

UDK 005.5+005.915(4)
DOI: 10.7251/FIN2103029C
Bobana Čegar*

ORIGINALNI NAUČNI RAD

Specifičnosti pripremanja kratkoročnog izvještaja menadžmenta u državama Jugoistočne Evrope

Specifics of interim management statement in the countries of South-East Europe

Rezime

Objavlivanje polugodišnjeg izvještaja menadžmenta, prema EU Direktivi o transparentnosti, obavezno je za sva listirana preduzeća u državama članicama Evropske unije, dok je prvobitno definisana obaveza prezentovanja ovog izvještaja na kvartalnom nivou ukinuta izmjenama ove direktive, 2011. godine. Analizirajući zakonsku regulativu i informacije koje emitenti u Jugoistočnoj Evropi objavljuju, na uzorku od 225 kompanija iz devet različitih država, moglo bi se zaključiti da je objavljivanje polugodišnjeg izvještaja menadžmenta obavezno u Bugarskoj, Crnoj Gori, Hrvatskoj, Rumuniji, Sjevernoj Makedoniji, Sloveniji i Srbiji, ali ne i u Bosni i Hercegovini. Gotovo sve kompanije koje su dostavile ovaj izvještaj uradile su to u rokovima definisanim za dostavljanje kratkoročnih finansijskih izvještaja i obično na način da i izvještaj menadžmenta i finansijski izvještaji predstavljaju jedan dokument. Međutim, u pogledu sadržaja kratkoročnog izvještaja menadžmenta postoje značajne varijacije, kako između posmatranih država, tako i između posmatranih kompanija unutar istih država.

Ključne riječi: kratkoročni izvještaj menadžmenta, učestalost izvještavanja, Direktiva o transparentnosti, Jugoistočna Evropa, tržište kapitala.

Abstract

Publication of a semi-annual management statement, according to the EU Transparency Directive, is mandatory for all listed companies in EU member states, while the originally defined obligation to present this report on a quarterly basis was abolished by amendments to this Directive in 2011. Analyzing the legislation and information published by issuers in Southeast Europe, on a sample of 225 companies from nine different countries, it could be concluded that the publication of a semi-annual management statement is mandatory in Bulgaria, Montenegro, Croatia, Romania, Northern Macedonia, Slovenia and Serbia, but not in Bosnia and Herzegovina. Almost all companies that submitted this report did so within the deadlines defined for the submission of interim financial statements and usually in such a way that both, the management statement and the financial statements, are a single document. However, in terms of the content of the interim management statement, there are significant variations, both between the observed countries and between the observed companies within the same countries.

Keywords: interim management statement, frequency of reporting, Transparency Directive, Southeast Europe, capital market.

* Viši asistent na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Banjoj Luci, e-mail: bobana.cegar@efbl.org

UVOD

Objavljivanje informacija o stanju i uspjehu, ali i svim drugim segmentima poslovanja, predstavlja važan aspekt u stvaranju povjerenja između emitenata hartija od vrijednosti i investitora. Kako bi pouzdanije mogli da procijene performanse izvještajnih entiteta, investitori su stalno u potrazi za kvalitetnim informacijama. Osim toga, i regulatori na tržištu kapitala, u cilju stvaranja povoljnijeg ambijenta za investicione aktivnosti, definišu koje informacije i u kojem roku su emitenti dužni da objavljuju zainteresovanim korisnicima. Imajući u vidu proces globalizacije, neminovno se javila potreba da se zahtjevi u pogledu objavljivanja informacija harmonizuju na globalnom nivou, što bi, s jedne strane, trebalo da olakša izvještavanje emitentima čije je poslovanje prešlo nacionalne granice, ali i korisnicima, s druge strane, kojim harmonizacija olakšava razumijevanje rezultata poslovanja.

S namjerom da se postigne viši stepen harmonizacije u pogledu objavljivanja informacija, ali i da se zaštite investitori na tržištu kapitala, Evropska komisija je 2004. godine usvojila Direktivu o transparentnosti, u kojoj je definisala koje izvještaje su emitenti hartija od vrijednosti dužni da objavljuju. Jedan od tih izvještaja je i izvještaj menadžmenta, koji je odmah po usvajanju ove direktive doveo do brojnih polemika, prije svega zbog toga što je prvobitno definisano da je ovaj izvještaj neophodno objavljivati na kvartalnom nivou. Naknadnim izmjenama, učestalost objavljivanja izvještaja smanjena je na polugodišnji nivo, a definisano je da kroz taj izvještaj uprava preduzeća informiše korisnike izvještaja o značajnim događajima i transakcijama, neizvjesnostima i rizicima, kao i o transakcijama sa povezanim licima.

Budući da ovako definisan sadržaj ostavlja dosta fleksibilnosti upravi u pogledu načina i obima informacija koje će objaviti kroz izvještaj menadžmenta, predmet analize u okviru ovog rada biće specifičnosti kratkoročnog izvještaja menadžmenta, odnosno izvještaja menadžmenta koji se sastavlja za periode kraće od godinu dana, u državama Jugoistočne Evrope. Osim što se radi o manje likvidnim tržištima kapitala, ovaj region karakteriše i šarolikost u pogledu statusa država u Evropskoj uniji. Pritom, pet od posmatranih devet država ima status članice, dok su preostale četiri u različitim fazama pristupanja.

Pažljivom analizom objavljenih izvještaja za 225 kompanija, biće razmatran pravni okvir u vezi sa objelodanivanjem kratkoročnog izvještaja menadžmenta, zatim rokovi i forma u kojoj se izvještaj prezentuje, kao i obim informacija sadržanih u izvještaju. Rezultati istraživanja prikazani su u trećem dijelu ovog rada, nakon teorijskog pregleda i pregleda literature, kao i prikazivanja metodoloških osnova istraživanja.

1. TEORIJSKI OKVIR I PREGLED LITERATURE

Kratkoročni izvještaj menadžmenta (engl. Interim Management Statement – IMS) predstavlja izvještaj putem kojeg uprava izvještajnog entiteta objavljuje najnovije informacije u vezi sa poslovanjem entiteta, prvenstveno u pogledu ostvarenih rezultata, najznačajnijih rizika, kao i u vezi sa transakcijama između povezanih lica. Objavljivanje ovog izvještaja, na polugodišnjem nivou, obavezno je za emitente hartija od vrijednosti u svim državama članicama Evropske unije, i to u periodu između desete sedmice od početka i šeste sedmice prije završetka šestomjesečnog perioda. Dakle, ne radi se o kratkoročnom finansijskom izvještaju, nego o posebnom izvještaju čiji minimum sadržaja je zakonski definisan, ali je upravi

istovremeno ostavljeno dosta fleksibilnosti u pogledu obima i sadržaja informacija koje želi da objavi kroz ovaj izvještaj, te se u praksi dešava da IMS dosta asocira na napomene koje se sastavljaju uz finansijske izvještaje, kao i da djelimično preuzima njihovu ulogu, uprkos tome što to nije svrha ovog izvještaja. Uz to, takva praksa bi bila i u suprotnosti sa pravnom i profesionalnom regulativom, budući da su napomene uz finansijske izvještaje, prema MRS 1, sastavni i obavezni dio seta finansijskih izvještaja, a primjena MRS/MSFI obavezna je u preko 160 država širom svijeta, uključujući i Bosnu i Hercegovinu, kao i sve države iz okruženja (IFRS, 2020).

Učestalije rasprave o potrebi i značaju IMS započele su početkom XXI vijeka, kada je Evropska komisija najavila, a zatim 2004. godine i usvojila Direktivu 2004/109/EZ u usklađivanju zahtjeva za transparentnošću u vezi sa informacijama o emitentima čijim se hartijama od vrijednosti trguje na uređenom tržištu, poznatiju kao Direktiva o transparentnosti. Naime, ovom direktivom uvedeno je obavezno objavljivanje IMS na kvartalnom nivou. Kvartalno izvještavanje, u vidu objavljivanja kvartalnog izvještaja menadžmenta, trebalo je da predstavlja sredinu između dvije ekstremne alternative: jedna bi bila obavezno kvartalno finansijsko izvještavanje zasnovano na međunarodnim standardima, a druga alternativa bila bi da se zadrži nivo korporativne transparentnosti koji je u Evropskoj uniji do tada i bio na snazi i koji ignoriše promjene koje su se u međuvremenu desile na tržištu kapitala, a koje se odnose na brže reakcije tržišta i veću konkurenciju, te veće zahtjeve investitora (Commission of the European Communities, 2003). Uvođenje kvartalnog izvještaja menadžmenta imalo je za cilj povećanje zaštite investitora kroz objelodanivanje dodatnih i učestalijih informacija o poslovanju preduzeća, ali i težnju ka stvaranju većeg stepena povjerenja u objelodanivanja emitenata koje je značajno uzdrmano nakon velikih korporativnih skandala.

Ipak, obavezno sastavljanje i objavljivanje IMS dovelo je do brojnih polemika u naučnoj i stručnoj javnosti, prije svega u pogledu stvarnih koristi od objavljivanja takvog dokumenta na tom stepenu učestalosti. Prema istraživanju Ernstbergera i drugih (2017), do uvođenja Direktive o transparentnosti, u 15 država koje su do tada imale status članica u EU, kvartalno izvještavanje je bilo obavezno kod osam članica, dok je preostalih sedam svojim nacionalnim propisima definisalo polugodišnje izvještavanje kao obavezno. Prije usvajanje ove direktive, a prema istraživanju Linka (2012), u devet od petnaest analiziranih EU članica kvartalni izvještaj menadžmenta nije bio obavezan (Austrija, Belgija, Njemačka, Danka, Francuska, Irska, Luksemburg, Holandija i Velika Britanija), dok je u četiri države taj zahtjev postojao i prije Direktive o transparentnosti, ali i nakon njene izmjene (Finska, Grčka, Portugal i Švedska). Dvije države, Italija i Španija, prije Direktive o transparentnosti, zahtijevale su obavezno objelodanivanje kvartalnih finansijskih izvještaja, ali je taj zahtjev smanjen na kvartalni izvještaj menadžmenta uvođenjem Direktive o transparentnosti. Ernsberger i drugi su, u okviru gorepomenutog istraživanja, ispitivali i da li obavezno kvartalno izvještavanje dovodi do menadžerske miopije, te spremnosti menadžera da manipulišu stvarnim aktivnostima u cilju stvaranja poželjne slike u kratkom roku. Manipulaciju stvarnim aktivnostima mjerili su analizirajući da li postoji neuobičajeno kretanje sljedeća tri parametra: novčanog toka iz poslovnih aktivnosti, troškova proizvodnje i diskrecionih troškova. Analizirajući kompanije iz 15 država članica Evropske unije, zaključili su, između ostalog, da su manipulativne aktivnosti izraženije kod kvartalnog u odnosu na polugodišnje izvještavanje, što naročito dolazi do izražaja u prvom kvartalu. Slične zaključke ranije su imali i Graham i dugi (2005), koji su kroz istraživanje zaključili da bi 80% finansijskih direktora smanjilo tzv. diskrecione troškove (poput troškova istraživanja i razvoja ili marketinga) kako bi ostvarili planirane kvartalne ciljeve, a oko 40% spremno je na

INTRODUCTION

Disclosure of information on the status and success, but also in all other business segments, is an important segment in building trust between issuers of securities and investors. In order to be able to more reliably assess the performance of reporting entities, investors are constantly looking for quality information. In addition, regulators in the capital market, in order to create a more favorable environment for investment activities, define what information and within what period issuers are required to disclose to interested users. Taking into consideration the process of globalization, there is inevitably a need to harmonize disclosure requirements at the global level, which on the one hand should make it easier for issuers whose business has crossed national borders, but also for users, on the other hand, for whom harmonization facilitates understanding of business results.

With intend to achieve a higher degree of harmonization in terms of information disclosure, but also to protect investors in the capital market, the European Commission adopted the Transparency Directive in 2004, which defined which reports securities issuers are required to publish. One of these reports is the management statement, which immediately after the adoption of this Directive led to numerous controversies, primarily because it was originally defined that this report should be published on a quarterly basis. Subsequent changes, the frequency of publishing the report was reduced on a semi-annual basis, and it was defined that through this report the company's management informs users about significant events and transactions, uncertainties and risks, as well as transactions with related parties.

Since the content defined in this way leaves a lot of flexibility to the management in terms of the manner and scope of information to be published through the management statement, the subject of analysis in this paper will be the specifics of interim management statement, i.e., management report compiled for less than a year, in Southeast Europe. Apart from being less liquid capital markets, this region is also characterized by diversity in terms of the country's status in the European Union. At the same time, five of the observed nine countries have the status of members, while the remaining four are in different stages of accession.

A careful analysis of the published reports for 225 companies, it will be considered the legal framework related to the disclosure of the management interim statement, the deadlines and form in which the report is presented, as well as the scope of information contained in the report. The results of the research are presented in the third part of this paper, after a theoretical review and literature review, as well as a presentation of the methodological foundations of the research.

1. THEORETICAL FRAMEWORK AND LITERATURE REVIEW

The Interim Management Statement (IMS) is a report through which the management of the reporting entity publishes the latest information regarding the entity's operations, primarily in terms of results achieved, the most significant risks, as well as related party transactions. The publication of this report, on a semi-annual basis, is obligatory for the issuer of securities in all member states of the European Union and in the period between the tenth week from the beginning and the sixth week before the end of the six-month period. Therefore, this is not about interim financial reporting, but about special reports whose minimum content is legally defined, but at the same time a lot of flexibility is left to the management regarding the scope and content of information they want to publish through this report. In practice, it is happening that the IMS is similar to the notes to the financial statements, as well as to partially assume their role, despite the fact that this is not the purpose of this report. In

addition, such a practice would be contrary to legal and professional regulations, as the notes to the financial statements, according to IAS 1, an integral and mandatory part of the set of financial statements, in all countries that apply IAS/IFRS, there are over 160 of them worldwide, including Bosnia and Herzegovina, as well as all neighboring countries (IFRS, 2020).

More frequent discussions on the need and importance of IMS began at the beginning of the 21st century when the European Commission announced and then, in 2004, introduced Directive 2004/109/EC on the harmonization of transparency requirements regarding information about issuers whose securities are traded on regulated market, better known as the Transparency Directive. Namely, this Directive introduced mandatory publication of IMS on a quarterly basis. Quarterly reporting, in the form of publishing a quarterly management statement, was supposed to be the middle ground between two extreme alternatives: one would be mandatory quarterly financial reporting based on international accounting standards, and the other alternative would be to maintain the level of corporate transparency which was in force at that time in the European Union and which ignores the changes that have taken place in the capital market in the meantime, relate to faster market reactions and greater competition, and greater investor demands (Commission of the European Communities, 2003). The introduction of the quarterly management statement aimed to increase investor protection by disclosing additional and more frequent information on the company's operations, but also to strive to create a greater degree of confidence in the disclosure of issuers, which was significantly shaken after major corporate scandals.

However, the mandatory compilation and publication of IMS has led to a number of controversies in the scientific and professional public, primarily regarding the real benefits of publishing such a report at that level of frequency. According to a study done by Ernstberger et al. (2017), until the introduction of the Transparency Directive, in 15 countries that had EU membership until then, quarterly reporting was mandatory for eight members, while the remaining seven defined semi-annual reporting as mandatory in their national regulations. Prior to the adoption of this Directive, and according to a survey by Link (2012), in nine of the fifteen analyzed EU Member States, a quarterly management statement was not required (Austria, Belgium, Germany, Denmark, France, Ireland, Luxembourg, the Netherlands and the United Kingdom), in four countries this requirement existed before the Transparency Directive, but also after its amendment (Finland, Greece, Portugal and Sweden). Two countries, Italy and Spain, prior to the Transparency Directive, required mandatory disclosure of quarterly financial statements, but this requirement was reduced to a quarterly management statement with the introduction of the Transparency Directive. As part of the above-mentioned research, Ernsberger and others also examined whether mandatory quarterly reporting leads to managerial myopia, and the willingness of managers to manipulate real activities in order to create a desirable image in the short term. Manipulation of actual activities was measured by analyzing whether there is an unusual movement of the following three parameters: cash flow from operating activities, production costs and discretionary costs. Analyzing companies from 15 EU member states, they concluded, among other things, that manipulative activities are more pronounced in the quarterly than in the semi-annual reporting, which is especially pronounced in the first quarter. Graham et al. (2005) had similar conclusions before, and concluded through their research that 80 percent of CFOs would reduce the so-called discretionary costs (such as R&D or marketing costs) to achieve planned quarterly targets, and about 40 percent are willing to increase promotional offers (discounts) to increase sales in the short term. Kraft et al. (2016) showed in their research that there is a significant statistical and economic link between investment and the frequency of reporting, i.e., that with more frequent reporting there is a decline in investment, business efficiency, but also sales. Similar conclusions were reached by Cheng and et al. (2005) who concluded

povećanje akcijskih ponuda (popusta) kako bi povećali prodaju u kratkom roku. Kraft i drugi (2016) u svom istraživanju pokazali su da postoji značajna statistička i ekonomska veza između investicija i učestalosti izvještavanja, odnosno da sa učestalijim izvještavanjem dolazi do pada investicija, poslovne efikasnosti, ali i prodaje. Do sličnih zaključaka došli su i Cheng i drugi (2005), koji su zaključili da učestalije izvještavanje utiče na smanjenje izdvajanja za ulaganje i razvoj, kao i Gigler i drugi (2013), koji su u svom istraživanju zaključili da u slučaju učestalijeg izvještavanja, aktivnosti koje doprinose dobrim rezultatima u kratkom roku postaju sve atraktivnije.

Međutim, do drugačijeg zaključka došli su Rahman i drugi (2013), koji su u periodu 2009. i 2010. godine analizirali volatilnost cijena i obim aktivnosti na tržištu kapitala Velike Britanije na dan objelodanjanja kvartalnog izvještaja menadžmenta u odnosu na druge, neizvještajne dane i zaključili da postoje značajne razlike, te da je ovaj izvještaj cjenovno osjetljiv. Ta volatilnost bila je gotovo jednaka volatilnosti koja se javlja na dan objelodanjanja polugodišnjih izvještaja, čime su osporili tvrdnju da kvartalni izvještaj menadžmenta ne sadrži informacije koje bi bile od značaja za investitore. Dodatno, autori su došli i do zaključaka koji podupiru kvartalno izvještavanje. Jedan zaključak se odnosi na troškove dodatnog objelodanjanja kvartalnog izvještaja menadžmenta i, prema rezultatima ovih autora, ti troškovi nisu značajni s obzirom na to da su izvještaji analiziranih kompanija kratki, te sadrže informacije čije prikupljanje ne zahtijeva dodatne finansijske resurse. Drugi zaključak je u vezi sa menadžerskom miopijom, koja, po mišljenju ovih autora, nije neminovno rezultat učestalijeg izvještavanja iz razloga što sama Direktiva ne zahtijeva objelodanjanje informacija o projekcijama profita, te budućim trendovima.

Pod čestim prigovorima da kvartalni izvještaj menadžmenta donosi više štete nego koristi, Evropska komisija je 2011. godine izmijenila Direktivu o transparentnosti, te ukinula obavezu objavljivanja izvještaja menadžmenta na kvartalnom nivou, uz objašnjenje da (Direktiva 2013/50/EU, 2013):

- kratkoročni izvještaj menadžmenta na kvartalnom nivou predstavlja dodatni teret za male i srednje izvještajne entitete;
- ukidanjem kvartalnog izvještaja menadžmenta emitenti će biti pod manjim pritiskom da stvaraju dobre rezultate u kratkom roku;
- ukidanje kvartalnog izvještaja menadžmenta neće imati negativan uticaj na zaštitu investitora, s obzirom na to da su investitori zaštićeni kroz objelodanjanje polugodišnjih i godišnjih izvještaja, kao i sva druga objelodanjanja definisana Direktivom o zloupotrebi tržišta (koja zahtijeva objelodanjanje cjenovno osjetljivih informacija).

Tabela 1. Struktura uzorka¹

Država	Naziv berze	Indeks	Broj kompanija u indeksu	Broj kompanija u indeksu bez finansijskih institucija	Učešće (%)
BiH – RS	Banjalučka	BIRS 20	20	19	8,4
BiH – FBiH	Sarajevska	SASE 30	25	25	11,1
Srbija	Beogradska	BELEXline 27	27	22	9,8

¹ Struktura svakog pojedinačnog indeksa dostupna je na sajtovima posmatranih berzi: Banjalučka berza (<https://www.blberza.com/Pages/indexlist.aspx>), Sarajevska berza (<http://www.sase.ba/v1/Tr%C5%BEI%C5%A1te/Op%C4%87e-Informacije/Indexi-SASE>), Beogradska berza (<https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/svi/indeksi>), Zagrebačka berza (<https://zse.hr/hr/burzovni-indeksi/38>), Montenero berza (<https://mnse.me/code/navigate.asp?id=1013>), Ljubljanska berza (<https://ljse.si/si/borzni-indeksi/38>), Makedonska berza (<https://www.mse.mk/mk/content/13/3/2010/structure-of-index-mbi10>), Bugarska berza (<https://www.bse-sofia.bg/en/indices>), Bukureška berza (<https://bvb.ro/FinancialInstruments/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BETPlus>), Atinska berza (<https://www.athexgroup.gr/web/guest/indices>).

Kvartalni izvještaj menadžmenta, iako sada neobavezan prema direktivama EU, i dalje je prisutan među pojedinim emitentima na evropskom kontinentu, bilo da ga emitenti objavljuju dobrovoljno ili je nacionalnim zakonodavstvom propisano njegovo objelodanjanje (kao npr. u Malti, Estoniji, Turskoj ili Hrvatskoj). Bez obzira na ove izmjene, kao i polemike o svrsishodnosti kvartalnog izvještaja menadžmenta, njegovo objavljivanje na polugodišnjem nivou nije se dovodilo u pitanje, te je i dalje obavezno, a prema Direktivi o transparentnosti ovaj izvještaj obavezno sadrži (Direktiva 2004/109/EZ, 2004):

- naznaku značajnih događaja koji su se desili u prvih šest mjeseci poslovne godine, te njihov uticaj na finansijske izvještaje;
- opis osnovnih rizika i neizvjesnosti u vezi sa poslovanjem u narednih šest mjeseci; i
- pregled značajnih transakcija sa povezanim licima.

Sve države članice EU su, u skladu sa zahtjevima ove direktive, obavezu sastavljanja polugodišnjeg izvještaja inkorporirale i u svoju nacionalnu regulativu. Međutim, imajući na umu značajan stepen slobode koji uprava ima pri izboru forme i sadržaja ovog izvještaja, te činjenicu da menadžment samostalno odlučuje koje bilansne stavke će dodatno elaborirati u okviru izvještaja menadžmenta, da li će informacije prikazivati numerički ili samo narativno, kolika će biti dužina izvještaja, te u kojem momentu između deset sedmica od početka i šest sedmica prije kraja šestomjesečnog perioda će objaviti ovaj izvještaj, kao rezultat mogu se javiti i značajne razlike u nivou kvaliteta samog izvještaja.

2. METODOLOGIJA ISTRAŽIVANJA

Imajući na umu prethodno navedene karakteristike izvještaja menadžmenta, predmet analize daljeg, empirijskog istraživanja, biće učestalost objavljivanja i sadržina kratkoročnog izvještaja menadžmenta u državama Jugoistočne Evrope, tačnije – u Bosni i Hercegovini, Bugarskoj, Crnoj Gori, Grčkoj, Hrvatskoj, Rumuniji, Sjevernoj Makedoniji, Sloveniji i Srbiji. Uzorkom će biti obuhvaćene one kompanije čijim se hartijama od vrijednosti trguje na organizovanom tržištu kapitala, odnosno objavljeni polugodišnji izvještaji menadžmenta tih kompanija za 2017. godinu, a koje ulaze u sastav berzanskih indeksa na svakom od posmatranih tržišta kapitala, budući da se radi o tržištima koja u prosjeku ne karakteriše izrazito visoka likvidnost. Radi se o ukupno 225 kompanija, kako je prikazano u tabeli 1.

that more frequent reporting has the effect of reducing investment and development allocations, as well as Gigler and others (2013) who concluded in their research that in case of more frequent reporting, contributing activities with good results in a short time they become more and more attractive.

Nevertheless, a different conclusion was reached by Rahman et al. (2013) who in 2009 and 2010 analyzed price volatility and volume of activity in the UK capital market on the day of disclosure of the quarterly management statement compared to other, non-reporting days, and concluded that there are significant differences, and that this report is price sensitive. That volatility was almost equal to the volatility that occurs on the date of disclosure of the semi-annual reports, thus disputing the claim that the quarterly management statement does not contain information that would be relevant to investors. Additionally, the authors came to conclusions that support quarterly reporting. One conclusion relates to the costs of additional disclosure of the quarterly management report and according to the results of these authors, the additional costs are not significant given that the reports of the analyzed companies are short, and contain information whose collection does not require additional financial resources. The second conclusion is related to managerial myopia, which, in the opinion of these authors, is not inevitably the result of more frequent reporting because the Directive itself does not require the disclosure of information on profit projections and future trends.

Under frequent complaints that the quarterly management report does more harm than benefits, in 2011 the European Commission amended the Transparency Directive and abolished the obligation to publish management reports on a quarterly basis, explaining that (Directive 2013/50 / EU, 2013):

- Interim management statement on a quarterly basis represents an additional burden for small and medium-sized reporting entities,
- By abolishing the quarterly management statement, issuers will be under less pressure to generate good results in the short term,
- Abolition of the quarterly management statement will not have a negative impact on investor protection, given that investors are protected through the disclosure of semi-annual and annual reports, as well as all other disclosures defined by the Market Abuse Directive (which requires disclosure of price sensitive information).

The quarterly management statement, although now optional under EU directives, is still present among some issuers on the European

continent, whether the issuers publish it voluntarily or national legislation prescribes its disclosure (such as in Malta, Estonia, Turkey or Croatia). Notwithstanding these changes, as well as the controversy over the purposefulness of the quarterly management statement, its publication on a semi-annual basis has not been questioned and is still mandatory, and according to the Transparency Directive this report is mandatory and should include information about (Directive 2004/109 / EC, 2004):

- an indication of significant events that occurred in the first six months of the business year, and their impact on the financial statements,
- a description of the underlying business risks and uncertainties over the next six months i
- review of significant related party transactions.

All EU Member States have, in accordance with the requirements of this Directive, incorporated the obligation to compile a semi-annual report into their national regulations. However, having in mind the significant degree of freedom that the management has in choosing the form and content of this report, and the fact that the management independently decides which balance sheet items will be further elaborated within the management report, whether the information will be presented numerically or only narratively, report, and at what point between ten weeks from the beginning and six weeks before the end of the six-month period will publish this report, as a result there may be significant differences in the level of quality of the report itself.

2. RESEARCH METHODOLOGY

Having in mind the previously mentioned characteristics of the management statement, the subject of analysis of further, empirical research will be the frequency of publishing and the content of the interim management statement in Southeast Europe, namely in Bosnia and Herzegovina, Bulgaria, Montenegro, Greece, Croatia, Romania, Northern Macedonia, Slovenia and Serbia. The sample will include those companies whose securities are traded on the organized capital market, i.e., published semi-annual management reports of these companies for 2017, which are part of stock exchange indices in each of the observed capital markets, since these are markets which on average is not characterized by extremely high liquidity. The sample includes in total 225 companies, as shown in Table 1.

Table 1. Sample structure¹

Country	Name of stock exchange	Index	Number of companies in index	Number of companies in index w/o financial institutions	Share (%)
BiH – RS	Banjalučka	BIRS 20	20	19	8,4
BiH – FBiH	Sarajevska	SASE 30	25	25	11,1
Serbia	Beogradska	BELEXline 27	27	22	9,8

¹ The structure of each individual index is available on the sites of the observed stock exchanges: Banjaluka stock exchange (<https://www.blberza.com/Pages/indexlist.aspx>), Sarajevo stock exchange (<http://www.sase.ba/v1/Tr%C5%BEI%C5%A1te/Op%C4%87e-Informacije/Indexi-SASE>), Belgrade stock exchange (<https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/svi/indeksi>), Zagreb stock exchange (<https://zse.hr/hr/burzovni-indeksi/38>), Montenero stock exchange (<https://mnmse.me/code/navigate.asp?id=1013>), Ljubljana stock exchange (<https://ljse.si/si/borzni-indeksi/38>), Macedonian stock exchange (<https://www.mse.mk/mk/content/13/3/2010/structure-of-index-mbi10>), Bugarian stock exchange (<https://www.bse-sofia.bg/en/indices>), Bucharest stock exchange (<https://bvb.ro/FinancialInstruments/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BETPlus>), Athens stock exchange (<https://www.athexgroup.gr/web/guest/indices>)

Hrvatska	Zagrebačka	CROBEXplus 35	35	31	13,8
Crna Gora	Montenegro	MONEXplus 30	30	30	13,3
S. Makedonija	Makedonska	MBI 10	10	5	2,2
Slovenija	Ljubljanska	SBITOP 11	11	7	3,1
Bugarska	Bugarska	BGBX 40	40	24	10,7
Rumunija	Bukureška	BET PLUS 38	36	32	14,2
Grčka	Atinska	FTX ATHENS 30	30	30	13,3

Izvor: Ilustracija autora

Analizom objavljenih informacija na sajtovima posmatranih berzi biće razmatrana učestalost objavljivanja, forma objavljivanja kratkoročnog izvještaja menadžmenta, rokovi u kojima se ovaj izvještaj objavljuje, sadržina izvještaja, naglašenost i naziv ovog izvještaja, odnos sa napomenama uz finansijske izvještaje, kao i obim informacija sadržanih u kratkoročnom izvještaju menadžmenta. Budući da se u uzorku nalazi pet država koje su članice EU i četiri koje to nisu, ali se nalaze u različitim fazama pristupanja, mogle bi se očekivati značajne varijacije u pogledu karakteristika ovog izvještaja.

3. PREZENTACIJA REZULTATA I DISKUSIJA

Uvođenjem obaveznog kratkoročnog izvještaja menadžmenta, putem Direktive o transparentnosti, države članice EU morale su da do 2007. godine usklade svoje nacionalne propise sa ovom direktivom,

čime je objelodanjivanje ovog izvještaja postalo obavezno na četiri od posmatranih deset tržišta kapitala Jugoistočne Evrope, odnosno u Bugarskoj, Grčkoj, Rumuniji i Sloveniji, a nedugo zatim i u Hrvatskoj. Osim toga, Srbija i Crna Gora, koje imaju status kandidata, uskladile su odredbe svoje legislative, u segmentu izvještavanja sa zahtjevima EU, te putem svojih zakona u vezi sa tržištem kapitala uvele obavezno objelodanjivanje izvještaja menadžmenta. Dok je u Srbiji ta odredba na snazi već duži niz godina, u Crnoj Gori se primjenjuje od 2018. godine. I dok većina emitenata sa prostora Jugoistočne Evrope ima obavezu da objavljuje polugodišnji izvještaj menadžmenta, kvartalni je na dobrovoljnoj osnovi, osim u tri države gdje regulativa i dalje zahtijeva objelodanjivanje ovog izvještaja, odnosno u samoj regulativi se navodi da kvartalni izvještaji sadrže sve što i polugodišnji izvještaji, iz čega neminovno proizlazi da je kvartalni izvještaj menadžmenta obavezan i kompanije ga i objavljuju. U tabeli 2. je pregled država Jugoistočne Evrope u kojima je objelodanjivanje kratkoročnog izvještaja menadžmenta obavezno.

Tabela 2. Učestalost objelodanjivanja kratkoročnog izvještaja menadžmenta u Jugoistočnoj Evropi

Država	Polugodišnji	Kvartalni
BiH – FBiH	x	x
BiH – RS	x	x
Bugarska	✓	x ²
Crna Gora	✓	✓
Grčka	✓	x
Hrvatska	✓	✓
Rumunija	✓	x
S. Makedonija	✓	x
Slovenija	✓	x
Srbija	✓	✓

Izvor: Analiza autora

Pregledom izvještaja za 225 emitenata iz uzorka, sa posebnim fokusom na izvještaj menadžmenta, mogu se navesti sljedeće specifičnosti, karakteristične za većinu posmatranih kompanija:

- 1) *Forma objelodanjivanja.* Osim u Bugarskoj, u svim drugim državama kompanije izvještaj menadžmenta objavljuju u okviru finansijskih izvještaja, odnosno finansijski izvještaji, kratkoročni izvještaj menadžmenta i izjava odgovornih lica (ukoliko se objavljuje) čine jedan dokument.
- 2) *Rokovi.* Propisani rokovi za objelodanjivanje izvještaja menadžmenta identični su rokovima za objelodanjivanje finansijskih izvještaja.

3) *Propisani sadržaj.* Za izvještaj menadžmenta propisani sadržaj je identičan sadržaju navedenom u Direktivi o transparentnosti, odnosno u većini država, nacionalnim propisima se jasno definiše da izvještaj treba da ima minimalno:³

- pregled najznačajnijih događaja i njihov uticaj na finansijske izvještaje,
- opis glavnih rizika i neizvjesnosti i
- informacije o transakcijama sa povezanim stranama.

4) *Naglašenost i naziv izvještaja.* Dok je u nekim državama, poput Grčke i Srbije, jasno naglašeno šta predstavlja izvještaj

² Kvartalni IMS nije obavezan, ali jeste Obavještenje o finansijskim uslovima koje sadrži napomene koje su po propisanoj sadržini slične IMS.

³ U Rumuniji Zakon o emitentima finansijskih instrumenata i tržišnim operacijama, kojim je definisana učestalost izvještavanja za listirana preduzeća, ne navodi eksplicitno sadržinu izvještaja. Osim navedenog, objelodanjivanje informacija o transakcijama sa povezanim stranama nije navedeno u Zakonu o tržištu kapitala Hrvatske, ali emitenti uglavnom objelodanjuju takve informacije.

Croatia	Zagrebačka	CROBEXplus 35	35	31	13,8
Montenegro	Montenegro	MONEXplus 30	30	30	13,3
N. Macedonia	Makedonska	MBI 10	10	5	2,2
Slovenia	Ljubljanska	SBITOP 11	11	7	3,1
Bulgaria	Bulgarian	BGBX 40	40	24	10,7
Romania	Bucharest	BET PLUS 38	36	32	14,2
Greece	Athens	FTX ATHENS 30	30	30	13,3

Source: Author's illustration

The analysis of published information on the sites of the observed stock exchanges will consider the frequency of publication, the form of publishing interim management statements, deadlines in which this report is published, the content of the report, the emphasis and title of this report, the relationship with notes to financial statements, as well as the scope of information contained in the interim management statement. As there are five EU Member States and four non-EU countries in the sample, but at different stages of accession, significant variations in the characteristics of this report could be expected.

3. PRESENTATION OF THE RESULTS AND DISCUSSION

By introducing a mandatory interim management statement, through the Transparency Directive, EU member states had to

harmonize their national regulations with this Directive by 2007, making disclosure of this report mandatory in four of the observed ten capital markets of Southeast Europe, i.e. in Bulgaria, Greece, Romania and Slovenia, and shortly afterwards in Croatia. In addition, Serbia and Montenegro, which have candidate status, have harmonized the provisions of their legislation in the reporting segment with EU requirements, and through their capital market laws have introduced mandatory disclosure of management statement. Until this provision has been in force in Serbia for many years, it has been applied in Montenegro since 2018. While most issuers from Southeast Europe have the obligation to publish a semi-annual management statement, the quarterly is on a voluntary basis, except in three countries where regulations still require disclosure of this report, i.e. the regulation itself states that quarterly reports contain everything as semi-annual reports, from which it inevitably follows that the quarterly management statement is obligatory and the companies publish it. In Table 2 is an overview of the countries of Southeast Europe in which the disclosure of a interim management statement is mandatory.

Table 2. Frequency of disclosure of interim management statement in Southeast Europe

Country	Semi-annually	Quarterly
BiH - FBiH	X	X
BiH - RS	X	X
Bulgaria	✓	X ²
Montenegro	✓	✓
Greece	✓	X
Croatia	✓	✓
Romania	✓	X
N. Macedonia	✓	X
Slovenia	✓	X
Serbia	✓	✓

Source: Author's analysis

By reviewing the reports for 225 issuers from the sample, with a special focus on the management report, the following specifics can be stated, characteristic for most of the observed companies:

- 1) *Form of disclosure.* Except in Bulgaria, in all other countries the companies publish the management statement within the financial statement, i.e. the financial statements, the interim management statement and the statements of the responsible persons (if published) are presented as one document.
- 2) *Deadlines.* The prescribed deadlines for disclosing management statement are identical to the deadlines for disclosing financial statements.

- 3) *Prescribed content.* The content prescribed for the management statement is identical to the content specified in the Transparency Directive, i.e. in most countries, national regulations clearly define that the report should have a minimum of³:

- overview of the most significant events and their impact on the financial statements,
- description of major risks and uncertainties and
- information on related party transactions.

- 4) *Emphasis and title of the report.* While in some countries, such as Greece and Serbia, it is clearly emphasized what the management statement is within the entire published docu-

² Quarterly IMS is not obligatory, but it is a Notice on financial conditions which contains notes that are similar to IMS in the prescribed content.

³ In Romania, the Law on Issuers of Financial Instruments and Market Operations, which defines the frequency of reporting for listed companies, does not explicitly state the content of the report. In addition to the above, the disclosure of information on transactions with related parties is not specified in the Croatian Capital Market Act, but issuers generally disclose such information

menadžmenta u okviru cjelokupno objavljenog dokumenta, u Rumuniji te naznake nema. U Bugarskoj se za ovaj izvještaj koristi termin "izvještaj o aktivnostima", a u Sloveniji izvještaj o poslovanju obuhvata najvećim dijelom ono što se očekuje od izvještaja menadžmenta.

- 5) *Odnos sa napomenama uz finansijske izvještaje.* U nekim državama, poput Hrvatske, ovaj izvještaj je preuzeo ulogu napomena uz finansijske izvještaje, kojih uopšte nema ili su vrlo kratke, sa skromnim informacijama. To znači da se u izvještaju menadžmenta navode one informacije koje MRS 34 zahtijeva da budu prezentovane kroz napomene uz finansijske izvještaje. Kod nekih drugih država, poput Grčke, značajan obim informacija ponavlja se u kratkoročnom izvještaju menadžmenta i u napomenama uz finansijske izvještaje (na primjer, informacije o otkupljenim akcijama, dividendi, povezanim licima i sl.).

- 6) *Obim informacija.* Obim izvještaja i dodatne informacije koje se objelodanjuju značajno variraju među kompanijama čijim se hartijama od vrijednosti trguje na organizovanim tržištima u Jugoistočnoj Evropi. Obim stranica kreće se od 1 (Hrvatska) do 165 stranica (Rumunija). Kod nekih kompanija sadrži samo minimalno zahtijevane informacije, a neke kompanije u okviru ovog izvještaja objavljuju i korporativnu istoriju, misiju i viziju, pregled članova upravnog odbora, opis svog proizvodnog asortimana sa mnoštvom fotografija (naročito u Srbiji i Hrvatskoj), ali i cjelokupne finansijske izvještaje.

U tabeli 3. prikazan je varijabilitet u obimu polugodišnjeg izvještaja menadžmenta koji su u 2017. godini objavili emitenti iz posmatranih država Jugoistočne Evrope. Razlike koje se mogu jasno uočiti rezultat su i različitog zakonskog okvira, ali i fleksibilnosti u pogledu sadržaja kratkoročnog izvještaja menadžmenta.

Tabela 3. Analiza polugodišnjeg izvještaja menadžmenta u Jugoistočnoj Evropi

Država	Kompanije koje su dostavile IMS (%)	Prosječan broj stranica	Najveći broj stranica	Najmanji broj stranica	Medijana
BiH – FBiH	0	n/a	n/a	n/a	n/a
BiH – RS	0	n/a	n/a	n/a	n/a
Bugarska	92	15,2	65	3	12
Crna Gora ⁴	13	19,3	53	4	10
Grčka	100	10,9	26	4	10
Hrvatska	94	7,2	26	1	4
Rumunija	91	19,7	165	2	11
S. Makedonija	0	n/a	n/a	n/a	n/a
Slovenija	90	30,3	57	20	25,0
Srbija	100	21,1	86	1	12

Kod kompanija kod kojih nije naglašeno šta predstavlja izvještaj menadžmenta u okviru cjelokupnog dokumenta, pretpostavka je da je to sve osim uvoda, finansijskih izvještaja i napomena uz finansijske izvještaje, što po sadržini i odgovara propisanom minimumu i uobičajenim informacijama koje se objavljuju u okviru kratkoročnog izvještaja menadžmenta.

Izvor: Analiza autora

Osim Crne Gore, gdje su samo četiri kompanije, od 30 iz uzorka, dostavile kratkoročni izvještaj menadžmenta, u drugim državama, u kojim je obavezno objelodanjivanje ovog izvještaja, gotovo sve kompanije to i čine. Ne radeći detaljnu analizu kvaliteta informacija, moglo bi se konstatovati da je u Hrvatskoj obim ovog izvještaja znatno manji u odnosu na druge države. Iako razlike u obimu izvještaja u zavisnosti od veličine nisu značajne, ipak bi se moglo konstatovati da je kod preduzeća koja su klasifikovana kao velika ovaj izvještaj nešto obimniji i u prosjeku ima 17,5 stranica (kod malih 14,7 i srednjih 9,3). Analizirajući po industrijskim granama, u skladu sa NACE klasifikacijom, moglo bi se zaključiti da emitenti iz oblasti transporta i komunikacija i sektora električne energije imaju nešto obimnije izvještaje u odnosu na emitente iz drugih industrijskih grana.

Imajući u vidu navedeno, postoje razlozi da se vjeruje da kratkoročni izvještaj menadžmenta u većini država Jugoistočne Evrope ne ispunjava svoju inicijalno zamišljenu svrhu. Čini se da je glavni razlog za to visok stepen fleksibilnosti u pogledu sadržaja i strukture izvještaja menadžmenta, s jedne strane, i napomenama uz finansijske izvještaje, s druge strane, pri čemu se ovi izvještaji u svim državama Jugoistočne Evrope objelodanjuju istovremeno. To često dovodi do preliivanja ili preplitanja informacija koje se prikazuju u ova dva izvještaja, što slabi kvalitet kratkoročnih finansijskih izvještaja ukoliko su informacije koje bi trebalo da budu u napome-

nama sadržane u izvještaju menadžmenta ili dovodi u pitanje svrhu objelodanjivanja izvještaja menadžmenta ukoliko su informacije iz tog izvještaja dostupne i u napomenama uz finansijske izvještaje.

ZAKLJUČAK

Objavljivanje kratkoročnog izvještaja menadžmenta, na polugodišnjem nivou, obavezno je za sva preduzeća čijim se hartijama od vrijednosti trguje na organizovanom tržištu kapitala na prostoru Evropske unije. Osim toga, pojedine države koje imaju status kandidata, poput Srbije i Crne Gore, uskladile su svoju nacionalnu regulativu sa zahtjevima Direktive o transparentnosti, te je sastavljanje i prezentovanje ovog izvještaja obavezno i u tim državama. U svim ostalim državama regulator može da definiše ovakvu obavezu, a listirana preduzeća mogu i dobrovoljno da objavljuju izvještaj menadžmenta.

Iako je prvobitno, nakon usvajanja Direktive o transparentnosti, sastavljanje ovog izvještaja bilo obavezno i na kvartalnom nivou, Evropska komisija je nakon brojnih polemika i kritika da kvartalno izvještavanje dovodi do menadžerske miopije i povećava troškove izvještavanja odlučila da 2011. godine izmijeni Direktivu i ukine kvartalno objavljivanje ovog izvještaja. Ipak, analizirajući dostupnu

⁴ Podaci za Crnu Goru odnose se na izvještaje iz 2019. godine. U 2017. sastavljanje i prezentovanje IMS nije bilo obavezno u Crnoj Gori.

ment, in Romania there is no such indication. In Bulgaria, the term Activity Report is used for this report, and in Slovenia, the business report covers for the most part what is expected from the management report.

- 5) *Relationship with the notes to the financial statements.* In some countries, such as Croatia, this report has taken on the role of notes to the financial statements, which do not exist at all or are very short, with modest information. This means that the management report provides the information that IAS 34 requires to be presented in the notes to the financial statements. In some other countries, such as Greece, a significant amount of information is repeated in the short-term management report and in the notes to the financial statements (for example, information on repurchased shares, dividends, related parties, etc.).

- 6) *Scope of information.* The scope of the report and additional information disclosed varies significantly among companies whose securities are traded on organized markets in Southeast Europe. The page volume ranges from 1 (Croatia) to 165 pages (Romania). Some companies published only the minimum required information, and some companies publish corporate history, mission and vision, an overview of board members, a description of their product range with many photos (especially in Serbia and Croatia), as well as complete financial reports.

The Table 3 shows the variability in the scope of the semi-annual management statement published in 2017 by issuers from the observed countries of Southeast Europe. The differences that can be clearly seen are the result of a different legal framework, but also flexibility in terms of the content of the interim management report.

Table 3. Analysis of the semi-annual management statement in Southeast Europe

Country	Companies that published IMS (%)	Average number of pages	Maximum number of pages	Minimum number of pages	Median
BiH – FBiH	0	n/a	n/a	n/a	n/a
BiH – RS	0	n/a	n/a	n/a	n/a
Bulgaria	92	15,2	65	3	12
Montenegro ⁴	13	19,3	53	4	10
Greece	100	10,9	26	4	10
Croatia	94	7,2	26	1	4
Romania	91	19,7	165	2	11
N. Macedonia	0	n/a	n/a	n/a	n/a
Slovenia	90	30,3	57	20	25,0
Serbia	100	21,1	86	1	12

For companies that do not emphasize what the management statement is within the entire document, the assumption is that it is all except the introduction, financial statements and notes to the financial statements, which in content and corresponds to the prescribed minimum and common information published in the interim management statement.

Source: Author's analysis

Except for Montenegro, where only four companies out of 30 in the sample submitted a interim management statement, in other countries in which the disclosure of this report is mandatory, almost all companies do so. Without doing a detailed analysis of the quality of information, it could be concluded that in Croatia the scope of this report is significantly smaller compared to other countries. Although the differences in the scope of the report depending on the size are not significant, it could be stated that for companies classified as large, this report is somewhat more extensive and has an average of 17.5 pages (for small 14.7 and medium 9.3). Analyzing by industry, in accordance with the NACE classification, it could be concluded that issuers in the field of transport and communications and the electricity sector have somewhat more extensive reports compared to issuers from other industries.

Given the above, there are reasons to believe that the interim management statements in most Southeast European countries are not fulfilling its initially intended purpose. The main reason for this seems to be the high degree of flexibility in terms of content and structure of management statements, on the one hand, and notes to the financial statements, on the other, with these reports being disclosed simultaneously in all Southeast European countries. This often leads to overlapping of information presented in these two reports, which weakens the quality of interim financial statements if the information that should be in the notes is contained in the management statement or calls into question the purpose of dis-

closing management statement if the information from that report also available in the notes to the financial statements.

CONCLUSION

The publication of the interim management statement at semi-annual basis, is mandatory for all companies whose securities are traded on the organized capital market in the European Union. In addition, some candidate countries, such as Serbia and Montenegro, have harmonized their national regulations with the requirements of the Transparency Directive, and the compilation and presentation of the IMS is mandatory in those countries as well. In all other countries, the regulator can define such an obligation, but listed company can also voluntarily publish a management statement.

Although initially, after the adoption of the Transparency Directive, the compilation of this report was mandatory on a quarterly basis, the European Commission, after numerous controversies and criticisms that quarterly reporting leads to managerial myopia and increased reporting costs, decided to amend the Directive in 2011 and abolish quarterly publication of this report. However, analyzing the available and relevant literature, it can be noticed that the results of the research regarding the need for more frequent disclosure of management statement are different and often opposite.

⁴ Data for Montenegro refer to the reports from 2019. In 2017, compiling and presenting IMS was not mandatory in Montenegro.

i relevantnu literaturu, može se primijetiti da su ishodi istraživanja u vezi sa potrebom učestalijeg objelodanivanja izvještaja menadžmenta različiti i često suprotni.

U posmatranim državama Jugoistočne Evrope, objavljivanje izvještaja menadžmenta na polugodišnjem nivou obavezno je u svim državama, osim u Bosni i Hercegovini, dok je u Crnoj Gori, Hrvatskoj i Srbiji objavljivanje ovog izvještaja obavezno i na kvartalnom nivou. Međutim, analiza je pokazala da između posmatranih država, ali i između pojedinačnih kompanija unutar istih država, postoje značajne varijacije u pogledu obima i sadržine ovog izvještaja.

Prvo, uprkos obaveznom objavljivanju ovog izvještaja u većini analiziranih država, dešava se da za pojedine kompanije ovaj izvještaj nije dostupan, što naročito dolazi do izražaja u Crnoj Gori. Samo su u Srbiji i Grčkoj sve kompanije iz uzorka objavile kratkoročni izvještaj menadžmenta. Drugo, po obimu se kreće od jedne stranice, što je prisutno kod pojedinih kompanija u Srbiji i Hrvatskoj, pa sve do 165 stranica, koliko je objavljeno za jednu kompaniju iz Rumunije. Treće, iako je Direktivom o transparentnosti definisano da se rok za dostavljanje ovog izvještaja kreće između desete sedmice od početka do šeste sedmice prije završetka polugodišta, u svim posmatranim državama kompanije su ovaj izvještaj dostavljale u rokovima definisanim za dostavljanje kratkoročnih finansijskih izvještaja, i to uglavnom na način da je u jednom dokumentu objedinjen i kratkoročni izvještaj menadžmenta i kratkoročni finansijski izvještaji i izjave odgovornih lica, kao i druge, opšte informacije o emitentu i njegovim proizvodima ili uslugama. Četvrto, kod pojedinih emitentata nije napravljena jasna razlika između napomena i izvještaja menadžmenta, u pogledu sadržine. Naime, dešava se da su u izvještaju menadžmenta prezentovane one informacije koje prema MRS 34 – Kratkoročno finansijsko izvještavanje, treba da budu u napomenama uz finansijske izvještaje, pri čemu kod nekih kompanija te informacije nisu sadržane u napomenama nego samo u izvještaju menadžmenta (na primjer, u Hrvatskoj), a kod nekih država su kompanije iste informacije prezentovale i u napomenama i u izvještaju menadžmenta (u Grčkoj, na primjer).

Konačno, moglo bi se zaključiti da je potreba za kvartalnim ili polugodišnjim izvještajem menadžmenta usko u vezi sa percepcijama individualnih investitora, ali i sadržajem i kvalitetom drugih objelodanivanja, prije svega objelodanivanja kratkoročnih finansijskih izvještaja. Može se pretpostaviti da će u uslovima učestalijeg finansijskog izvještavanja, kada su napomene uz finansijske izvještaje dovoljno sveobuhvatne, precizne i jasne, koristi od kratkoročnog izvještaja menadžmenta biti manje. Važi i obrnuto, ukoliko emitent ne objelodanjuje kratkoročne finansijske izvještaje ili njihov sadržaj nije dovoljno sveobuhvatan i svrsishodan, investitorima, kao i svim drugim korisnicima, od velike važnosti će biti informacije koje bi, po pravilu, trebalo da budu sadržane u izvještaju menadžmenta.

IZVORI

- Atinska berza (2020). Indeksi berze: <https://www.athexgroup.gr/web/guest/indices>.
- Banjalučka berza (2020). Indeksi berze: <https://www.blberza.com/Pages/indexlist.aspx>.
- Beogradska berza (2020). Indeksi berze: <https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/svi/indeksi>.
- Bugarska berza (2020). Indeksi berze: <https://www.bse-sofia.bg/en/indices>.
- Bukureška berza (2020). Indeksi berze: <https://bvb.ro/Financii/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BETPlus>.
- Cheng, M., Subramanyam, K., Zang, Y. (2005). *Earning guidance and managerial myopia*.
- Commission of the European Communities (2003). Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonization of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a r.
- (2004). Direktiva 2004/109/EZ . *Evropski parlament i vijeće*.
- Direktiva 2013/50/EU (2013). Direktiva 2013/50/EU Evropskog parlamenta i vijeća od 22. oktobra 2013. o izmjenama Direktive 2004/109/EZ. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050&from=EN>.
- Ernstberger, J., Link, B., Vogler, O. (2017). *The real business effects of quarterly reporting*.
- Gigler, F., Kandoi, C., Sapra, H., Venougopalan, R. (2013). *How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency*.
- Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 3–73.
- <http://www.sase.ba/v1/Tr%C5%BEi%C5%A1te/Op%C4%87e-Info/Indeksi-SASE>. (n.d.).
- <https://bvb.ro/Financii/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BETPlus>. (n.d.).
- <https://ljse.si/si/borzni-indeksi/38>. (n.d.).
- <https://mnse.me/code/navigate.asp?id=1013>. (n.d.).
- <https://www.athexgroup.gr/web/guest/indices>. (n.d.).
- <https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/svi/indeksi>. (n.d.).
- <https://www.blberza.com/Pages/indexlist.aspx>. (n.d.).
- <https://www.bse-sofia.bg/en/indices>. (n.d.).
- <https://www.mse.mk/mk/content/13/3/2010/structure-of-index-mpi10>. (n.d.).
- <https://zse.hr/hr/burzovni-indeksi/38>. (n.d.).
- IFRS (2020, January 16). Preuzeto sa: <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>.
- Jarrell, G., Lehn, K., Marr, W. (1985). *Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments*.
- Kraft, A., Vashishtha, R., Venkatachalam, M. (2016). *Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia*.
- Link, B. (2012). The Struggle for a Common Interim Reporting Frequency Regime in Europe. *Accounting in Europe*, 9, 191–227.
- Rahman, S., Schleicher, T., Walker, M. (2013). *The Information Content of Interim Management Statements*. Dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.360.5782&rep=rep1&type=pdf>.
- Stein, J. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 655–669.
- Wahal, S., McConnell, J. (2000). Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia? *Journal of Corporate Finance* 6, 307–329.

In the observed countries of Southeast Europe, the publication of management statement on a semi-annual basis is mandatory in all countries except Bosnia and Herzegovina, while in Montenegro, Croatia and Serbia, the publication of this report is mandatory on a quarterly basis. However, the analysis showed that between the observed countries, but also between individual companies within the same countries, there are significant variations in terms of the scope and content of this report.

First, despite the mandatory publication of this report in most of the analyzed countries, it happens that for some companies this report is not available, which is especially pronounced in Montenegro. Only in Serbia and Greece all companies in the sample published the interim management report. Second, the volume of the report ranges from one page, which is present in some companies in Serbia and Croatia, up to 165 pages as published for one company from Romania. Third, although the Transparency Directive defines that the deadline for submitting this report ranges between the tenth week from the beginning to the sixth week before the end of the semester, in all observed countries companies submitted this report within the deadlines defined for submitting interim financial statements and usually in a way that one document contains the interim management statement and interim financial statements and statements of responsible persons, as well as other, general information about the issuer and its products or services. Fourth, some issuers did not make a clear distinction between notes to the financial statements and management statement, in terms of content. Namely, it happens that the management statement presents the information that according to IAS 34 - Interim financial reporting, should be in the notes to the financial statements, and in some companies this information is not contained in the notes but only in the management statement (for example, in Croatia), and in some countries the same information is presented in the notes and in the management report (in Greece, for example).

Finally, it could be concluded that the need for quarterly or semi-annual management statement is closely related to the perceptions of individual investors, but also the content and quality of other disclosures, primarily disclosures of interim financial statements. It can be assumed that in the conditions of more frequent financial reporting, when the notes to the financial statements are sufficiently comprehensive, precise and clear, the benefits of a interim management report will be lower. Conversely, if the issuer does not disclose interim financial statements or their content is not sufficiently comprehensive and purposeful, for investors, as well as all other users, will be of great importance information that should normally be contained in the management statement.

REFERENCES

1. Athens stock exchange (2020). Stock exchange index: <https://www.athexgroup.gr/web/guest/indices>.
2. Banjalučka berza (2020). Stock exchange index: <https://www.blberza.com/Pages/indexlist.aspx>.
3. Beogradska berza (2020). Stock exchange index: <https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/svi/indeksi>.
4. Bulgarian stock exchange (2020). Stock exchange index: <https://www.bse-sofia.bg/en/indices>.
5. Bucharest stock exchange (2020). Stock exchange index: <https://bvb.ro/FinancialInstruments/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BETPlus>.
6. Cheng, M., Subramanyam, K., Zang, Y. (2005). *Earning guidance and managerial myopia*.
7. Commission of the European Communities (2003). Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council on the harmonization of transparency requirements with regard to information about issuers whose securities are admitted to trading on a r.
8. (2004). Direktiva 2004/109/EZ . Evropski parlament i vijeće.
9. Direktiva 2013/50/EU (2013). Direktiva 2013/50/EU Evropskog parlamenta i vijeća od 22. oktobra 2013. o izmenama Direktive 2004/109/EZ. Dostupno na: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050&from=EN>.
10. Ernstberger, J., Link, B., Vogler, O. (2017). *The real business effects of quarterly reporting*.
11. Gigler, F., Kandoi, C., Sapra, H., Venougopalan, R. (2013). *How Frequent Financial Reporting Can Cause Managerial Short-Termism: An Analysis of the Costs and Benefits of Increasing Reporting Frequency*.
12. Graham, J. R., Harvey, C. R., Rajgopal, S. (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 3–73.
13. <http://www.sase.ba/v1/Tr%C5%BEi%C5%A1te/Op%C4%87e-Informacije/Indexi-SASE>. (n.d.).
14. <https://bvb.ro/FinancialInstruments/Indices/IndicesProfiles.aspx?i=BETPlus>. (n.d.).
15. <https://ljse.si/si/borzni-indeksi/38>. (n.d.).
16. <https://mnse.me/code/navigate.asp?id=1013>. (n.d.).
17. <https://www.athexgroup.gr/web/guest/indices>. (n.d.).
18. <https://www.belex.rs/trgovanje/indeksi/svi/indeksi>. (n.d.).
19. <https://www.blberza.com/Pages/indexlist.aspx>. (n.d.).
20. <https://www.bse-sofia.bg/en/indices>. (n.d.).
21. <https://www.mse.mk/mk/content/13/3/2010/structure-of-index-mbi10>. (n.d.).
22. <https://zse.hr/hr/burzovni-indeksi/38>. (n.d.).
23. IFRS. (2020, January 16). Retrieved from <https://www.ifrs.org/use-around-the-world/use-of-ifrs-standards-by-jurisdiction/>.
24. Jarrell, G., Lehn, K., Marr, W. (1985). *Institutional Ownership, Tender Offers, and Long-Term Investments*.
25. Kraft, A., Vashishtha, R., Venkatachalam, M. (2016). *Frequent Financial Reporting and Managerial Myopia*.
26. Link, B. (2012). The Struggle for a Common Interim Reporting Frequency Regime in Europe. *Accounting in Europe*, 9, 191–227.
27. Rahman, S., Schleicher, T., Walker, M. (2013). *The Information Content of Interim Management Statements*. Dostupno na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.360.5782&rep=rep1&type=pdf>.
28. Stein, J. (1989). Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 655–669.
29. Wahal, S., McConnell, J. (2000). Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia? *Journal of Corporate Finance* 6, 307–329.

