоу и идентификовао простор за најзначајнија унапређења домаће праксе извештавања инвестиционе јавности.

У будуће истраживање могуће је укључити и анализу компанија чијим се акцијама тренутно не тргује на Београдској берзи, како би се анализирано опште стање и отвореност домаћих приватних компанија инвестиционој јавности, које, додатна финансијска средства прибављају путем других облика финансирања – банкарских кредита, стартап инвестиција, преузимања, итд.

У смислу проширивања скупа испитаника који оцењују перформансе појединачних компанија, у односу на обављено истраживање, у ком су учествовало домаћи аналитичари и економски новинар, предлог будућег истраживања, које би на бољи начин дало слику тренутног међународног положаја домаћих компанија, било би укључивање у оцењивање и инвеститора из иностранства, као и анализа структуре одговора инвеститора различитих профила (*buy* и *sell* сиде инвеститори, хедџ, инвестициони и пензиони фондови, итд), путем имејл упитника или анкете на интернет презентацији Београдске берзе или других институција тржишта капитала.

Детаљнија истраживања о вези између интензитета ИР активности компаније на интернету и независних фактора као што су: величина компаније, интернационализација (пословање и листинг на другим берзама), учешће малих инвеститора у власништву, праксе извештавања у окружењу, припадност различитим индустријским гранама и стопа раста (вредност М/В показатеља), често су спровођена на другим развијеним и тржиштима у развоју, нпр: Аустралије, Белгије, Француске, Холандије, Јужне Африке и Велике Британије, [Bollen и др, 2006](#), Велике Британије, [Abdelsalam и Street, 2007](#), Шпаније, [Gandia, 2008](#), Индонезије, [Almilia, 2009](#),

Пољске, [Dyczkowska, 2014](#), Словеније, [Долиншек и др, 2014](#), као и бројних граничних тржишта, нпр: Кувајта, [Al-Shammari, 2007](#), Катара, [Al-Moghainli, 2009](#), Гане, [Agyei-Mensah, 2011](#), итд, што може представљати добар основ за будуће поређење ситуације на српском тржишту капитала и резултата из других упоредивих тржишта.

Даља истраживања ефекта увођења и квалитетног искоришћавања инструмената за комуникацију са инвеститорима, у циљу смањивања информационе асиметрије, на српском тржишту капитала такође се могу обавити и кроз анализу односа између ликвидности, односно ценовног спреда између куповне и продајне стране трговачких налога и овима трговања за појединачне хартије од вредности и квалитета њихових односа са инвеститорима, као што је анализирано на немачком тржишту, [Leuz и Verrecchia, 2000](#), тржишту Аустралије, [Chang и др, 2008](#), као и на глобалном нивоу: [Karolyi и Liao, 2015](#). Такође, евидентирани су и анализе између квалитета односа са инвеститорима и стопе приноса на изабране хартије од вредности ([Agarwal и др, 2008](#), [Kothari и др, 2009](#)), што би такође могло да да интересантне резултате за српско тржиште капитала у будућности.

У циљу практичног унапређења послова односа са инвеститорима у Србији будуће корисно истраживање могло би да укључи анализу разлога за коришћење, односно, некоришћење појединих инструмената комуникације према инвеститорима, путем анкете менаџера компанија котираних на Београдској берзи, како би се на тај начин уочиле кључне могућности унапређења процеса едукације на домаћем тржишту капитала.

7. Закључак

Редовно, благовремено, тачно и искрено информисање инвестиционе јавности постало је неминовност за јавна акционарска друштва у протеклим деценијама и предуслов њиховог опстанка на тржишту. Активности на изградњи и одржавању квалитетних односа са инвеститорима котираних компанија данас су издвојена пословна активност у компанијама развијених, али и привреда у развоју, а вештине и знања неопходни за обављање ових послова укључују рачуноводство, финансијску анализу, као и знања у области односа са јавношћу и комуникативне вештине. Иницирање активности односа са инвеститорима у компанији резултује у диверсификацији структуре акционара, привлачењу географски удаљених инвеститора, креирању пожељније власничке структуре, као и бољој процени вредности компаније на тржишту капитала ([Bushee и Miller, 2012](#)).

Поред увећаних могућности једносмерне комуникације акционарским друштвима су данас на располагању и бројни инструменти за анализу окружења, ослушкивање ставова инвеститора и заједнице и добијање повратних информација о могућим облицима унапређења сопственог пословања или процеса комуникације. На тај начин достиже се жељени ниво двосмерне комуникације са инвестиционом јавношћу, који би требало да резултује у користима, не само за појединачне компаније и њене власнике, већ и за економију уопште, кроз снижавање укупних трошкова капитала у тржишним економијама.

Приступ односима са инвеститорима у савременом пословању мора бити стратешки. У том смислу, резултати анализе ставова инвестиционе јавности, њихове потребе и одлуке не би смели да остану само информације у базама података службеника који са инвеститорима директно комуницирају, већ би требало да буду укључени у процес доношења одлука на нивоу целокупне компаније. Стратешки приступ односима са инвеститорима подразумева идентификацију и анализу фактора који доприносе дугорочним перформансама акција на тржишту капитала, истицање значаја тих фактора и комуникацију компаративних предности компаније заснованих на идентификованим факторима у односу на конкуренцију.

Спектар инструмената за комуникацију са инвестиционом јавношћу представља динамичну категорију, пре свега услед техничких иновација, регулаторних захтева,

процеса глобализације, али и трендова у процесу извештавања и нових теоријских сазнања. Основна класификација инструмената за комуникацију са инвеститорима подразумева поделу на штампане материјале, директну комуникацију путем индивидуалних разговора и инвеститорских конференција и интернет комуникацију. Све већи део процеса комуникације са инвеститорима премешта се на онлајн сервисе, што компанијама омогућава унапређење процеса извештавања, кроз циљану комуникацију и прилагођавање информационог садржаја крајњем кориснику. Тиме се снижавају и трошкови процеса комуникације са инвеститорима, што додатно утиче на побољшање позиције компаније на тржишту капитала и у привреди уопште. За разлику од периода извештавања у писаној форми, када су периодични резултати и извештаји компанија били „закуцани“ за одређени временски период, данас су ови подаци динамични, те се нове одлуке о инвестирању могу доносити у сваком тренутку, у зависности од објављених информација, што тржишта капитала чини знатно динамичнијим.

У спровођењу процеса комуникације са инвеститорима основни захтев данас је искреност према инвестиционој јавности и обелодањивање свих информација везаних за пословање компаније. У том смислу, циљ савремених односа са инвеститорима није више постизање највише, већ фер цене акција компаније. Такође, у процесу извештавања јавности управо службеници за односе имају задатак да заштите све групе инвеститора, укључујући ту и мале акционаре, омогућавајући свима једнак приступ информацијама и равноправан третман.

Не мање битан аспект процеса комуникације са инвеститорима је и информациони садржај инструмената комуникације. Поред захтева да дистрибуиране информације буду јасне, тачне, упоредиве и благовремене, пракса показује да инвеститоре све више интересују нефинансијске информације, којима се додатно описује положај и зарађивачка способност акционарских друштава ([Hoffmann и Fieseler, 2012](#), [Laskin, 2014](#)).

Сprovedено емпиријско истраживање у оквиру овог рада показало је да се област комуникације према инвеститорима и искоришћеност разноврсних инструмената за ову комуникацију на српском тржишту капитала још увек налазе на релативно ниском нивоу. Разлози за ово пре свега леже у недовољној информисаности домаћих

компанија о предностима тржишта капитала и изостанку лако уочљивих практичних користи које компаније могу остварити путем укључења у трговање на Берзи. Анализа појединачних инструмената за комуникацију са инвеститорима показала је да српска акционарска друштва процес извештавања инвестиционе јавности углавном заснивају на законски обавезним документима, без додатне иницијативе да се домаћим и инвеститорима из иностранства олакша проналажење података потребних за одлучивање о куповини или продаји хартија од вредности изабране компаније.

Потврђивањем појединачних хипотеза о вези између квалитета односа са инвеститорима и тржишног сегмента на ком се налазе акције појединачних компанија доказано је да се односи са инвеститорима могу значајно унапредити листирањем акција на неки од виших сегмената српског тржишта капитала, чиме се отвара већа могућност привлачења квалитетних инвеститора и заштите малих инвеститора, али и саме компаније од нежељених преузимања или негативних трендова на тржишту. Тиме су доказане и претпоставке хипотеза у вези са изложеношћу српских компанија тржишту капитала и информисаности власника и управе о значају тржишта капитала, с обзиром на то да управо власници и менаџмент компанија иницирају листирање и отварање према инвестиционој јавности. Иако појединачне хипотезе у оквиру овог рада, о вези између интернационализације власништва и менаџмента и квалитета односа са инвеститорима, нису доказане, укупне оцене за појединачне анализирани факторе практично све компаније из узорка позиционирају релативно ниско по оцењеним критеријумима, што још једном потврђује постојање великог простора за унапређење квалитета односа са инвеститорима у Србији.

Имајући у виду резултате бројних претходних истраживања која су показала да инвеститори имају ограничено расположиво време и да се стога обично концентришу само на део лако доступних информација ([Grossman и Stiglitz, 1980](#); [Merton, 1987](#); [Hong и Stein, 1999](#); [Hirshleifer и Teoh, 2003](#); [Barber и Odean, 2008](#); [Blankespoor и др, 2013](#)) пасивност српских компанија у извештавању инвестиционе јавности може додатно негативно утицати на позицију српског тржишта капитала на глобалном нивоу. Такође, недовољно или неблаговремено извештавање може привући спекулативне инвеститоре, чији интерес нису дугорочни развој компаније, и који се

са тржишта повлаче приликом првих негативних сигнала, као што је то био случај и на домаћем тржишту почетком XXI века. Резултати емпиријског истраживања за поједине критеријуме, као што су објављивање најновијих финансијских извештаја или актуелних годишњих докумената о објављеним информацијама показује да код домаћих компанија постоји свест о потреби извештавања инвеститора, али не и мотивација да ово извештавање буде благовремено и комплетно. У том смислу, интензивнија едукација менаџмента српских компанија о значају односа са инвеститорима и позиције на тржишту капитала сигурно би допринела и унапређењу положаја српске привреде на глобалном нивоу.

Приближавање тржишта Србије Европској унији, изложиће српске компаније још већој конкуренцији за слободним средствима међународних инвеститора. Стога је за домаћа акционарска друштва изузетно битно да пронађу оптималну комбинацију инструмената комуникације према инвестиционој јавности, како би се приближиле циљној групи инвеститора и повећале сопствену видљивост на глобалном тржишту капитала. Већина домаћих компанија, према резултатима спроведеног истраживања, има издвојене странице намењене инвеститорима, али изостаје извештавање и о финансијским и о нефинансијским показатељима, као што је и претпостављено у постављеним хипотезама. Просечна оцена добијена за објављивање нефинансијских фактора целог посматраног узорка износи 2,78, што је у складу са постављеним хипотезама о недовољном извештавању о нефинансијским факторима, али су подједнако лоши резултати добијени и за извештавање о анализираним финансијским факторима, што потврђује хипотезама претпостављену потребу за додатним унапређењем укупног процеса извештавања на домаћем тржишту капитала. Такође, емпиријско истраживање показало је да, у складу са претпостављеним хипотезама, српска акционарска друштва не користе у довољној мери директне инструменте за комуникацију са инвеститорима (разговори 1-на-1 и објављивање контакта за инвеститоре на штампаним материјалима и интернет страницама), као ни интернет инструменте комуникације (посматрани фактори: формат извештаја који омогућава директно преузимање података, достављање пословних вести Берзи, објављивање презентације за инвеститоре на интернету), што отвара простор за додатна унапређења праксе односе са инвеститорима у Србији, уз релативно ниска додатна улагања.

Приликом даљег развоја послова комуникације са инвестиционом јавности у Србији треба имати у виду и чињеницу релативно ниски трошкови увођења појединих инструмената комуникације не значе истовремено и да њихов избор представља најбољу опцију за појединачно предузеће. У приступу инвестиционој јавности компанија би требало да првенствено анализира сопствену позицију, окружење, циљну групу инвеститора, као и тренутна дешавања на тржишту капитала. У том смислу српским акционарским друштвима у блиској будућности биће потребни и едуковани и оспособљени ИР стручњаци, који разумеју потребе инвестиционе јавности и расположиве инструменте за комуникацију са различитим групама и профилима инвеститора.

Литература

2014 Rankings, Interbrand, <http://www.bestglobalbrands.com/2014/ranking/>, датум приступа: 28. децембар 2014.

A brief history of investor relations: its growth and spread, www.irs.org.uk/files/A_brief_history_of_investor_relations1.doc, датум приступа: 27. март 2014.

A Plain English Handbook, SEC, <https://www.sec.gov/pdf/handbook.pdf>, датум приступа: 18. новембар 2014.

Abdelsalam, Omneya H., and Donna L. Street. "Corporate governance and the timeliness of corporate internet reporting by UK listed companies." *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation* 16.2 (2007): 111-130.

About Us, <http://www.niri.org/FunctionalMenu/About.aspx>, датум приступа: 16. март 2014.

Agarwal, Vineet, et al. "The impact of effective investor relations on market value." Available at SSRN 1102644 (2008).

Agyei-Mensah, Ben Kwame. "Corporate financial reporting: firm characteristics and the use of the internet as a medium of communication by listed firms in Ghana." Available at SSRN 1887369 (2011).

Adams, Carol A., and Geoffrey R. Frost. "The internet and change in corporate stakeholder engagement and communication strategies on social and environmental performance." *Journal of Accounting & Organizational Change* 2.3 (2006): 281-303.

Aerts, Walter, Denis Cormier, and Michel Magnan. "The association between web-based corporate performance disclosure and financial analyst behaviour under different governance regimes." *Corporate Governance: An International Review* 15.6 (2007): 1301-1329.

Allen, Christopher E. "Building mountains in a flat landscape: investor relations in the post-Enron era." *Corporate Communications: An International Journal* 7.4 (2002): 206-211.

Almilia, Luciana Spica. "Determining factors of internet financial reporting in Indonesia." *Accounting & Taxation* 1.1 (2009): 87-99.

Al-Mogbawli, Mohammed H. "A survey of internet financial reporting in Qatar." *Journal of Economic and Administrative Sciences* 25.1 (2009): 1-20.

Al-Shammari, B. "Determinants of Internet financial reporting by listed companies on the Kuwait Stock Exchange." *Journal of International Business and Economics* 7.1 (2007): 162-178.

Aly, Doaa, Jon Simon, and Khaled Hussainey. "Determinants of corporate internet reporting: evidence from Egypt." *Managerial Auditing Journal* 25.2 (2010): 182-202.

Ambev, <http://www.ambev.com.br>, датум приступа: 10. јануар 2015.

- Antweiler, Werner, and Murray Z. Frank. "Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards." *The Journal of Finance* 59.3 (2004): 1259-1294.
- Armitage, Seth, and Claire Marston. "Corporate disclosure, cost of capital and reputation: Evidence from finance directors." *The British Accounting Review* 40.4 (2008): 314-336.
- Barber, Brad M., and Terrance Odean. "All that glitters: The effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors." *Review of Financial Studies* 21.2 (2008): 785-818.
- Blankespoor, Elizabeth, Gregory S. Miller, and Hal D. White. "The role of dissemination in market liquidity: Evidence from firms' use of Twitter™." *The Accounting Review* 89.1 (2013): 79-112.
- Bodoff, David, and Hongtao Zhang. "Corporate disclosure dissemination: when more is less." *Decision Support Systems* 35.4 (2003): 455-466.
- Boerner, Hank. "New approaches to setting up meetings, and national perspective on regulatory, technological and structural changes in the capital markets in 2008." *Investor Relations Update March* (2008).
- Bollen, Laury, Harold Hassink, and Gordana Božić. "Measuring and explaining the quality of Internet investor relations activities: a multinational empirical analysis." *International Journal of Accounting Information Systems* 7.4 (2006): 273-298.
- Bonsón, Enrique, and Tomás Escobar. "A survey on voluntary disclosure on the internet: empirical evidence from 300 European Union companies." *The International Journal of Digital Accounting Research* 2.3 (2002): 27-51.
- Bonsón, Enrique, and Tomás Escobar. "Digital reporting in Eastern Europe: An empirical study." *International Journal of Accounting Information Systems* 7.4 (2006): 299-318.
- Bragg, Steven M. *Running an Effective Investor Relations Department: A Comprehensive Guide. Vol. 9.* John Wiley & Sons, 2010.
- Breakenridge, Deirdre K. *PR 2.0: New media, new tools, new audiences.* FT Press, 2008.
- Brennan, Michael J., and Claudia Tamarowski. "Investor relations, liquidity, and stock prices." *Journal of Applied Corporate Finance* 12.4 (2000): 26-37.
- Brown, Stephen, and Stephen A. Hillegeist. "How disclosure quality affects the level of information asymmetry." *Review of Accounting Studies* 12.2-3 (2007): 443-477.
- Bushee, Brian J., and Gregory S. Miller. "Investor relations, firm visibility, and investor following." *The Accounting Review* 87.3 (2012): 867-897.
- Bushee, Brian J., et al. "The role of the business press as an information intermediary." *Journal of Accounting Research* 48.1 (2010): 1-19.

- Vlittis, Adamos, and Melita Charitou. "Valuation effects of investor relations investments." *Accounting & Finance* 52.3 (2012): 941-970.
- Gandía, Juan L. "Determinants of internet-based corporate governance disclosure by Spanish listed companies." *Online Information Review* 32.6 (2008): 791-817.
- Gedajlovic, Eric, Toru Yoshikawa, and Motomi Hashimoto. "Ownership structure, investment behaviour and firm performance in Japanese manufacturing industries." *Organization Studies* 26.1 (2005): 7-35.
- Geerings, Jorn, Laury HH Bollen, and Harold Franciscus Dominicus Hassink. "Investor relations on the Internet: a survey of the Euronext zone." *European Accounting Review* 12.3 (2003): 567-579.
- Gelb, David, Mark P. Holtzman, and David Mest. "International operations and voluntary disclosures by US-based multinational corporations." *Advances in accounting* 24.2 (2008): 243-249.
- Goodman, Michael B. "Transformation and the corporate communication profession." *Corporate Communications: An International Journal* 17.3 (2012).
- Grove Ditlevsen, Marianne. "Revealing corporate identities in annual reports." *Corporate Communications: An International Journal* 17.3 (2012): 379-403.
- Grossman, Sanford J., and Joseph E. Stiglitz. "On the impossibility of informationally efficient markets." *The American economic review* (1980): 393-408.
- Grunig, J. E., and T. Hunt. *Managing Public Relations*. Holt, Rinehart and Winston, 1984.
- Grunig, James E. "Organizations, environments, and models of public relations." *Public Relations Research & Education*, 1.4 (1984): 6-29.
- Grunig, James E., and David M. Dozier. *Excellent public relations and effective organizations: A study of communication management in three countries*. Routledge, 2003.
- Grunig, James E., and Larissa A. Grunig. "Excellence theory in public relations: Past, present, and future." *Public relations research*. VS Verlag für Sozialwissenschaften, 2008. 327-347.
- Grunig, James E., and Larissa A. Grunig. "Models of public relations and communication." *Excellence in public relations and communication management* (1992): 285-325.
- Grunig, James E., and Larissa Schneider Grunig. "Toward a theory of the public relations behavior of organizations: Review of a program of research." *Journal of Public Relations Research* 1.1-4 (1989): 27-63.
- Grunig, James E., Larissa A. Grunig, and David M. Dozier. "The Excellence Theory1." *Public relations theory II* (2006): 19.
- Guidance on the Testimonial Rule and Social Media, SEC, <http://www.sec.gov/investment/im-guidance-2014-04.pdf>, датум приступа: 22. октобар 2014.

Guimard, Anne. *Investor relations: principles and international best practices in financial communications*. Palgrave Macmillan, 2013.

Da, Zhi, Joseph Engelberg, and Pengjie Gao. "In search of attention." *The Journal of Finance* 66.5 (2011): 1461-1499.

Debreceňy, Roger, Glen L. Gray, and Asheq Rahman. "The determinants of Internet financial reporting." *Journal of Accounting and Public Policy* 21.4 (2003): 371-394.

Distinctions Between Award-Winning Investor Relations and Traditional Investor Relations, <http://www.capitalmarketsboard.com/interviews-ir-winners.html>, датум приступа: 23. април 2014.

Dozier, David M., Larissa A. Grunig, and James E. Grunig. *Manager's guide to excellence in public relations and communication management*. Routledge, 2013.

Dolinšek, Tatjana, Polona Tominc, and Andreja Lutar Skerbinjek. "The determinants of internet financial reporting in Slovenia." *Online Information Review* 38.7 (2014): 842-860.

Dolphin, Richard R. "Approaches to investor relations: implementation in the British context." *Journal of Marketing Communications* 9.1 (2003): 29-43.

Dolphin, Richard R. "The strategic role of investor relations." *Corporate Communications: An International Journal* 9.1 (2004): 25-42.

Drake, Michael S., Darren T. Roulstone, and Jacob R. Thornock. "Investor information demand: Evidence from Google searches around earnings announcements." *Journal of Accounting Research* 50.4 (2012): 1001-1040.

Дугалић, Верољуб. Финансијска анализа. Материјал за полазнике 11. циклуса наставе за стицање звања брокера, Комисија за хартије од вредности Републике Србије, 2013.

Dyckjowska, Joanna. "Assessment of Quality of Internet Financial Disclosures Using a Scoring System. A Case of Polish Stock Issuers." *Accounting and Management Information Systems* 13.1 (2014): 50-81.

Ђорђевић, Бојан, Мира Ђорђевић, и Драгиша Станујкић. "Investor relations on the internet: Analysis of companies on the Serbian stock market." *Economic annals* 57.193 (2012): 113-135.

Epstein, Marc J., and Martin Freedman. "Social disclosure and the individual investor." *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 7.4 (1994): 94-109.

Ernst & Young. "Measures that matter." Ernst & Young Center for Business Innovation, 1997.

Ettredge, Michael, Vernon J. Richardson, and Susan Scholz. "Dissemination of information for investors at corporate Web sites." *Journal of Accounting and Public Policy* 21.4 (2003): 357-369.

Ettredge, Michael, John Gerdes, and Gilbert Karuga. "Using web-based search data to predict macroeconomic statistics." *Communications of the ACM* 48.11 (2005): 87-92.

Eccles, Robert G., and Sarah C. Mavrinac. "Improving the corporate disclosure process." *MIT Sloan Management Review* 36.4 (1995): 11.

Жаркић Јоксимовић, Невенка. Управљачко рачуноводство - Рачуноводство за менаџмент. ФОН, 2008.

Закон о рачуноводству. Службени гласник Републике Србије. 62/2013

Закон о тржишту капитала, Комисија за хартије од вредности,
http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=1131&Itemid=62, датум приступа: 15. јануар 2015.

Investor Relations, Deutsche Post DHL Group, <http://www.dpdhl.com/en/investors.html>, датум приступа: 9. јануар 2015.

Institute of Chartered Accountants of Scotland. *Corporate communications: views of institutional investors and lenders*. Eds. Pauline Weetman, and Aileen Beattie. Institute of Chartered Accountants of Scotland, 1999.

Ittner, C., and D. Larcker. "A bigger yardstick for company performance." *Mastering management* (2001).

Johnson, Melissa A. "Public relations and technology: Practitioner perspectives." *Journal of Public Relations Research* 9.3 (1997): 213-236.

Kaplan, R. S., and Norton, D. P. "The Balanced Scorecard-Measures That Drive Performances." *Harvard Business Review*, Jan, feb1992 70 (1992).

Karolyi, George Andrew, and Rose C. Liao. "The Economic Consequences of Investor Relations: A Global Perspective." Available at SSRN (2015).

Kelly, Kathleen S., Alexander V. Laskin, and Gregory A. Rosenstein. "Investor relations: two-way symmetrical practice." *Journal of Public Relations Research* 22.2 (2010): 182-208.

Kothari, S. P., Xu Li, and James E. Short. "The effect of disclosures by management, analysts, and business press on cost of capital, return volatility, and analyst forecasts: A study using content analysis." *The Accounting Review* 84.5 (2009): 1639-1670.

Lang, Mark H., and Russell J. Lundholm. "Corporate disclosure policy and analyst behavior." *Accounting review* (1996): 467-492.

Lapalme, Guy, and Leila Kosseim. "Mercure: Towards an automatic e-mail follow-up system." *IEEE Computational Intelligence Bulletin* 2.1 (2003): 14-18.

Larrán, Manuel Jorge, and Rees, William. "Private Disclosure in the Spanish Capital Market: Evidence from Financial Analysts and Investor Relations Directors." *Spanish Journal of Finance and Accounting*, 115 Special Issue for the 26th Annual Congress of the EAA (Seville) (2003): 116-152.

- Laskin, Alexander V. "A descriptive account of the investor relations profession a national study." *Journal of Business Communication* 46.2 (2009): 208-233.
- Laskin, Alexander V. "How investor relations contributes to the corporate bottom line." *Journal of Public Relations Research* 23.3 (2011): 302-324.
- Laskin, Alexander V. "Nonfinancial Information in Investor Communications." *International Journal of Business Communication* (2014): 2329488414525458.
- Laskin, Alexander V. *Investor relations: A national study of the profession*. Ph.D. Thesis. University of Florida, 2008.
- Laskin, Alexander. *Managing investor relations: Strategies for effective communication*. Business Expert Press, 2010.
- Lev, Baruch. "Intangible assets: concepts and measurements." *Encyclopedia of social measurement* 2.1 (2005): 299-305.
- Lev, Baruch. "Sharpening the intangibles edge." *Harvard business review* 6 (2004): 109-116.
- Lev, Baruch. *Winning investors over*. Harvard Business Review Press, Boston, MA (2012).
- Lev, Baruch. *Intangibles: Management, measurement, and reporting*. Brookings Institution Press, 2000.
- Lerman, Alina. "Individual investors' attention to accounting information: Message board discussions." Available at SSRN 1540689 (2011).
- Leuz, Christian, and Robert E. Verrecchia. "The Economic Consequences of Increased Disclosure (Digest Summary)." *Journal of accounting research* 38 (2000): 91-124.
- Lehavy, Reuven, Richard G. Sloan. "Investor recognition and stock returns." *Review of Accounting Studies* 13.2-3 (2008): 327-361.
- Litvin, Mark S. *How to measure survey reliability and validity*. Vol. 7. Sage Publications, 1995.
- Magdalena Mikołajek-Gocejna. "Between the report and the investor." *Economics & Business Administration Journal* 1 (2009): 106-111.
- Marston, C., J. Empson. "A survey of investor relations among the top 500 European companies." *EEA Conference Paper*. 2003.
- Marston, Claire Lesley. *Company communications with analysts and fund managers: a study of the investor relations activities of large UK quoted companies*. Diss. University of Glasgow, 1993.
- Marston, Claire, and Annika Polei. "Corporate reporting on the Internet by German companies." *International Journal of Accounting Information Systems* 5.3 (2004): 285-311.
- Marston, Claire. "Investor relations in the transition economies of Central and Eastern Europe." Available at SSRN 2296914 (2012).

Marston, Claire. "The organization of the investor relations function by large UK quoted companies." *Omega* 24.4 (1996): 477-488.

Marston, Claire. *A survey of European investor relations*. Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2004.

Marcus, Bruce W. *Competing for Capital: Investor relations in a dynamic world*. Vol. 300. John Wiley & Sons, 2005.

Међународни рачуноводствени стандарди, Министарство финансија,
<http://www.mfin.gov.rs/pages/issue.php?id=6541>, датум приступа: 18. јануар 2015.

Merton, Robert C. "A simple model of capital market equilibrium with incomplete information." *The journal of finance* 42.3 (1987): 483-510.

Millar, Carla CJM, et al. "Corporate governance and institutional transparency in emerging markets." *Journal of Business Ethics* 59.1-2 (2005): 163-174.

Недељковић, Наталија. Интернет технологије у функцији односа са инвеститорима. Магистарска теза. Економски факултет Београд, 2010.

Origins of NIRI - Chapter I,
<http://www.niri.org/FunctionalMenu/About/Origins/originsch1cfm.aspx>, датум приступа: 16. март 2014.

Peasnell, Kenneth, Sayida Talib, and Steven Young. "The fragile returns to investor relations: evidence from a period of declining market confidence." *Accounting and Business Research* 41.1 (2011): 69-90.

Перван, Ивица, и Маријана Бартуловић. "Determinants of voluntary Internet Financial Reporting: analysis for selected CEE countries." *International Journal of Economics and Statistics* 2 (2014): 32-39.

Перван, Ивица. "Добровољно финансијско извјештавање на интернету: Анализа праксе хрватских и словеначких акционарских друштава која котирају на берзама." *Финансијска теорија и пракса* 30.1 (2006): 1-27.

Правила пословања, Београдска берза,
http://www.belex.rs/files/regulativa/pravila_poslovanja.pdf, датум приступа: 17. јануар 2015.

Правилник о садржини, форми и начину објављивања годишњих, полугодишњих и кварталних извештаја јавних друштава, Комисија за хартије од вредности,
http://www.sec.gov.rs/index.php?option=com_content&task=view&id=1409&Itemid=224, датум приступа: 18. јануар 2015.

Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: Netflix, Inc., and Reed Hastings, SEC, <http://www.sec.gov/litigation/investreport/34-69279.pdf>, датум приступа: 26. октобар 2014.

Richard G. Barker, *The market for information—evidence from finance directors, analysts and fund managers*, *Accounting and Business Research*, 29 (1), 3-20, 1998.

Roberts, John, et al. "In the mirror of the market: The disciplinary effects of company/fund manager meetings." *Accounting, Organizations and Society* 31.3 (2006): 277-294.

Rogers, Priscilla S. "CEO presentations in conjunction with earnings announcements extending the construct of organizational genre through competing values profiling and user-needs analysis." *Management Communication Quarterly* 13.3 (2000): 426-485.

Rosenstein, G.A., Kelly, K.S., and Laskin, A.V. *Dimensions and models of investor relations practice: A national study of public relations' neglected specialization*. Annual Convention of the Association for Education in Journalism and Mass Communication Materials, Washington DC, 2007.

Ross, Stephen, Randolph Westerfield, Jeffrey Jaffe. *Corporate Finance*, 9th edition. McGraw-Hill/Irwin, 2009.

Ryder, Neil, and Michael Regester. *Investor Relations*. Hutchinson Business Books Limited, 1989.

SEC Provides Guidance to Open Up Use of Corporate Web Sites for Disclosures to Investors, SEC, <https://www.sec.gov/news/press/2008/2008-158.htm>, датум приступа: 16. септембар 2014.

Silver, David. "Creating transparency for public companies: The convergence of PR and IR in the post-Sarbanes-Oxley marketplace." *Public Relations Strategist* 11.1 (2005): 14-17.

Solis, Brian, and Deirdre K. Breakenridge. *Putting the public back in public relations: How social media is reinventing the aging business of PR*. FT Press, 2009.

Stubenrath, Michael. "Communication on Capital Markets." *Networks*. Physica-Verlag HD, 2002. 141-165.

Schiemann, Frank, Kai Richter, and Thomas Günther. "Voluntary disclosure of intellectual capital items in roadshows and investor conferences: an empirical analysis of DAX30-companies." *Zeitschrift für Planung & Unternehmenssteuerung* 21.3 (2010): 255-275.

Toth, Elizabeth L., ed. *The future of excellence in public relations and communication management: Challenges for the next generation*. Routledge, 2009.

Trends and Best Practices in Online Communications and Social Media in Corporate IR, Q4 Blog, <http://www.q4blog.com/2009/10/21/trends-and-best-practices-in-online-communications-and-social-media-in-corporate-ir/>, датум приступа: 12. новембар 2014.

Uysal, Nur. "The expanded role of investor relations: Socially responsible investing, shareholder activism, and organizational legitimacy." *International Journal of Strategic Communication* 8.3 (2014): 215-230.

Favaro, Paul. "Beyond bean counting: The CFO's expanding role." *Strategy & Leadership* 29.5 (2001): 4-8.

Farraghe, Edward J., Robert Kleiman, and Mohammed S. Bazaz. "Do investor relations make a difference?." *The Quarterly Review of Economics and Finance* 34.4 (1995): 403-412.

Филиповић Винка, Костић Станковић Милица: „Односи с јавношћу“, ФОН, Београд, 2011.

Financial Market Survey 2011, Box IR, <http://www.slideshare.net/BoxIR/financial-market-survey-2011-summary>, датум приступа: 28. јануар 2014.

Frankel, Richard, Marilyn Johnson, and Douglas J. Skinner. "An empirical examination of conference calls as a voluntary disclosure medium." *Journal of Accounting Research* (1999): 133-150.

Froidevaux, Ewa A. *Investor relation internet disclosure and the cost of equity capital*. Diss. Université de Fribourg, 2004.

Hand, John RM, and Baruch Lev, eds. *Intangible Assets: Values, Measures, and Risks: Values, Measures, and Risks*. Oxford University Press, 2003.

Hawkins, David E. *Corporate social responsibility: balancing tomorrow's sustainability and today's profitability*. Palgrave Macmillan, 2006.

Hayes, Andrew F., and Klaus Krippendorff. „Answering the call for a standard reliability measure for coding data.“ *Communication methods and measures* 1.1 (2007): 77-89.

Hedlin, Pontus. "The Internet as a vehicle for investor relations: the Swedish case." *European Accounting Review* 8.2 (1999): 373-381.

Hill & Knowlton. "Return on Reputation." *Corporate Reputation Watch*, 2006.

Hirshleifer, David, and Siew Hong Teoh. "Limited attention, information disclosure, and financial reporting." *Journal of Accounting and Economics* 36.1 (2003): 337-386.

Holland, John. *A model of corporate financial communications*. Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland, 2006.

Holland, John. *Corporate Communications with Institutional Shareholders: Private Disclosures and Financial Reporting*. Edinburgh: Institute of Chartered Accountants of Scotland, 1997.

Hong, Harrison, and Jeremy C. Stein. *A unified theory of underreaction, momentum trading and overreaction in asset markets*. No. w6324. National Bureau of Economic Research, 1997.

Hoffmann, Arvid OI, Aida Tutic, and Simone Wies. "The role of educational diversity in investor relations." *Corporate Communications: An International Journal* 16.4 (2011): 311-327.

Hoffmann, Arvid OI, Joost ME Pennings, and Simone Wies. "Relationship marketing's role in managing the firm-investor dyad." *Journal of Business Research* 64.8 (2011): 896-903.

Hoffmann, Christian, and Christian Fieseler. "Investor relations beyond financials: Non-financial factors and capital market image building." *Corporate Communications: An International Journal* 17.2 (2012): 138-155.

Hockerts, Kai, and Lance Moir. "Communicating corporate responsibility to investors: The changing role of the investor relations function." *Journal of Business Ethics* 52.1 (2004): 85-98.

Hummels, G. J. A., and D. Wood. "Knowing the Price, But Also the Value." *Nyenrode Business University and Boston College* (2005).

Clarke, Geraldine, and L. W. Murray. "Investor relations: perceptions of the annual statement." *Corporate Communications: An International Journal* 5.3 (2000): 144-151.

Constance S. Chandler, "Investor Relations from the Perspective of CEOs." *International Journal of Strategic Communication* 8.3 (2014): 160-176.

Corbin Jeff. *Writing the Book on Investor Relations and Social Media*. Social Media Week, NYC, 2012.

Cormier, Denis, and Michel Magnan. "The impact of the web on information and communication modes: the case of corporate environmental disclosure." *International Journal of Technology Management* 27.4 (2004): 393-416.

Chang, Millicent, et al. "Does disclosure quality via investor relations affect information asymmetry?." *Australian Journal of management* 33.2 (2008): 375-390.

Chang, Millicent, Liyin Hooi, and Marvin Wee. "How does investor relations disclosure affect analysts' forecasts?." *Accounting & Finance* 54.2 (2014): 365-391.

W. Ragas, Matthew, and Alexander V. Laskin. "Mixed-methods: measurement and evaluation among investor relations officers." *Corporate Communications: An International Journal* 19.2 (2014): 166-181.

Webb, Kimberley A., Steven F. Caban, and Jerry Sun. "The effect of globalization and legal environment on voluntary disclosure." *The International Journal of Accounting* 43.3 (2008): 219-245.

Wilcox, Dennis L., Glen T. Cameron, Bryan H. Reber. *Public Relations: Strategies and Tactics*. Pearson, 2014.

Xiao, Jason Zezhong, Michael John Jones, and Andy Lymer. "A conceptual framework for investigating the impact of the internet on corporate financial reporting." *The International Journal of Digital Accounting Research* 5.10 (2005): 131-169.

Xiao, Jason Zezhong, He Yang, and Chee W. Chow. "The determinants and characteristics of voluntary Internet-based disclosures by listed Chinese companies." *Journal of accounting and public policy* 23.3 (2004): 191-225.

Прилог А

Симболи	<i>AIKB</i>	<i>BMBI</i>	<i>NIS</i>	<i>IMLK</i>	<i>KMBN</i>	<i>ENHL</i>	<i>AERO</i>	<i>ZVHE</i>	<i>MTLC</i>	<i>ALFA</i>	<i>FITO</i>	<i>JESV</i>	<i>TGAS</i>	<i>SPT</i>	<i>GMON</i>
Трж. Сегмент	2	2	1	2	1	1	1	2	1	1	2	1	2	1	2
Власништво / Менаџмент	2	2	2	2	1	1	1	2	1	1	1	1	2	2	1
REPORT	2,6	2,4	4,8	2,4	5	4,6	4,4	2,2	3,4	2	4,6	4,8	4,4	3,6	2,4
HIS_REP	3,4	3,2	5	2,6	5	4,8	4,8	2,4	4,6	2,4	4,8	5	4,8	5	3,8
GM	4,8	5	5	5	4,6	4,2	2,2	3	5	2,4	4,4	5	4,8	4,8	2,4
PUB_INFO	3,2	2,2	5	3	1	5	2	2,8	1	2,6	4,2	1	4,8	4,6	4,6
INFO	4,4	4,6	5	4,4	4,8	4,8	4,6	4,4	4,6	4,4	4,4	4,8	4,8	4,8	4,4
FIN_1	1	1	4,8	1	3	4,4	1	1	2,4	2,4	3,6	2,6	1	2,2	1
EBIT	1	1	4,8	1	2,4	4,6	1	1	1	2,4	3,4	1	1	2	1
LIQ	1	1	4,2	1	2,4	3,8	1	1	1	1	3,4	1	1	1	1
ACT	1	1	4,6	1	1	4,4	1	1	1	2,4	3,4	1	1	1	1
FIN_2	1	1	4,8	1	2,8	4,6	1	1	2	2,4	3,4	2,2	1	2	1
PROF	1	1	4,6	1	1,2	4,2	1	1	1	1	3,4	1	1	1	1
MAR	1	1	4,6	1	1	4,8	1	1	2,8	3	3,4	2,2	1	2,4	1
PRICE	5	1,6	5	1	1	3	3	2,4	3	3	3	5	1	1	3
GRAPH	5	1,2	5	1	1	3	3	2,4	3	3	3	5	1	1	3
FORMAT	1	2,2	5	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2
HIS_NEWS	4,2	2,6	4,8	4,4	2,4	4,6	2,6	3,2	4,2	4	4	1	1,4	4	2,4
AV	1,6	1	5	1,6	2,2	3,2	2,2	1	2,6	3	2,4	2,4	1	3	2,2
BIO	1	1,6	3,6	1	1	1	1	1	3,8	1	4,4	1	1	1,6	1
SHR_HLD	3	1	4,6	1	1	1,8	3	1	2,6	3	3	2,8	1	1,2	1
HIS	4,4	5	5	4	1	3,8	3,4	1	5	4,8	4,6	3,8	1	1	2,4
MIS	1	4,6	4,8	5	1	4	1	4,6	5	5	4,6	1	4,8	4,8	1
CG	4,8	4,8	5	1	4,2	5	4,8	1,2	4,8	1,4	5	4,8	4,6	4,8	4,4
NEWS	1	1	4,8	1	1	4	1	1	1	1	1	1	1	1	1
IR_SEC	5	2,8	5	1,6	1	4,6	5	4,8	4,8	3,2	4,4	5	3,4	4,2	3,4
SEARCH	5	1	5	1	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	1
121	4	1	5	1	2,4	5	3,6	1	5	2,2	2	4,6	1	2,4	1
FAQ	1	1	4,8	1	1	1	1	2,4	1	1	1	1	1	4,8	1
SOCIAL	3,6	2,8	4,6	2,6	3,2	1,6	3,6	1	2,4	2,6	1,8	1	1,2	3,6	1
CONTACT	1	1	5	1	1	1	2,4	1	1	1	3,2	5	1	1	1,2
PPT	1	1	5	1	1	4,4	1,2	1	1,8	2,2	1,4	1	1	1	1
Укупно	2,60	2,05	4,81	1,85	2,19	3,71	2,43	1,93	2,89	2,53	3,37	2,77	2,10	2,69	1,92

Табела 1. Комплетни резултати истраживања

Биографија кандидата

Наталија Недељковић рођена је 1977. године у Београду, где је завршила основну школу и VI Београдску гимназију (природно-математички смер) са одличним успехом. Економски факултет Универзитета у Београду (смер Маркетинг) уписала је 1997. године. Дипломирала је 2002. године са просечном оценом студирања 7,94 и оценом 10 на дипломском раду на тему: „Утицај промотивних порука на диференциране сегменте потрошача“. Магистарски курс „Управљање и информациони системи“ на Економском факултету у Београду уписала је 2004. године и 2010. године одбранила магистарску тезу под насловом „Интернет технологије у функцији односа са инвеститорима“, код ментора проф. др Радета Станкића.

У новембру 2002. године запослила се на Београдској берзи а.д. Београд, у службу Маркетинга, где ради до данас. У току професионалне каријере највише се оријентисала на послове односа са јавношћу, сарадње са медијима, организацију догађаја, наступ компаније на интернету, сарадњу са корпоративним клијентима и послове едукације. Један је од коаутора публикације „Трговање по методу преовлађујуће цене“ Београдске берзе из 2003. године. Учествовала је у едукативним тимовима Београдске берзе и Комисије за хартије од вредности Републике Србије на теме берзанског пословања, извештавања са берзе, односа са инвеститорима и корпоративног управљања. Као гост предавач на теме берзанског пословања била је ангажована на бројним факултетима и стручним средњошколским установама у Србији. Учествовала је и водила организационе тимове неколико међународних берзанских конференција у земљи и региону. Била је члан радне групе из области берзанског пословања „Јединствени портал информационог повезивања берзи југоисточне Европе“, као и у међународне радне групе Федерације евро-азијских берзи на тему „Односи берзи и медија“.

У оквиру професионалног усавршавања стекла је лиценцу овлашћеног брокера Комисије за хартије од вредности Републике Србије, 2003. године и завршила курс Интернет дизајна (*I-net company*), такође, 2003. године.

Прилог 1.

Изјава о ауторству

Потписани-а _____ Наталија Недељковић

број индекса _____

Изјављујем

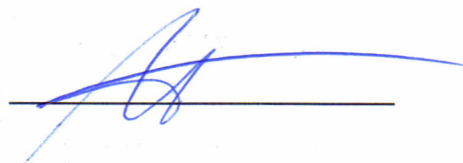
да је докторска дисертација под насловом

“Унапређење инструмената комуникације у односима са инвеститорима у Србији”

- резултат сопственог истраживачког рада,
- да предложена дисертација у целини ни у деловима није била предложена за добијање било које дипломе према студијским програмима других високошколских установа,
- да су резултати коректно наведени и
- да нисам кршио/ла ауторска права и користио интелектуалну својину других лица.

Потпис докторанда

У Београду, 14.10.2015.



Прилог 2.

**Изјава о истоветности штампане и електронске
верзије докторског рада**

Име и презиме аутора **Наталија Недељковић**

Број индекса

Студијски програм

Наслов рада

**“Унапређење инструмената комуникације у односима са инвеститорима у
Србији”**

Ментор **др Милица Костић – Станковић**

Потписани/а **Наталија Недељковић**

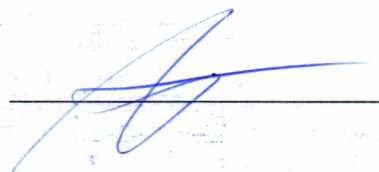
Изјављујем да је штампана верзија мог докторског рада истоветна електронској верзији коју сам предао/ла за објављивање на порталу **Дигиталног репозиторијума Универзитета у Београду**.

Дозвољавам да се објаве моји лични подаци везани за добијање академског звања доктора наука, као што су име и презиме, година и место рођења и датум одбране рада.

Ови лични подаци могу се објавити на мрежним страницама дигиталне библиотеке, у електронском каталогу и у публикацијама Универзитета у Београду.

Потпис докторанда

У Београду, 14.10.2015.



Прилог 3.

Изјава о коришћењу

Овлашћујем Универзитетску библиотеку „Светозар Марковић“ да у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду унесе моју докторску дисертацију под насловом:

“Унапређење инструмената комуникације у односима са инвеститорима у Србији”

која је моје ауторско дело.

Дисертацију са свим прилозима предао/ла сам у електронском формату погодном за трајно архивирање.

Моју докторску дисертацију похрањену у Дигитални репозиторијум Универзитета у Београду могу да користе сви који поштују одредбе садржане у одабраном типу лиценце Креативне заједнице (Creative Commons) за коју сам се одлучио/ла.

1. Ауторство

2. Ауторство - некомерцијално

3. Ауторство – некомерцијално – без прераде

4. Ауторство – некомерцијално – делити под истим условима

5. Ауторство – без прераде

6. Ауторство – делити под истим условима

(Молимо да заокружите само једну од шест понуђених лиценци, кратак опис лиценци дат је на полеђини листа).

Потпис докторанда

У Београду, 14.10.2015.

