Utjecaj krize na poslovne performanse poduzeća mjerene Z-score i BEX indeksom

Šarić, Ines

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2013

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

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:459100

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET
POSLIJEDIPLOMSKI SPECIJALISTIČKI STUDIJ
POSLOVNE EKONOMIJE

UTJECAJ KRIZE NA POSLOVNE PERFORMANSE PODUZEĆA MJERENE Z-SCORE I BEX INDEKSOM

INES ŠARIĆ

2013.

SADRŽAJ

1. UVOD 1

1.1. Predmet istraživanja 1

1.2. Ciljevi, problemi i istraživačke hipoteze 3

1.3. Metode istraživanja 4

1.4. Struktura rada 4

2. RANI SIGNALI NEUSPJEHA U POSLOVANJU PODUZEĆA 6

2.1. Informacije i financijski izvještaji 6

2.2. Analiza financijskih izvještaja 10

2.3. Krizni menadžment i zbirni pokazatelji ranih signala neuspjeha 18

2.4. Defenzivne i ofenzivne krizne strategije 25

2.5. Z-score i Business excellence: zbirni pokazatelji poslovnih performansi 30

2.6. Stečajni postupak: smrt gospodarskog subjekta ili prilika za novi početak 34

2.7. Komparacija stečajeva u Republici Hrvatskoj i svijetu 39

3. IMPLIKACIJE SVJETSKE FINANCIJSKE KRIZE NA GOSPODARSKI TRENUTAK REPUBLIKE HRVATSKE 47

3.1. Svjetska financijska kriza 47

3.2. Nelikvidnost i insolventnost poduzeća u Republici Hrvatskoj 48

4. DESKRIPTIVNA ANALIZA SKUPINE ODABRANIH DIONIČKIH DRUŠTAVA ZAGREBAČKE BURZE 59

4.1. Zagrebačka burza 59

4.2. Skupine odabranih dioničkih društava (SODD) 59

4.3. Deskriptivna analiza SODD 63

5. REZULTATI ISTRAŽIVANJA 75

6. ZAKLJUČAK 91

LITERATURA 95

Popis tablica

Tablica 1. Prikaz (skraćene) bilance (na određeni datum) 8
Tablica 2. Prikaz (skraćenog) računa dobiti i gubitka 8
Tablica 3. Pokazatelji likvidnosti 11
Tablica 4. Pokazatelji zaduženosti 12
Tablica 5. Pokazatelji aktivnosti 13
Tablica 6. Pokazatelji ekonomičnosti 14
Tablica 7. Pokazatelji profitabilnosti 14
Tablica 8. Pokazatelji investiranja 16
Tablica 9. Alternativne metode istraživanja poslovnih teškoća 23
Tablica 10. Naklonost stečajnih zakona određenih svjetskih država prema određenoj strani u stečajnom procesu 40
Tablica 11. Izmjene stečajne legislative i prakse u državama Europe do 2007. g. 41
Tablica 12. Statistika stečajeva u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2000. do 2005. g. 42
Tablica 13. Broj stečajeva u zemljama Europe 43
Tablica 14. Broj poduzeća u stečaju u zemljama istočne Europe 44
Tablica 15. Usporedba Republike Hrvatske s drugim zemljama Europe prema ukupnom broju stečajeva u razdoblju od 2009. do 2011. g. 44
Tablica 16. Pokazatelji učestalosti restrukturiranja u stečaju u Sjedinjenim Američkim Državama, Velikoj Britaniji, Francuskoj i Njemačkoj u 1996. g. 45
Tablica 17. Broj blokiranih poslovnih subjekata do 360 i više od 360 dana i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 51
Tablica 18. Broj nelikvidnih poslovnih subjekata do 60 dana i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2010., 2011. i 2012. g. 51
Tablica 19. Broj insolventnih poslovnih subjekata više od 360 dana, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 52
Tablica 20. Pregled broja blokiranih pravnih osoba, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 53
Tablica 21. Pregled broja blokiranih pravnih osoba u sektoru gospodarstva, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 54

Tablica 22. Broj nelikvidnih pravnih osoba do 60 dana i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2010., 2011. i 2012. g. 55
Tablica 23. Broj insolventnih pravnih osoba više od 360 dana, broj zaposlenih i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 55
Tablica 24. Pregled broja blokiranih fizičkih osoba, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 56
Tablica 25. Broj nelikvidnih fizičkih osoba do 60 dana i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2010., 2011. i 2012. g. 57
Tablica 26. Broj insolventnih fizičkih osoba više od 360 dana, broj zaposlenih i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g. 57
Tablica 27. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Poljoprivreda 60
Tablica 28. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Prehrambena industrija 61
Tablica 29. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Graditeljstvo 61
Tablica 30. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Ugostiteljstvo i turizam 62
Tablica 31. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Elektronička industrija 62
Tablica 32. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Trgovina 62
Tablica 33. Skupine odabranih dioničkih društava 63
Tablica 34. Deskriptivna statistika varijabli korištenih u istraživanju 76
Tablica 35. Frekvencije kategorija Z-score zbirnog pokazatelja 77
Tablica 36. Frekvencije kategorija BEX zbirnog pokazatelja 77
Tablica 37. Korelacije varijabli: Z-score, BEX, EBIT 78
Tablica 38. Linearna regresijska analiza varijabli: Z-score, BEX, EBIT 78
Tablica 39. Koeficijenti linearne regresijske analize: zbirni pokazatelji kao prediktori ostvarene operativne dobiti 79
Tablica 40. Analiza varijance za Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Djelatnost 79
Tablica 41. Scheffé post hoc test za Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Djelatnost 81
Tablica 42. Analiza varijance za ukupan Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Godinu za odabrana dionička društva 84

Popis slika

Slika 1. Klasifikacija informacija potrebnih za poslovno upravljanje 6
Slika 2. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja 10
Slika 3. Temeljni uzroci poslovnog neuspjeha 20
Slika 4. Strategije u kriznim uvjetima..... 26

Popis grafikona

Grafikon 1. Ukupni prihodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 64
Grafikon 2. Ukupni prihodi, SODD Graditeljstvo 65
Grafikon 3. Poslovni prihodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 65
Grafikon 4. Financijski prihodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 66
Grafikon 5. Ukupni rashodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 66
Grafikon 6. Ukupni rashodi, SODD Elektronička industrija 67
Grafikon 7. Poslovni rashodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 67
Grafikon 8. Financijski rashodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 68
Grafikon 9. Neto dobit/gubitak odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 68
Grafikon 10. Neto dobit/gubitak, SODD Graditeljstvo 69
Grafikon 11. Ukupna Aktiva odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 69
Grafikon 12. Ukupna Aktiva, SODD Poljoprivreda 70
Grafikon 13. Dugotrajna imovina odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 71
Grafikon 14. Kratkotrajna imovina odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 71
Grafikon 15. Kapital i rezerve odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 72
Grafikon 16. Rezerviranja odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 72
Grafikon 17. Dugoročne obveze odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 73
Grafikon 18. Kratkoročne obveze odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g. 73
Grafikon 19. Postotni udjeli frekvencija kategorija Z-score pokazatelja 77
Grafikon 20. Postotni udjeli frekvencija kategorija BEX pokazatelja 77
Grafikon 21. Aritmetičke sredine zbirnih pokazatelja i operativne dobiti odabranih dioničkih društava u razdoblju od 2005. do 2011. godine 85
Grafikon 22. Normirane vrijednosti zbirnih pokazatelja i operativne dobiti odabranih dioničkih društava u razdoblju od 2005. do 2011. godine 86
Grafikon 23. Analiza trenda Z-score pokazatelja za odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine 87
Grafikon 24. Analiza trenda BEX pokazatelja za odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine 88

Grafikon 25. Analiza trenda operativnog dobitka za odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine..... 89

1. UVOD

1.1. Predmet istraživanja

Svaki životni ciklus poduzeća sastoji se od uspona i padova. Iako se za cilj poduzeća uvijek postavlja uspjeh, svaki uspjeh sa sobom nosi izloženost gubitku. Poslovne krize nastoje se predvidjeti i krizama se nastoji upravljati. Pravovremeno uočavanje krize povezano je sa izgledima za uspješan oporavak poduzeća: krizni menadžment prepoznaje krizu nakon što je do nje već došlo, dok krizno vodstvo predviđa krizu i priprema poduzeće na njene posljedice prije nego do nje uopće dođe.[1] Dvadeset i prvo stoljeće obilježile su dvije globalne krize: dot.com kriza iz 2000. godine i svjetska financijska kriza koja je započela 2007. godine u Sjedinjenim Američkim Državama. Obje krize ostavile su traga na broju aktivnih poduzeća, odnosno broju poduzeća u stečaju, dok je posljednja svjetska financijska kriza uzrokovala najteže trenutke svjetske ekonomije u posljednjih 80 godina.

Promatrajući hrvatsku sliku, svjetska financijska kriza neupitno je utjecala na već ionako oslabljeno gospodarstvo: usporen je rast bruto domaćeg proizvoda i osobne potrošnje, povećali su se troškovi zaduživanja (nakon rujna 2008. godine) i ostvarena je dvoznamenkasta stopa smanjenja industrijske proizvodnje i maloprodaje na godišnjoj razini (početkom 2009. godine).[2] Podaci o stanju u Republici Hrvatskoj govore da je Porezna uprava do prosinca 2011. godine blokirala preko 37.000 poduzeća, što je više od trećine poduzeća koja u Republici Hrvatskoj posluju, i gdje su poduzeća i obrtnici generirali 41,7 milijardi kuna neplaćenih obveza. Od ovog ukupnog broja blokiranih poduzeća, neaktivnih je više od polovice, jer oko 21.500 poduzeća (koja duguju 16,5 milijardi kuna) nema zaposlenika pa teško da su poslovno aktivni. Kada se od ukupnog broja blokiranih poduzeća oduzme broj poduzeća u kojima nema zaposlenih, dug preostalih 15.500 poduzeća koja zapošljavaju oko 43.000 radnika ostaje veći od 25 milijardi kuna.[3] Očekivanja od Republike Hrvatske u 2012. godini naspram rezultata od prethodne 2011. godine nisu bila optimistična: bruto domaći proizvod jednak onome iz 2006. godine, pad investicija, industrijska

[1] Mitroff, I. (2004). Crisis Leadership: Planning for the Unthinkable, John Wiley & Sons, str. 10. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 6.

[2] Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., Lang, M. – Hrvatska narodna banka (2010). Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj, Zagreb, str. 2.

[3] Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, Izvor: www.fina.hr, str. 1-4.

proizvodnja s negativnim trendom, niski rast osobne potrošnje, smanjena zaposlenost, pad realnih plaća, niska inozemna ulaganja, visok javni dug i velika nelikvidnost poslovnih subjekata.[4]

Ukoliko se kriznom situacijom slabo upravlja, znanstvena istraživanja ukazuju da je posljedica uništena reputacija poduzeća i najčešće stečaj.[5] Prema Stečajnom zakonu Republike Hrvatske (Narodne novine broj 44/1996 do 25/2012) obveza Uprave društva je predložiti otvaranje stečajnog postupka u roku 21 dan od postojanja stečajnih razloga: nesposobnosti za plaćanje ili prezaduženosti.[6] Krizni menadžment, kao područje znanosti, istražuje se već desetljećima, gdje u okviru posebnih kolegija priprema buduće menadžere na krizne situacije. Jedan od njih je Krizni menadžment – izborni kolegij trećeg semestra Poslijediplomskog specijalističkog studija Poslovne ekonomije, Ekonomskog fakulteta u Splitu, u okviru kojeg je nastao ovaj završni rad na temu *ranih signala neuspjeha poduzeća*.
S obzirom da sve interesne skupine u poslovanju dioničkih društava imaju potrebu i želju za ranijim upozorenjem na opasnosti, analiza financijskih izvještaja putem zbirnih pokazatelja im to i omogućava. Prethodna istraživanja ranih signala neuspjeha, kreću od istraživanja financijskih omjera kao identifikatora poslovnih performansi.[7] Istraživanje koje je rezultiralo prvim zbirnim pokazateljem globalne primjene poznatim kao Altmanov *Z-score pokazatelj*, koristilo je multidiskriminantnu analizu, koja je u krajnjoj formuli definirala pet najvažnijih financijskih omjera i pet pondera za procjenu stabilnosti poslovanja.[8] U razdoblju do danas, Z-score se popularizirao kao alat za procjenu stabilnosti i ranu prognozu budućeg poslovanja poduzeća, neovisno o geografskom području na kojem tržište egzistira. Nakon svjetske krize i intenzivnije nego ikad, primijenjena istraživanja u svijetu analiziraju poslovanje poduzeća pojedinih država sa specifičnim tržišnim uvjetima.

---

[4] Hrvatska gospodarska komora, Centar za makroekonomske analize (2011). Stanje hrvatskog gospodarstva krajem 2011. godine, Zagreb, str. 2-14.
[5] Ucelly, L. (2002). The CEO's "how to" guide to crisis communications, *Strategy & Leadership*, V 30, N 2, str. 25. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 6-7.
[6] Stečajni zakon Republike Hrvatske, urednički pročišćeni tekst, Narodne novine broj 44/1996 do 25/2012. Izvor: http://www.poslovni-savjetnik.com/propisi/stecaj-opci-dio/stecajni-zakon-urednicki-procisceni-tekst-nn-br-441996-do-252012.
[7] Prvo istraživanje u području ranih signala upozorenja na poteškoće u poslovanju poduzeća uključuje analizu pojedinačnih financijskih pokazatelja: Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictor of Failure - Empirical Research in Accounting: Selected Studies, dodatak u *Journal of Accounting Research*, str. 91-101.
[8] Opisano u znanstvenom radu: Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, V XXIII, N 4, str. 589-609.

U Republici Hrvatskoj, od strane prof.dr.sc. Vinka Belaka i dr.sc. Željane Aljinović Barač sa Ekonomskog fakulteta u Splitu, 2007. godine kreiran je *Business excellence model*, odnosno prvi zbirni pokazatelj temeljen na uzorku hrvatskih dioničkih društava. Korištenjem Business excellence pokazatelja, otkad je objavljen do danas, otkriva se snaga njegove primjene u lokalnom okruženju s ciljem doprinosa hrvatskim poduzećima i ranom signaliziranju na buduće opasnosti.

U ovom završnom radu, zbirni pokazatelji Z-score i Business excellence primijenit će se kao sustavi ranog upozorenja poduzeću, i to na opasnosti koje generira njegovo vanjsko i interno okruženje. Istražit će se njihova snaga procjene i prognoze poslovanja, njihova međusobna korelacija, kao i odnos krizne situacije i poslovnih performansi poduzeća koje su mjerene upravo Z-score i BEX pokazateljem.

1.2. Ciljevi, problemi i istraživačke hipoteze

S obzirom da sve interesne skupine u poslovanju dioničkih društava imaju potrebu i želju za ranijim upozorenjem na opasnosti, analiza financijskih izvještaja putem zbirnih pokazatelja im to i omogućava. Prethodna istraživanja uključuju zbirne pokazatelje formirane na uzorku svjetskih poduzeća, dok se 2007. godine jedan takav pokazatelj formira i za hrvatsko tržište.

Cilj ovog istraživanja je ispitati odnos krizne situacije i poslovnih performansi poduzeća koje se mjere Z-score i BEX zbirnim pokazateljem. U okviru tako postavljenog cilja, pokušava se odgovoriti na dva glavna problema:

I. problem: *Ukazati na značenje kriznog menadžmenta i utvrditi mogućnost korištenja ranih signala upozorenja korporativnog zdravlja (uspjeha) koje pružaju zbirni pokazatelji kao menadžerski alati za antikrizno djelovanje.*

H_{11}: Z-score i BEX pokazatelj predviđaju poslovne performanse poduzeća. Veća vrijednost pokazatelja povezana je s uspješnim poslovnim performansama, dok je niža vrijednost pokazatelja povezana s neuspješnim poslovnim performansama.

H_{12}: BEX pokazatelj, u odnosu na Z-score pokazatelj, značajnije je povezan sa uspješnim poslovnim performansama jer je prilagođen poslovanju u hrvatskim uvjetima.

H_{13}: Prosječne vrijednosti Z-score i BEX pokazatelja pojedine djelatnosti odabranih dioničkih društava značajno se ne razlikuju.

II. problem: *Utvrditi reakciju dioničkih društava i pojedinih djelatnosti na nastupajuću svjetsku krizu iz 2008. godine.*

H_{21}: Svjetska financijska kriza negativno utječe na poslovne performanse promatranih dioničkih društava, koje su mjerene pomoću zbirnih pokazatelja. Poslovanje pojedinih dioničkih društava ugroženo je nakon posljedica svjetske krize, dok pojedina promatrana dionička društva bilježe neuspješne poslovne performanse i prije nastupanja svjetske financijske krize.

H_{22}: S obzirom na promatrane djelatnosti, svjetska financijska kriza najznačajnije je utjecala na graditeljstvo koje bilježi najveće gubitke nakon utjecaja svjetske krize.

1.3. Metode istraživanja

Prilikom prikaza i analize problematike ranih signala neuspjeha poduzeća koristit će se odabrane znanstvene metode za teorijski i praktični dio završnog rada.

U pisanju teorijskog dijela rada kao izvor služi knjižnica Ekonomskog fakulteta, Sveučilišta u Splitu te Sveučilišna knjižnica Split. Znanstvene metode koje se koriste u prikupljanju, sistematiziranju i analizi dosadašnjih spoznaja u području kriznog menadžmenta i ranih signala neuspjeha su metode analize, sinteze, deskripcije i komparacije.

Prilikom izrade praktičnog, empirijskog dijela završnog rada koriste se: metode prikupljanja podataka (primarnih podataka putem financijskih izvještaja javno dostupnih na Web stranici Zagrebačke burze te sekundarnih podataka primjenom metode analize informacija iz različitih izvora), metode obrade podataka (statistička analiza varijance, korelacija, regresija, analiza trenda) te metode tabelarnog i grafičkog prezentiranja dobivenih rezultata. Programski paket koji se koristi prilikom metode prikupljanja podataka uključuje MS Office Excel, dok se za obradu podataka koristi programski paket SPSS.

1.4. Struktura rada

Završni rad sastoji se od šest poglavlja, čiji se kratki prikaz daje u nastavku. Prvo, uvodno poglavlje opisuje rane signale upozorenja na poslovne poteškoće kao predmet istraživanja. Ciljevi istraživanja, uz pripadajuće probleme i hipoteze, također su opisani u

ovom poglavlju. Predstavljene su i znanstvene metode koje će se koristiti u teorijskom i praktičnom dijelu istraživanja.

Drugo poglavlje sažima znanstvena istraživanja u području kriznog menadžmenta i ranih signala upozorenja na opasnosti u poslovanju te prikazuje (najčešće) primjenjivane defenzivne i ofenzivne krizne strategije kao raspoložive poslovne opcije poduzeća u teškim vremenima. U poglavlju je prikazana teorijska podloga završnog rada koja se temelji na poslovnim informacijama koje su produkt analize financijskih izvještaja. Unutar problematike, obuhvaćena su i analizirana prethodna istraživanja u svijetu i Republici Hrvatskoj, gdje su Altmanov Z-score model iz 1968. godine i Business Excellence model, kreiran od strane Belak i Aljinović Barač 2007. godine, istaknuti kao identifikatori i prediktori poslovnih performansi. Također, prikazan je proces stečajnog postupka u Republici Hrvatskoj te je uspoređen sa stečajnom legislativom iz ostalih zemalja Europe i svijeta. Obuhvaćeni su dostupni podaci o ukupnom broju stečajeva u Republici Hrvatskoj te su istražene ostale dostupne statistike o broju stečajeva za pojedine države Europe i svijeta.

Treće poglavlje o implikacijama svjetske financijske krize na gospodarski trenutak Republike Hrvatske uključuje prikaz tijeka krize, započete 2007. godine u Sjedinjenim Američkim Državama, kao i njene posljedice koje su opisane statistikom o insolventnosti i nelikvidnosti u Republici Hrvatskoj posljednjih godina.

Uz objašnjenje metodologije korištene u istraživanju, u četvrtom poglavlju je provedena deskriptivna analiza odabranih skupina djelatnosti i dioničkih društava u Republici Hrvatskoj. Deskriptivna analiza uključuje dva tipa grafičkih prikaza kojima se vizualno predočavaju osnovne stavke iz financijskih izvještaja: bilance te računa dobiti i gubitka.

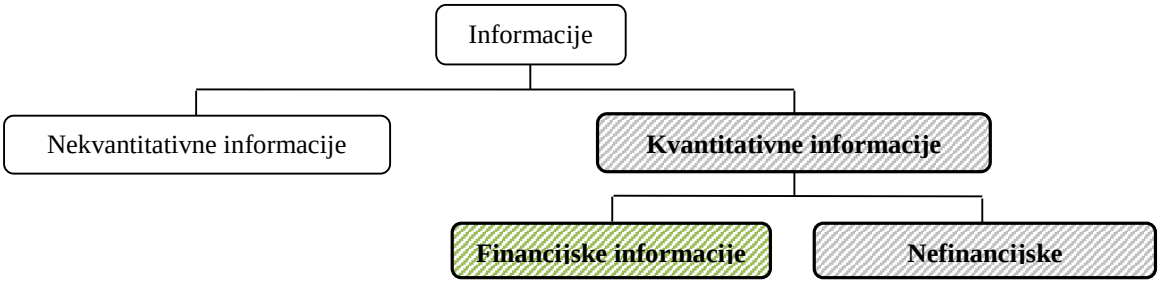
Nakon statističke obrade podataka, u petom poglavlju objašnjeni su metodološki detalji, kao i pripadajući rezultati istraživanja. Sukladno pretpostavljenim hipotezama, u šestom poglavlju prikazan je zaključak istraživanja. Na samom kraju, na odgovarajući način je popisana cjelokupna literatura korištena za teorijski i praktični dio ovog istraživanja.

2. RANI SIGNALI NEUSPJEHA U POSLOVANJU PODUZEĆA

2.1. Informacije i financijski izvještaji

Informacije, kao pretpostavka upravljanja, predstavljaju obrađene podatke prezentirane u takvoj formi koja je pogodna za primaoca i koja ima značajnu vrijednost u tekućim ili budućim aktivnostima i odlukama.[9] U tijeku poslovanja, informacije donose nova saznanja koja na osnovu postojećih znanja i iskustava govore o promjenama nekog stanja unutar poduzeća ili u okruženju, i koja su, prethodno provjerena i analizirana, prikladna osnova za donošenje odluka o utjecaju na daljnji tijek gospodarske aktivnosti.[10] Značenje informacija moguće je razmatrati s tri aspekta: sintaktičkog, semantičkog te pragmatičkog. Sa sintaktičkog aspekta, podrazumijeva se da informacija sadrži poruku koja je istinita i potpuna. Na semantičkoj razini podrazumijeva se da je zadovoljen sintaktički aspekt i traži se da informacije budu zapisane odgovarajućom terminologijom koja je jasna i razumljiva korisnicima. Na pragmatičkoj razini se pretpostavlja razumljivost i zahtjeva zadovoljavanje potreba korisnika. U tom kontekstu informacije moraju reducirati neizvjesnost prilikom donošenja poslovne odluke. Dakle, ukupne karakteristike poslovnih informacija su točnost, pravovremenost, obuhvat, preciznost, adekvatnost i usporedivost.[11] Uobičajena klasifikacija informacija potrebnih za poslovno upravljanje prikazana je na grafičkom prikazu u nastavku.

Slika 1. Klasifikacija informacija potrebnih za poslovno upravljanje



Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str.23.

[9] Davis, G., Olson, M. (1985). Management information systems, New York, McGraw Hill Book Company, str. 200. Navedeno prema: Vujević, I. (2005). Financijska analiza u teoriji i praksi, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, str. 27.

[10] Papp, L. (1979). A konyvviteli informacios rendszer elmeleti kerdesei, Budapest, Tankonykiodo, str. 23. Navedeno prema: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 20.

[11] Bourque, D. (1987). A Conceptual and Analytical Look at Information Reporting – zbornik radova Management of the Firm Under Conditions of Discontinuity, Beograd, Ekonomski fakultet, str. 133-134. Navedeno prema: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 20-22.

S obzirom na prethodnu klasifikaciju, pouzdana kvantitativno financijska informacija je bitan čimbenik u učinkovitom poslovnom odlučivanju, u kojem Zakon o računovodstvu Republike Hrvatske osigurava kvalitetno izvještavanje o poslovanju poduzeća i uspoređivanje ostvarenih poslovnih rezultata sa srodnim poduzećima u zemlji i svijetu. Zakonom o računovodstvu određena su temeljna financijska izvještaja te obveze njihovog sastavljanja, revidiranja i objavljivanja. Time je osigurano da financijski izvještaji daju relevantne i pouzdane informacije u obliku i sadržaju prepoznatljivom i razumljivom korisnicima.[12] Financijski izvještaji su, dakle, finalni proizvod računovodstvenog procesa u koji su ugrađene računovodstvene politike koje se koriste na svim razinama upravljanja: strategijskoj, taktičkoj i operativnoj.

Prema Međunarodnim računovodstvenim standardima (MRS) i Međunarodnim revizijskim standardima (MRevS), cilj financijskih izvještaja je pružiti korisnicima realne i objektivne informacije o djelotvornosti poslovanja poduzeća koje su velikom broju korisnika značajne za donošenje poslovnih odluka.[13] Prema Zakonu o računovodstvu Republike Hrvatske (Narodne novine 109/07, članak 15) pod temeljnim financijskim izvještajima podrazumijevaju se: bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o novčanom tijeku, izvještaj o promjenama kapitala te bilješke.[14] Klasifikacija financijskih izvještaja prihvaćena svuda u svijetu uključuje: bilancu (Balance Sheet, Statement of Financial Position), račun dobiti i gubitka (Income Statement, Statement of Earnings, Profit and Loss Statement), izvještaj o zadržanoj dobiti (Statement of Retained Earnings) i izvještaj o novčanom toku (Statement of Cash Flow). U Republici Hrvatskoj 1999. godine uvodi se obveza tromjesečnog objavljivanja financijskih izvještaja za poduzeća čijim se dionicama javno trguje, s ciljem povećanja transparentnosti i pravodobne informiranosti svih sudionika. Takve javno dostupne i kvalitetne financijske informacije poslužile su kao izvor podataka za ovo istraživanje.

Bilanca pruža sustavni pregled imovine, kapitala i obveza gospodarskog subjekta na određeni datum, najčešće na datum završetka fiskalne godine. Međunarodni računovodstveni standardi definiraju imovinu, obveze i kapital kao elemente koji određuju financijski položaj poduzeća te je upravo zato bilanca temeljni financijski izvještaj koji služi kao podloga za ocjenu sigurnosti poslovanja. Imovina poduzeća naziva se aktiva poduzeća, a izvori te imovine

[12] Vidučić, Lj. (2008). Financijski menadžment, Zagreb, RRIF plus, str. 364.
[13] Vujević, I. (2005). Financijska analiza u teoriji i praksi, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, str. 74.
[14] Zakon o računovodstvu Republike Hrvatske, Narodne novine broj 109/07. Izvor: www.fina.hr/lgs.axd?t=16&id=11528.

pasiva poduzeća. U svakom trenutku imovina mora biti jednaka izvorima, odnosno aktiva mora biti jednaka pasivi. Iz toga proizlazi temeljna računovodstvena jednakost da je imovina jednaka zbroju vlastitog kapitala i obveza.

Tablica 1. Prikaz (skraćene) bilance (na određeni datum)

AKTIVA	PASIVA
A. Potraživanja za upisani, a neuplaćeni kapital	A. Kapital i rezerve
B. Dugotrajna imovina	I. Upisani kapital
I. Nematerijalna imovina	II. Premija na emitirane dionice
II. Materijalna imovina	III. Revalorizacijska rezerva
III. Financijska imovina	IV. Rezerve
IV. Potraživanja	V. Zadržani dobitak ili preneseni gubitak
C. Kratkotrajna imovina	VI. Dobitak ili gubitak tekuće godine
I. Zalihe	B. Dugoročna rezerviranja
II. Potraživanja	C. Dugoročne obveze
III. Financijska imovina	D. Kratkoročne obveze
IV. Novac u banci i blagajni	E. Odgoda plaćanja troškova i prihod budućeg razdoblja
D. Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata potraživanja	F. Ukupno pasiva
E. Gubitak iznad visine kapitala	G. Izvanbilančni zapisi
F. Ukupno aktiva	
G. Izvanbilančni zapisi	

Izvor: Vidučić, Lj. (2008). Financijski menadžment, Zagreb, RRIF plus, str. 367.

Račun dobiti i gubitka je prikaz prihoda, rashoda i financijskog rezultata u određenom vremenskom razdoblju, odnosno jednoj godini. Temeljna razlika bilance u odnosu na račun dobiti i gubitka je u tome što bilanca prikazuje stanje imovine i njenih izvora na određeni dan (datum), dok račun dobiti i gubitka prikazuje aktivnost poduzeća u određenom vremenskom razdoblju sa stajališta prihoda i rashoda i njihovih razlika kao dobiti ili gubitka.

Financijski rezultat se javlja kao razlika ostvarenih prihoda i rashoda. Ako su prihodi veći od rashoda, poduzeće će ostvariti dobitak. U suprotnom slučaju, ako su rashodi veći od prihoda, poduzeće će ostvariti gubitak. Skraćeni račun dobiti i gubitka prikazan je u nastavku.

Tablica 2. Prikaz (skraćenog) računa dobiti i gubitka

A. Poslovni prihodi
I. Prihodi od prodaje
II. Ostali poslovni prihodi
B. Poslovni rashodi
I. Promjene vrijednosti zaliha proizvodnje u tijeku i gotovih proizvoda
II. Materijalni troškovi
III. Troškovi osoblja
IV. Amortizacija
V. Ostali troškovi
VI. Vrijednosno usklađivanje
VII. Rezerviranja
VIII. Ostali poslovni rashodi
C. Financijski prihodi

I. Kamate, tečajne razlike, dividende i slični prihodi
II. Dio prihoda od pridruženih poduzetnika i sudjelujućih interesa
III. Nerealizirani dobici (prihodi) od financijske imovine
IV. Ostali financijski prihodi
D. Financijski rashodi
I. Kamate, tečajne razlike i drugi rashodi
II. Nerealizirani gubici (rashodi) od financijske imovine
III. Ostali financijski rashodi
E. Udio u dobiti od pridruženih poduzetnika
F. Udio u gubitku od pridruženih poduzetnika
G. Izvanredni – ostali prihodi
H. Izvanredni – ostali rashodi
I. Ukupni prihodi (A+C+E+G)
J. Ukupni rashodi (B+D+F+H)
K. Dobit ili gubitak prije oporezivanja (I-J)
L. Porez na dobit
M. Dobit ili gubitak razdoblja (K-L)

Izvor: Javno dostupni financijski izvještaji Zagrebačke burze.

Izvještaj o novčanom tijeku prikazuje izvore pribavljanja kao i način upotrebe novca. Novčani tijek podrazumijeva novčane primitke i izdatke te novčani ekvivalent koji se lako i brzo može pretvoriti u gotovinu radi plaćanja dospjelih obveza.

Nerijetko se događa da poduzeća u računu dobiti i gubitka iskazuju uspješno poslovanje, a imaju problema s podmirivanjem tekućih obveza. Razlog se nalazi u temeljnim pretpostavkama na temelju kojih se evidentiraju osnovni elementi računa dobiti i gubitka, a to su prihodi i rashodi. Prihodi i rashodi su obračunske kategorije i evidentiraju se prema nastanku događaja, a to znači da se evidentiraju onda kad su nastali, a ne onda kad je uslijedio stvari primitak ili izdatak novca. Postoji vremenski nesklad između prihoda i primitaka te rashoda i izdataka te rizik transformacije jednih u druge.[15]

Izvještaj o promjenama kapitala sadrži podatke o kapitalu i pričuvama (rezervama) te isplaćenim dividendama koje se preuzimaju iz knjigovodstvenih stanja na posljednji dan obračunskog razdoblja. Usto, prikazuju se promjene računovodstvenih politika i ispravke temeljnih pogrešaka, a svrha izvještaja je dati prikaz promjene neto vrijednosti poduzeća, odnosno bogatstva dioničara, pri čemu se u bilješkama navode uzroci rasta ili pada glavnice.[16]

Bilješke uz financijske izvještaje predstavljaju detaljniju dopunu podataka iz bilance, računa dobiti i gubitka te izvještaja o novčanom tijeku i trebaju pratiti razradu podataka u pojedinim izvještajima radi smislene prezentacije ključnih informacija. Bilješke se svode na dvije

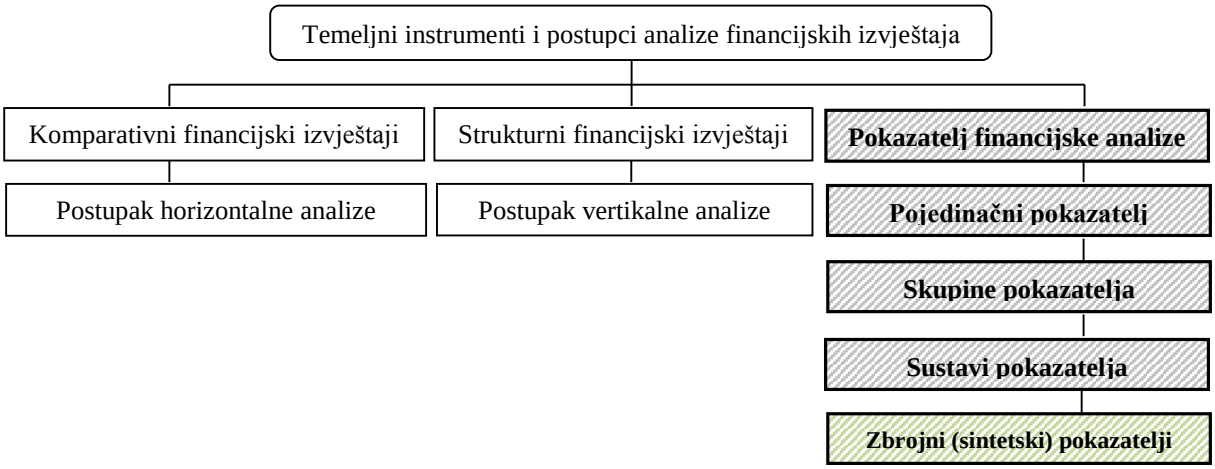
[15] Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 56-57.
[16] Vidučić, Lj. (2008). Financijski menadžment, Zagreb, RRIF plus, str. 365.

osnovne grupe: bilješke koje objašnjavaju računovodstvene politike primijenjene u izradi izvještaja i ostale podatke koji su važni za razumijevanje izvještaja. Ostali podaci koji se trebaju iznijeti u bilješkama uključuju podatke o dugoročnim zajmovima (rokovi, kamatne stope, hipoteke), uvjete leasinga i planove emisije dionica.

2.2. Analiza financijskih izvještaja

Analiza financijskih izvještaja uključuje različite postupke koji se temelje na raščlanjivanju i uspoređivanju. Postupci se razlikuju s obzirom na vremensko razdoblje u kojem se promatraju podaci iz financijskih izvještaja. Klasifikacija temeljnih instrumenata analize financijskih izvještaja koja uključuje postupke horizontalne analize, vertikalne analize i analize pomoću financijskih omjera prikazana je na sljedećem grafičkom prikazu.

Slika 2. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja



Izvor*:* Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 158.

Horizontalnom analizom nastoji se sagledati tendencija i dinamika promjena pojedinih stavki temeljnih financijskih izvještaja u dužem razdoblju. Na osnovu sagledavanja tih promjena prosuđuje se koliko je uspješno i sigurno poslovanje promatranog poduzeća. Uobičajena analitička sredstva i postupci koji se koriste u horizontalnoj financijskoj analizi su komparativni financijski izvještaj (za različita vremenska razdoblja s istaknutim postotkom povećanja ili smanjenja) i sagledavanje tendencija promjena pomoću serije baznih indeksa. Najveći problemi horizontalne analize jesu: inflacija, promjene obračunskog sustava kod izrade i predočenja izvještaja, promjene u politici bilanciranja i sve ostale promjene koje

izvještaj čine neusporedivim. U takvim slučajevima se izvještaji prije uspoređivanja moraju uskladiti, a ako to nije moguće, treba uskladiti samo bitne stavke (pokazatelje performansi) te ih onda usporediti. Svakako, neusporedive podatke je, slijedom pravila o istinitom izvještavanju, bolje nikako ne staviti u izvještaj nego ostaviti da stvaraju krivu sliku.

Za razliku od horizontalne analize, strukturni financijski izvještaji, koji služe kao podloga za provedbu *vertikalne analize*, promatraju se u razdoblju od jedne godine. Za vertikalnu analizu potreban je uvid u strukturu bilance i podataka o dobiti. Vertikalna analiza se, kao i horizontalna analiza, može obavljati usporedno za više godina, što omogućava vremensku usporedbu. Iz usporednog izvještaja vertikalne analize bilančnih pozicija, može se uočiti kako se kreću odnosi među pozicijama tijekom vremena. Takvi bilančni odnosi odraz su politike poslovanja i politike investiranja.

Uz horizontalnu i vertikalnu analizu, za analizu financijskih izvještaja koriste se i *pojedinačni pokazatelji: likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja.*[17] Analiza koja koristi prethodne pokazatelje i financijske omjere poznata je kao analiza odnosa (Ratio analysis).

Pokazatelji likvidnosti opisuju sposobnost poduzeća da u kratkom roku (do jedne godine) podmiruju svoje obveze. Za likvidnost poduzeća primarno je zainteresiran menadžment, ali i ostali vjerovnici jer o likvidnosti ovisi uredno podmirenje obveza. U slučaju nelikvidnosti dolazi do gubitka dobavljača, kao i blokade računa. S ciljem analize likvidnosti koriste se pokazatelji koji u omjer stavljaju tekuću aktivu i pasivu te pokazatelji koji ukazuju na brzinu pretvaranja nenovčane u novčanu aktivu. Pokazatelji likvidnosti prikazani su u nastavku.

Tablica 3. Pokazatelji likvidnosti

Naziv pokazatelja likvidnosti	Brojnik	Nazivnik
Koeficijent trenutne likvidnosti	Novac	Kratkoročne obveze
Koeficijent ubrzane likvidnosti	Novac + Potraživanja	Kratkoročne obveze
Koeficijent tekuće likvidnosti	Kratkotrajna imovina	Kratkoročne obveze

Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 176.

Koeficijent trenutne likvidnosti pokazuje koliko poduzeće ima novca na raspolaganju za pokriće trenutnih kratkoročnih obveza. Koeficijent ubrzane likvidnosti predstavlja strožu mjeru likvidnosti i računa se kao omjer brze aktive (razlike tekuće imovine i zaliha) i

[17] Istraživanja financijskih omjera sežu još u drugu polovicu 19. stoljeća kada su kreditori tražili mjeru sposobnosti plaćanja dospjelih obveza, a menadžeri pravu mjeru profitabilnosti. Navedeno prema: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 172.

kratkoročnih obveza. Idealna vrijednost ovog pokazatelja jednaka je jedinici. Koeficijent tekuće likvidnosti pokazuje koliko je jedinica kratkoročnih obveza pokriveno kratkoročnom imovinom. Za održavanje tekuće likvidnosti važna je veličina neto obrtnog kapitala koji predstavlja razliku između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. Postojanje neto radnog kapitala znači da je dio kratkotrajne imovine financiran iz dugoročnih obveza, što je neophodno za održavanje likvidnosti.

Pokazatelji zaduženosti mjere koliko se poduzeće financira iz tuđih sredstava, a koliko iz vlastitog kapitala. Pokazatelji zaduženosti prikazani su u nastavku.

Tablica 4. Pokazatelji zaduženosti

Naziv pokazatelja zaduženosti	Brojnik	Nazivnik
Koeficijent zaduženosti	Ukupne obveze	Ukupna imovina
Koeficijent vlastitog financiranja	Glavnica	Ukupna imovina
Koeficijent financiranja	Ukupne obveze	Glavnica
Pokriće troškova kamata	Dobit prije poreza i kamata	Kamate
Faktor zaduženosti	Ukupne obveze	Zadržana dobit + Amortizacija
Stupanj pokrića I	Glavnica	Dugotrajna imovina
Stupanj pokrića II	Glavnica + Dugoročne obveze	Dugotrajna imovina

Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 177.

Koeficijent zaduženosti ukazuje na podatak koliko se imovine financira iz vlastitih, a koliko iz tuđih izvora - što je koeficijent zaduženosti veći, veći je i rizik poduzeća da neće moći podmiriti svoje obveze prema vjerovnicima. Iskustvena vrijednost ovog pokazatelja je 50%, odnosno maksimalno 50% obveza, dok bi ostalih 50% trebao biti kapital. Suvremena istraživanja su pokazala da poduzeće nije prekomjerno zaduženo sve dok mu stupanj zaduženosti ne prelazi 70% vrijednosti ukupne imovine.[18] Koeficijent vlastitog financiranja jest omjer vlastitog kapitala i ukupne aktive te se računa kao razlika jedinice i pokazatelja odnosa ukupnih obveza i ukupne imovine. Ovaj pokazatelj mjeri u kojem je postotku ukupna imovina financirana vlastitim kapitalom. Koeficijent financiranja se još naziva omjer duga i imovine i njegova iskustvena vrijednost je jedan, što znači da se poduzeće ne bi trebalo zaduživati iznad vrijednosti glavnice. Pokazatelj pokrića troškova kamata pokazuje kako poduzeće pokriva kamatne troškove iz dobitka. Poželjna vrijednost ovog pokazatelja je jednaka jedan, jer time poduzeće ima dovoljno dobitka da podmiri kamate, čime su vjerovnici sigurni u naplati svojih potraživanja. Faktor zaduženosti pokazuje koliko je poduzeću potrebno godina da iz dobitka i amortizacije pokrije ukupne obveze. Granična vrijednost

[18] Škrtić, M., Tisovec, M. (2006). Predviđanje stečaja upotrebom financijskih pokazatelja, Zagreb, RRiF, str. 58.

faktora zaduženosti iznosi pet godina. Stupanj pokrića I predstavlja stupanj financiranja dugotrajne imovine iz vlastitih izvora. Poželjno je da se što više imovine financira iz vlastitih sredstava, jer to ujedno ukazuje na veću stabilnost poduzeća. Stupanj pokrića II pokazuje stupanj financiranja dugotrajne imovine iz dugoročnog kapitala, a ukazuje na financijsku stabilnost. Također je poželjno da ovaj pokazatelj bude veći od jedan, jer tako postoji mogućnost da se i kratkotrajna imovina financira iz dugoročnih izvora, a time i koeficijent likvidnosti bude veći.

Pokazatelji aktivnosti nazivaju se i koeficijenti obrtaja, a pokazuju koliko novčanih jedinica prihoda ostvaruje jedna novčana jedinica imovine. Pokazatelji aktivnosti prikazani su u nastavku.

Tablica 5. Pokazatelji aktivnosti

Naziv pokazatelja aktivnosti	Brojnik	Nazivnik
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	Ukupni prihodi	Ukupna imovina
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	Ukupni prihodi	Kratkotrajna imovina
Koeficijent obrtaja potraživanja	Prihodi od prodaje	Potraživanja
Trajanje naplate potraživanja u danima	Broj dana u godini (365)	Koeficijent obrta potraživanja
Koeficijent obrtaja zaliha	Troškovi prodanih proizvoda i usluga	Ukupne zalihe

Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 178.

Koeficijent obrtaja ukupne imovine predstavlja omjer ukupnih prihoda i ukupne imovine te je poželjno da koeficijent bude što veći. Analiza pomoću koeficijenta obrtaja ukupne imovine pogodna je usporedbu s pokazateljem prethodne godine, s prosjekom industrije ili s konkurentskim poduzećima. Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine računa se kao omjer ukupnih prihoda i kratkotrajne imovine te ukazuje na cilj povećavanja učinkovitosti upotrebe kratkotrajne imovine u ostvarivanju prihoda, i to na način da koeficijent bude što veći. Koeficijent obrtaja potraživanja prikazuje koliko se puta potraživanja naplate tijekom godine, odnosno pretvore u novac. Veći obrtaj potraživanja od kupaca smatra se boljim jer je tada poduzeću potrebno manje financijskih sredstava za financiranje kredita odobrenih kupcima dobara i usluga.[19] Ako poduzeće odobri veliki broj robnih kredita problematičnim klijentima ono može ugroziti vlastiti opstanak. Vrijeme naplate potraživanja pokazuje koliko je prosječno potrebno dana da se naplate potraživanja od kupaca, gdje je cilj uvijek što brža naplata. Koeficijent obrtaja zaliha pokazuje koliko se puta zalihe obrnu tijekom godine. Veći

[19] Škrtić, M., Tisovec, M. (2006). Predviđanje stečaja upotrebom financijskih pokazatelja, Zagreb, RRiF, str. 57.

koeficijent znači da poduzeće dovoljno brzo obrće zalihe i da je mala vjerojatnost nelikvidnosti. S druge strane, razlog niskom koeficijentu može biti i u nekvalitetnim nekurentnim zalihama te visokim oportunitetnim troškovima.

Pokazatelji ekonomičnosti prikazuju koliko se jedinica poslovnog rezultata (prihoda) ostvaruje po jedinici uloženih sredstava (rashoda). Ekonomičnost poprima vrijednost jedan ukoliko su prihodi jednaki rashodima, odnosno kada je poslovanje na pragu rentabilnosti. Pokazatelji ekonomičnosti prikazani su u nastavku.

Tablica 6. Pokazatelji ekonomičnosti

Naziv pokazatelja ekonomičnosti	Brojnik	Nazivnik
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	Ukupni prihodi	Ukupni rashodi
Ekonomičnost poslovanja	Prihodi od prodaje	Rashodi od prodaje
Ekonomičnost financiranja	Financijski prihodi	Financijski rashodi
Ekonomičnost izvanrednih aktivnosti	Izvanredni prihodi	Izvanredni rashodi

Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 179.

Pokazatelji ekonomičnosti su podijeljeni s obzirom na aktivnosti poduzeća: poslovnu, financijsku i izvanrednu. Ove poslovne informacije nalaze se unutar računa dobiti i gubitka pojedinog poduzeća.

Pokazatelji profitabilnosti pokazuju koliko se jedinica poslovnog rezultata ostvaruje po jedinici ulaganja. Poslovanje s gubitkom predstavlja negativnu rentabilnost, dok kod ostvarivanja gubitka postoji pozitivna rentabilnost. Ovi pokazatelji se koriste pri procjeni sposobnosti zarađivanja poduzeća i prikazani su u nastavku.

Tablica 7. Pokazatelji profitabilnosti

Naziv pokazatelja profitabilnosti	Brojnik	Nazivnik
Bruto marža profita	Bruto dobit	Prihodi od prodaje
Neto marža profita	Neto dobit	Prihodi od prodaje
Bruto rentabilnost imovine	Operativna dobit	Ukupna imovina
Stabilnost vlastitog kapitala	Neto dobit	Vlastiti kapital (Glavnica)

Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 180.

Bruto profitna marža se računa tako da se od ukupnih prihoda od prodaje oduzme trošak prodane robe i podjeli s ukupnim prihodom od prodaje, a pokazuje koliko se jedinica bruto dobiti ostvaruje po jedinici prihoda. Bruto profitna marža pruža informaciju o strategiji određivanja cijena poduzeća. Niska bruto profitna marža može značiti da poduzeće ima strategiju niskih cijena i da teži ostvarenju dobiti putem povećanog volumena prodaje. Visoka bruto profitna marža može značiti da je poduzeće izabralo strategiju veće dobiti po jedinici prodanog proizvoda/usluge nauštrb povećanja volumena prodaje (prihoda od prodaje). Ako je

strategija povećanja volumena prodaje (strategija niskih cijena) uzrok niske bruto profitne marže to će se odraziti na visokim vrijednostima pokazatelja obrtaja imovine, a posebice pokazatelja obrtaja zaliha. Niska bruto profitna marža može značiti zaoštravanje konkurentskih uvjeta unutar određene industrijske grane ili porast troškova koji se ne mogu prebaciti na kupce putem viših cijena. Ovaj pokazatelj važan je za procjenu učinkovitosti upravljanja poduzećem. Neto profitna marža se računa tako da se neto dobit nakon poreza podijeli s prihodom od prodaje, a pokazuje koliko neto dobiti poduzeće ostvaruje po jedinici prihoda od prodaje. Neto profitna marža pokazuje kako poduzeće kontrolira troškove, rashode i prihode pa se koristi kao pokazatelj efikasnosti menadžmenta. Niska neto profitna marža je rezultat strategije niskih cijena i/ili visokih troškova u odnosu na ostvarenu prodaju.[20] Rentabilnost imovine (Return On Assets, ROA) predstavlja omjer operativne dobiti (Earnings Before Interest and Taxes, EBIT) i ukupne imovine.[21] Ovaj pokazatelj treba promatrati u odnosu na prosječni trošak korištenja sredstava (Weighted Average Cost of Capital, WACC).[22] Prosječni trošak korištenih sredstava računa se tako da se uzme u obzir struktura obveza poduzeća (struktura izvora financiranja) u odnosu na tržišnu vrijednost imovine poduzeća. Kada poduzeće ostvaruje povrat na imovinu manji od prosječnog troška sredstava koje rabi, dolazi do gubitka vrijednosti poduzeća. Stoga menadžment ukoliko želi da poduzeće raste mora stvarati višak vrijednosti iznad troškova kapitala. Pokazatelj ROA varira ovisno o industriji, gdje poduzeća koja imaju visoka ulaganja u imovinu najčešće imaju nizak ROA. Pokazatelj stope povrata na kapital (Return On Equity, ROE) se računa kao omjer neto dobiti i vlastite glavnice. Često se umjesto vrijednosti vlastitog kapitala koristi prosječna vrijednost vlastitog kapitala koja se dobije tako da se suma vlastitog kapitala na početku i na kraju godine podijeli s dva. Kao i za prethodni pokazatelj, stopu povrata na kapital treba promatrati u odnosu na trošak kapitala. Ukoliko je ova stopa povrata veća od troška kapitala, rast će i vrijednost poduzeća. Za kvalitetniju procjenu, ovaj pokazatelj treba usporediti s pokazateljima sličnih poduzeća u istom sektoru.

Pokazatelji investiranja mjere uspješnost ulaganja u dionice poduzeća, a prikazuju stavove investitora o performansama i perspektivi imovine. Najznačajniji pokazatelji prikazani su u nastavku.

[20] Vidučić, Lj. (2008). Financijski menadžment, Zagreb, RRIF plus, str. 393.
[21] Prve upotrebe ovih omjera sežu u 1919. godinu, kada poduzeće Du Pont uvodi triangularni sustav u procjeni operativnih rezultata. Vrh trokuta bio je omjer prinosa na investiciju (dobit/ukupna imovina), a bazu su činili omjer dobiti i prodaje te omjer prodaje i ukupne imovine. Ovaj sustav danas je poznatiji kao Du Pont sustav.
[22] Škrtić, M., Tisovec, M. (2006). Predviđanje stečaja upotrebom financijskih pokazatelja, Zagreb, RRiF, str. 54.

Tablica 8. Pokazatelji investiranja

Naziv pokazatelja investiranja	Brojnik	Nazivnik
Dobit po dionici	Neto dobit	Broj dionica
Odnos cijene i dobiti po dionici	Tržišna cijena dionice	Dobit po dionici
Odnos isplate dividende	Dividenda po dionici	Dobit po dionici
Dividenda po dionici	Dio neto dobiti za dionice	Broj dionica
Dividendna rentabilnost dionice	Dividenda po dionici	Tržišna cijena dionice

Izvor: Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia, str. 181.

Pokazatelj dobit po dionici opisuje koliko se kuna neto dobiti ostvaruje po dionici. Ovo je jedan od najpopularnijih pokazatelja koji utječe na kretanje cijene dionica i često se koristi kod izračuna vrijednosti diskontiranjem budućih zarada poduzeća. Odnos cijene i dobiti po dionici pokazuje koliko su investitori voljni platiti za jednu kunu zarade poduzeća ili koliko je godina potrebno da se povrati investicija. Postoji inverzna povezanost između ovog pokazatelja i troška trajnog kapitala poduzeća. Dakle, niži pokazatelj ukazuje da je trošak trajnog kapitala visok, odnosno da je stopa povrata za investitore visoka, što znači da je dionica podcijenjena. Visok odnos cijene i dobiti po dionici može biti rezultat očekivanih investicija s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću.[23] Obično se smatra da je rezultat manji od petnaest znak podcijenjene dionice, ali pokazatelj treba uspoređivati s omjerima poduzeća u istoj industriji. Odnos isplate dividendi pokazuje koliki se postotak od zarade isplaćuje dioničarima u obliku dividende. Poduzeća koja su u fazi rasta imaju niži odnos isplate dividendi jer reinvestiraju dobit u projekte. Pokazatelj dividenda po dionici pokazuje omjer izglasanih dividendi i broja dionica poduzeća. Prijedlog za isplatu dividende daje Uprava društva te glasanjem odobrava Skupština dioničara. Uprava predlaže koliko dio od ukupne dobiti ide u dividendu, a koliki ostaje za razvoj poduzeća. Većina dioničkih društava primjenjuje relativno stabilnu politiku dividendi. Politika stabilnih dividendi bi mogla dovesti do viših cijena dionice jer se očekuje da će investitori više vrednovati dividende koje će sigurno primiti. Dividendna rentabilnost dionice izračunava se dijeljenjem dividende po dionici i tržišne cijene dionice - što je omjer veći to je investicija u dionicu bolja. Dividendna stopa pokazuje koliku kamatu donosi dionica i mjera je uspješnosti ulaganja u dionice. Niska dividendna stopa ne omogućava ocjenu stanja određenog društva, jer neka poduzeća koriste politiku reinvestiranja dobiti u projekte.

[23] Vidučić, Lj. (2008). Financijski menadžment, Zagreb, RRIF plus, str. 397.

Prva istraživanja o efikasnosti financijskih omjera u predviđanju poslovnih teškoća, pojavljuju se još 1930. godine. U ovom području, mogu se izdvojiti sljedeći autori koji su području doprinijeli rezultatima svojih istraživanja: Smith i Winakor 1930.[24] i 1935.[25] godine analizirali su desetogodišnji trend aritmetičkih sredina dvadeset i jednog omjera; Fitzpatrick je u radu objavljenom 1931.[26] godine promatrao tri do pet godina unazad trendove trinaest omjera za 20 poduzeća sa teškoćama u poslovanju, dok ih je 1932.[27] godine usporedio sa devetnaest uspješnih poduzeća; Ramser i Foster 1931.[28] godine analizirali su jedanaest omjera za 173 poduzeća s ciljem predviđanja poslovnih poteškoća; Merwin je 1942.[29] godine objavio prvu rafiniranu i usavršenu studiju predviđanja poslovnih poteškoća uporabom omjera; Tamari je pokušao 1966.[30] godine arbitrarno odrediti snagu pojedinog omjera u predviđanju stečaja; Beaver 1966.[31] godine objavljuje rad u kojem prvi put koristi znanstvenu metodologiju u proučavanju omjera u svrhu predviđanja stečaja poduzeća; Altman 1968.[32] godine čini bitnu prekretnicu kada upotrebom, za to vrijeme, sofisticirane statističke tehnike

[24] Smith, R., Winakor, A. (1930). A Test Analysis of Unsuccessful Industrial Companies, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, Bulletin No.31, str. 1-59. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII,B 2, str. 431.

[25] Smith, R., Winakor, A. (1935). Changes in the Financial Structure of Unsuccessful Industrial Corporations, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, Bulletin No.51, str. 1-44. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII, B 2, str. 431.

[26] Fitzpatrick, P. (1931). Symptoms of Industrial Failures, Catholic Universita of America Press, str. 1-132. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII, B 2, str. 431.

[27] Fitzpatrick, P. (1932). A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies, *Certified Public Accountant*, str. 598-605. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII, B 2, str. 431.

[28] Ramser, J., Foster, L. (1931). A Demonstration of Ratio Analysis, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business Research, Bulletin N 40. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII, B 2, str. 432.

[29] Merwin, C. (1942). Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries in 1926-1936, National Bureau of Economic Research, str. 1-167. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, Ekonomska misao i praksa, G XVIII, B 2, str. 432.

[30] Tamari, M. (1966). Financial Ratios as a Means of Forecasting Bankruptcy, *Management International Review* (MIR), V 6, I 4, str. 15-21. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, Ekonomska misao i praksa, G XVIII, B 2, str. 432.

[31] Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictor of Failure - Empirical Research in Accounting: Selected Studies, dodatak u *Journal of Accounting Research*, str. 91-101. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, Ekonomska misao i praksa, G XVIII, B 2, str. 432.

[32] Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, V XXIII, N 4, str. 589-609. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, Ekonomska misao i praksa, G XVIII, B 2, str. 432.

formira model predviđanja poslovnih poteškoća koji iznimno popularizira korištenje omjera, stvara val novih istraživanja i otvara novu stranicu povijesti istraživanja omjera.[33]

S obzirom da primjena pojedinačnih pokazatelja ima ograničenu mogućnost izvještavanja, kao metoda analize poslovnih performansi, koriste se sustavi pokazatelja.[34] Pod sustavom pokazatelja podrazumijeva se izbor odgovarajućih pokazatelja, odgovarajući način njihovog povezivanja te odgovarajuća zavisnost i njihovo povezivanje s ciljem. Upravo je *analiza financijskih izvještaja pomoću zbirnih ili sintetskih pokazatelja* predmet ovog istraživanja u kojem se analiziraju performanse poduzeća pomoću ponderiranog zbroja više pojedinačnih pokazatelja.

2.3. Krizni menadžment i zbirni pokazatelji ranih signala neuspjeha

Ne postoji jedinstvena, univerzalno prihvaćena definicija krize, iako egzistira opće suglasje po kojem je kriza izrazito negativan događaj koji može nanijeti štetu pa i uništiti bilo koju organizaciju.[35] Websters definira krizu kao nestabilnu situaciju odnosno situaciju ekstremne opasnosti ili teškoće – kriza predstavlja krucijalni stadij ili točku preokreta nekog procesa.[36] Filozofijski rječnik ističe da kriza predstavlja prijelom, prolazno teško stanje u svakom, prirodnom, društvenom i misaonom procesu, pri čemu je u samoj biti krize spoznaja da treba odlučiti o nečemu što još nije odlučeno[37], odnosno kriza je odluka o stanju u kojem se međusobno sučeljavaju novo i staro, bolest i zdravlje, odlučujući obrat u nečemu,

[33] Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII, B 2, str. 431-432.

[34] 1925. godine Gilman definira nedostatke pojedinačnih pokazatelja: promjene omjera kroz vrijeme ne mogu se ispravno interpretirati jer i brojnik i nazivnik mogu varirati, omjeri su umjetne mjere, omjeri odvlače pažnju analitičara od sveobuhvatnog pogleda na poduzeće te pouzdanost omjera kao indikatora bitno varira. Navedeno prema: Gilman, S. (1925). Analyzing financial statements, The Ronald Press Company, str. 111-112.

[35] Mitroff, I., Pearson, C., Harrington, L. (1996). The essential guide to managing corporate crises: A stepby-step handbook for surviving major catastrophes, Oxford University Press, str. 7-8. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 2.

[36] Webster's Online Dictionary, Definition: crisis. Izvor: websters-online-dictionary.org. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 2.

[37] Filozofijski rječnik (1989). Nakladni zavod Matice hrvatske, Zagreb, str. 182. Navedeno prema: Osmanagić Bedenik, N. (2003). Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb, Školska knjiga, str. 12.

preciznije točka obrata u razvoju. Sve ovo upućuje da su krize događaji koji u sebi nose potencijal štete[38] i katastrofalnih učinaka i rezultiraju negativnom percepcijom u javnosti.

Poslovna kriza predstavlja neplaniran proces ograničenog trajanja i mogućnosti utjecanja koji šteti primarnim ciljevima poduzeća i koji u sebi nosi ambivalentnost ishoda.[39] Takva kriza zahtijeva odlučnu promjenu – ili onu koja upućuje na mogućnost postizanja izrazito željenog i pozitivnog ishoda, ili pak onu sa izrazito neželjenim i negativnim ishodom.[40] Krizni menadžment je aktivnost usmjerena na ovladavanje situacijom opasnom za opstanak poduzeća te planiranje i provođenje mjera za osiguranje temeljnih ciljeva poduzeća.[41]

Bez obzira na različite razloge koji dovode do pojave poslovnih kriza (prekapacitiranost proizvodnje, gubitak glavnih kupaca, loše odluke o zaduženju, gubitak kreditora, promjene u vladinoj regulativi), uočeno je da poslovne krize mogu biti eksterno generirane (tehnološke promjene, ekonomske promjene, socijalne promjene, promjene u konkurentnosti i slično) ili interno generirane (loš menadžment, vrhovni menadžment koji ne percipira značenje istraživačko-razvojne i financijske funkcije poduzeća, konflikti i nesuglasja na relaciji uprave i nadzornog odbora).[42]

Posljedice nakon pojave krize uključuju gubitak za većinu interesnih skupina: vlasnicima prijeti gubitak u vidu kamata na kapital ili dijela uloženog kapitala; menadžerima prijeti otkaz i gubitak povjerenja u sposobnosti; zaposlenicima prijeti gubitak radnog mjesta, egzistencije, obrazovanja i napredovanja; dobavljačima prijeti zastoj u plaćanjima, kao i gubitak kupaca (domino efekt). U vrijeme krizne situacije, jedino konkurencija može potencijalno profitirati, i to ukoliko problemi nisu zahvatili cijelu industriju ili granu. Temeljni uzroci poslovnih neuspjeha prikazani su u nastavku.

---

[38] Crandall, W., Parnell, A.J., Spillan, E.J. (2010). Crisis management in the new strategy landscape, Sage publications Inc., str. 3-4. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 2.

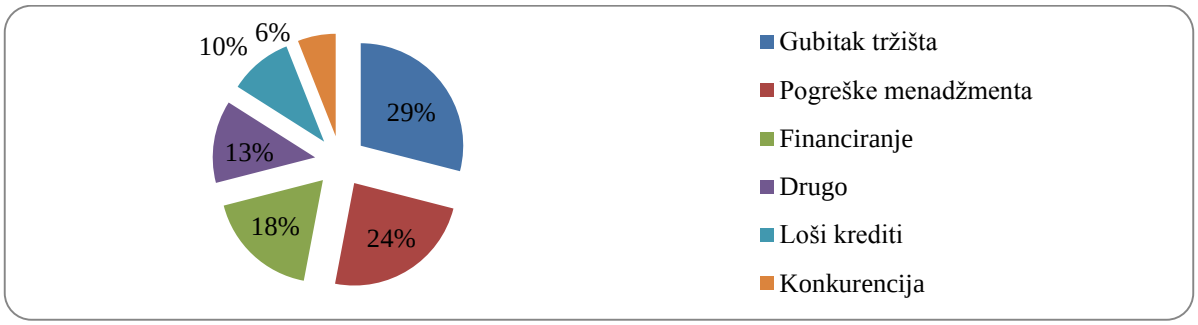
[39] Osmanagić Bedenik, N. (2003). Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb, Školska knjiga, str. 12.

[40] Fink, S. (2002). Crisis Management: Planning for the Inevitable, iUniverse, Lincoln, str. 15. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 28.

[41] Krummenacher, A. (1981). Krisenmanagement, Industrielle Organisation, Zurich, str. 13. Navedeno prema: Osmanagić Bedenik, N. (2003). Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb, Školska knjiga, str. 13.

[42] Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 2.

Slika 3. Temeljni uzroci poslovnog neuspjeha



Izvor: DiNapoli, D., Fuhr, E. (1999). Trouble Spotting: Assesing the Likelihood of a Turnaround, u DiNapoli, D. (ur.) Workouts and Turnarounds II, Global Restructuring Strategies for the Next Century, John Wiley&Sons, str. 7. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 3.

Problemi u poduzeću nastaju kada ono gubi razlog svog postojanja, kada se urušavaju resursi poduzeća, kada u obavljanju djelatnosti prinosi počnu opadati i često dovode do gubitaka u poslovanju, kada se gubi prednost pred konkurencijom i kada menadžment ne reagira na podražaje, promjene i izazove. Ukoliko se navedenim problemima dodaju i nelikvidnost i insolventnost, koje uvijek prate poduzeća u poslovnim teškoćama, dolazi se do najčešćeg kriznog simptoma oboljelih poduzeća koji se iskazuje kao nesposobnost pravovremenog plaćanja dospjelih novčanih obveza, odnosno pomanjkanje (nedostatak) novčanih sredstava na računu poduzeća ili pak kao, što je puno teža opcija, blokada računa poduzeća.[43] Ako poslovna kriza u kojoj se poduzeće nalazi traje duže vremena, šanse za uspješnim oporavkom i preživljavanjem se smanjuju – slabo upravljanje krizom može, prema rezultatima istraživanja koje je provela Ucelly (2002), uništiti reputaciju poduzeća i dovesti do primjene zakonskih obveza, najčešće bankrota.[44] Goldman and Traverso (1997) ponudili su analizu koja ukazuje da je u slučaju ranog otkrivanja krize, i pod pretpostavkom da poduzeće ima dobar i uspješan menadžment, moguć napredak i da je saniranje krize relativno izvjesno i bez ozbiljnijih posljedica po poslovanje.[45] Dobro upravljanje krizom ne samo da može limitirati štete po imovinu poduzeća, njegovu reputaciju, postojeća radna mjesta i

[43] Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 10.
[44] Ucelly, L. (2002). The CEO's "how to" guide to crisis communications, *Strategy & Leadership*, V 30, N 2, str. 21-26. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 7.
[45] Goldman, S.B., Traverso, D.K. (1997). Don't look now, but you are having a crisis, *Risk management*, V 44, N 7, str. 42-46. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 7.

interese vlasnika, već može doprinijeti i unapređenju poslovanja, kao odgovoru menadžmenta na krizni poticaj.

Situacije koje ugrožavaju opstanak poduzeća i koje stvaraju potrebu za preokretom nastaju barem godinu i pol do dvije godine prije pojave vidljivih simptoma i mogu se prepoznati pomoću slabih signala upozorenja. Menadžment često ignorira takve rane signale i koncentrira sve snage i resurse na budući poslovni razvoj. Ignoriranje prvih simptoma krize vodi u negativnu samopojačavajuću dinamiku, sve dublju krizu koja može završiti stečajem. *Anticipativni krizni menadžment* bavi se aktivnostima sprječavanja nastanka krize. Najvažniji instrumenti ovog upravljanja su: *upravljanje rizicima, bonitet poduzeća, politika fleksibilnosti* te *sustavi ranog upozorenja*.[46] Analiza i nadzor rizika uključuje eksterne rizike (pravne, tehnološke, političke, tržišne), interne rizike (menadžerske, organizacijske, komunikacijske, kulturalne), operativne rizike (prodaje, proizvodnje, razvoja, logistike) i financijske rizike (likvidnosti, potraživanja, promjene tečaja). Bonitet (lat. bonus, bona, bonum) potječe od riječi dobar, i u ekonomskom smislu najčešće se odnosi na bankarsku definiciju sposobnosti otplate kredita. Politikom fleksibilnosti stvaraju se poslovne strukture i procesi koji utječu na brzinu reakcije i orijentiranost prema cilju određenog poduzeća u potencijalnoj krizi.

Istraživanja i predviđanja poslovnih poteškoća popularna su u akademskom i u poslovnom svijetu. Svaki dan vjerovnici diljem svijeta pozajmljuju goleme količine financijskih sredstava, a svakome racionalnom pozajmljivanju prethodi analiza kreditne sposobnosti i predviđanje dužnikova budućeg poslovanja. Akademski svijet nastoji poslovnom okruženju pružiti kvalitetne alate za prosudbu trenutne financijske pozicije i predviđanje budućeg stanja potencijalnih dužnika. Poslovni svijet, s druge strane, stvara informacijsku potražnju gdje postoji isprepletenost interesa i korisnika takvih studija. Razvijena je vrlo profitabilna djelatnost raznih vrsta savjetnika, procjenitelja, konzultanata, kreditnih i rating agencija te drugih organizacija koje svakodnevno prikupljaju najrazličitije podatke koje obrađuju i nude na tržištu. Praksa uključuje bankarske standarde poput *Basel II*, tzv. credit scoring modela koji je postao obvezan, i što je posljedično dovelo do daljnje popularizacije i povećanja značenja predviđanja poslovnih poteškoća. Budući da svaka banka mora procjenjivati rizik i kvantificirati gubitak pri stečaju, proširila se uporaba raznih metoda i modela za njegovo predviđanje. Popularni modeli u Sjedinjenim Američkim Državama su (među ostalima)

[46] Osmanagić Bedenik, N. (2003). Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb, Školska knjiga, str. 59.

Moodyjev RiskCalc, *CreditSightov BondScore*, *Kamakura-pristup, KMV pristup i Altmanov ZETA credit scoring*.[47]

Prethodna znanstvena istraživanja *ranih signala upozorenja*, odnosno zbirnih pokazatelja, od svojih početaka istražuju koje zakonitosti unutar financijskih izvještaja poduzeća najavljuju njihov bankrot. Većina znanstvenih istraživanja uzorak istraživanih poduzeća temelji na tržištu jedne države. Prvo istraživanje u području u kojem je korištena znanstvena metodologija objavljuje Beaver 1966. godine, kada pomoću 30 pojedinačnih financijskih omjera promatra 79 poduzeća u razdoblju od 1954. do 1964. godine (Beaver, 1966).[48] Za svako izabrano poduzeće u stečaju, izabrano je poduzeće bez poteškoća kao par, ali obavezno unutar iste djelatnosti i podjednake veličine imovine. U dijelu rada naslovljenom „Prijedlozi za buduća istraživanja" Beaver ističe kako se koristio jednostrukom analizom te predlaže korištenje višestruke analize. Edward I. Altman prihvaća prijedlog Beavera i 1968. objavljuje rad u kojem koristi multivarijantno istraživanje odnosa financijskih pokazatelja i vjerojatnosti za stečaj iz kojeg formira *Z-score model* (Altman, 1968).[49] Može se reći da prethodno navedenim istraživanjem započinje suvremena povijest istraživanja modela predviđanja poslovnih poteškoća. Z-score pokazatelj detektirao je pet najvažnijih financijskih omjera i pet pondera za procjenu stabilnosti poslovanja. Isti je naknadno više puta revidiran i prilagođen poduzećima koja nisu dionička društva, kao i poduzećima koja pripadaju neproizvodnim djelatnostima (Altman, 2000).[50] Altman, Haldeman i Narayanan (1977)[51] učinili su bitna unaprjeđenja Z-score modela pa su objavili ZETA analizu. Postigli su 70-postotnu točnost u predviđanju stečaja pet godina prije njegova nastupanja i 90-postotnu točnost u razdoblju jedne godine prije stečaja. U usporedbi sa Z-score modelom, ZETA model pokazuje znatno veću točnost predviđanja stečaja dvije do pet godina prije njegova nastupanja, dok se točnost predviđanja u vrijeme jedne godine prije stečaja gotovo podudara u oba modela. U razdoblju do danas, Altmanov Z-score je prihvaćen i primjenjivan na svim svjetskim tržištima, i iako je formiran na uzorku američkih poduzeća, popularizirao se kao alat za procjenu stabilnosti i

[47] Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, *Ekonomska misao i praksa*, G XVIII, B 2, str. 430.

[48] Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictor of Failure - Empirical Research in Accounting: Selected Studies, dodatak u *Journal of Accounting Research*, str. 91-101.

[49] Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, V XXIII, N 4, str. 589-609.

[50] Altman, E. (2000). Predicting Financial Distress of Companies. Izvor: http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf, str. 1-54.

[51] Altman, E., Haldeman, R., Narayanan, P. (1977). Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations, *Journal of Banking & Finance*, V LIV, N 5, str. 1855-1868.

ranu prognozu budućeg poslovanja poduzeća, neovisno o geografskom području na kojem tržište egzistira.

Istraživanja ranih signala neuspjeha u Republici Hrvatskoj rezultirala su sa *Business excellence (BEX) modelom,* kreiranim 2007. godine od strane prof.dr.sc. Vinka Belaka i dr.sc. Željane Aljinović Barač sa Ekonomskog fakulteta u Splitu, i to na uzorku hrvatskih dioničkih društava.[52] BEX model sastoji se od četiri financijska omjera, četiri pondera te sedam kategorija pomoću kojih BEX model predviđa poslovanje društva u bliskoj budućnosti.

Uz zbirne pokazatelje koji su predmet analize ovog istraživanja, u nastavku su prikazane alternativne metode predviđanja poslovnih teškoća. Uz naziv prikazane su prednosti i nedostaci metode, kao i istraživači koji su ih primjenjivali. Metode su: analiza opstanka, drvo odlučivanja, neuronske mreže, fuzzy rules metoda, multi-logit, metoda kumulativnih suma, metoda dinamične analize povijesnih događaja, model teorije kaosa, metoda multidimenzionalnih skala, linearno ciljno programiranje, višekriterijski pristup pomoći odlučivanju, analiza grubih setova, ekspertni sustavi i samoorganizirajuće mape.

Tablica 9. Alternativne metode istraživanja poslovnih teškoća

METODA	PREDNOSTI	NEDOSTACI	ISTRAŽIVAČI
Analiza opstanka (Survival analysis)	- uzima u obzir vremensku dimenziju poteškoća - predviđa vrijeme nastupa stečaja - dopušta vremensko variranje nezavisnih varijabla - nema pretpostavke dihotomne zavisne varijable - nema pretpostavke distribucije - upotrebljava više podataka - dopušta nasumično cenzuriranje - jednostavna interpretacija	- nije dizajnirana za klasifikaciju - pretpostavka: poduzeća u stečaju i ona koja to nisu pripadaju istoj populaciji - zahtijeva homogene duljine procesa stečajeva u uzorku - podložna multikolinearnosti	- Lane et al. (1986.) - Luoma & Laitinen (1991.) - Kauffman & Wang (2001.)
Drvo odlučivanja (Decision tree)	- nema snažnih statističkih zahtjeva prema ulaznim podacima - dopušta kvalitativne podatke - može se nositi s nepotpunim i „nečistim“ podacima - pristupačna za korisnika: jednostavan output - jednostavna procedura	- zahtijeva specifikacije prethodnih vjerojatnosti i troškova netočne klasifikacije - pretpostavka: dihotomna zavisna varijabla - relativna važnost pojedine varijable ostaje nepoznata - nemoguća direktna primjena	- Joos et al. (1998.) - Frydman et al. (1985.)
Neuronske mreže (Neural networks)	- ne koristi se prethodno programiranom bazom znanja - sposobna analizirati kompleksne uzorke - nema restriktivnih pretpostavka - dopušta kvalitativne i „nečiste“ podatke - može „nadvladati“ autokorelaciju	- problem „crne kutije“ - ne može se direktno primijeniti - zahtijeva podatke visoke kvalitete - varijable se oprezno moraju izabrati a priori - rizik predobrog podudaranja podataka	- Odom & Sharda (1990.) - Cadden (1991.) - Coats & Fant (1991., 1993.) - Fletcher & Goss (1993.) - Udo (1993.) - Wilson & Sharda (1994.) - Altman et al. (1994.)

[52] Belak, V, Barač Aljinović, Ž. (2008). Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Sinergija.

	- pristupačna za korisnika: jednostavan output - robusna i fleksibilna	- zahtijeva definiciju arhitekture - dugo vrijeme procesiranja - mogućnost nelogičnog ponašanja mreže - zahtijeva velik uzorak	- Boritz et al. (1995.) - Back et al. (1996a) - Bardos & Zhu (1997.) - Yang et al. (1999.) - Atiya (2001.) - Neophytou et al.(2001.)
Fuzzy pravila (Fuzzy rules)	- intuitivna baza	- ovisna o arbitrarnim „if-then“pravilima	- Spanos et al. (1999.)
Multi-logit	- uzima u obzir podatke iz više godina	- pretpostavka konzistentnosti signala	- Peel & Peel (1988.)
Metoda kumulativnih suma (Cumulative sum control chart, CUSUM)	- uzima u obzir podatke iz sadašnjosti i prošlosti - kratko pamti dobre rezultate, a dugo loše		- Theodossiou Kahya & Theodossiou (1996.)
Metoda dinamične analize povijesnih događaja (Dynamic event history analysis, DEHA)	- promatra stečaj kao proces, a ne kao događaj - dopušta vremensko variranje varijabla - dopušta nedostatak podataka		- Hill et al. (1996.)
Teorija kaosa (Chaos theory model)	- uzima u obzir podatke iz različitih razdoblja	- snažna pretpostavka: poduzeća bez problema su više kaotična	- Scapens et al. (1981.) - Lindsay & Campbell (1996.)
Metoda multidimenzinalnih skala (Multidimensional scaling, MDS)	- statistička karta s intuitivnom interpretacijom - robusna - dopušta visoko korelirane podatke - nema zahtjeva u svezi s distribucijom podataka - nema redukcije podataka	- nije dinamična (vremenski) - ne može se direktno primijeniti	- Mar-Molinero & Ezzamel (1991.) - Neophytou & Mar-Molinero (2001.)
Linearno ciljno programiranje (Linear genetic programming, LGP)	- nema distribucijskih zahtjeva - fleksibilna	- kompleksna	- Gupta et al. (1990.)
Višekriterijski pristup pomoći odlučivanju (Multi criteria decision aid approach, MCDA)			- Zopoudinis (1987.) - Zopoudinis & Dimitras (1998.) - Doumpos & Zopoudinis (1999.)
Analiza grubih setova (Rough set analysis)	- dopušta kvalitativne varijable - jednostavna i fleksibilna - pristupačna za korisnika	- kvantitativne se varijable moraju kodirati kao diskretne	- Slowinski & Zopoudinis (1995.)
Ekspertni sustavi (Expert systems)	- dopušta kvalitativne varijable - nema statističkih distribucijskih zahtjeva - pristupačna za korisnika	- mora se programirati predefinirana baza znanja - mora se determinirati heuristika - skupa, vremenski zahtjevna - nefleksibilna - osjetljiva na nepotpune i netočne podatke	- Messier & Hansen (1988.)
Samoorganizirajuće mape (Self-organizing maps, SOM)	- dopušta detektiranje regija povišenog rizika stečaja ili pogled na evoluciju stanja poduzeća - SOM s dvije razine nudi mogućnost istraživanja tipičnih puteva poteškoća	- zahtijeva prethodnu selekciju male skupine nezavisnih varijabla	- Kiviluoto & Bergius (1998.)

Izvor: Modificirano prema: Balcaen, S. Ooghe, H. (2004). Alternative methodologies in studies on business failure: do they produce better results than the classic statistical methods?, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2004-16, Vlerick Leuven Gent Management School, str. 40-42. Navedeno prema: Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, Ekonomska misao i praksa, G XVIII, B 2, str. 444-445.

Analize opstanka, drvo odlučivanja i neuronske mreže su češće korištene od ostalih alternativnih metoda istraživanja. Brojnost alternativnih metoda istraživanja poslovnih teškoća prikazuje nastojanja istraživača za primjenom najsuvremenijih matematičko-statističkih dostignuća u predviđanju budućih rezultata u poslovanju poduzeća.

2.4. Defenzivne i ofenzivne krizne strategije

Prema Plattu (1998) i Bibeaultu (1999) oporavak poduzeća u poslovnim teškoćama moguće je ostvariti u ovisnosti o stupnju ugroženosti poduzeća, i to na tri različite korporativne razine: *razini korporativne transformacije* (odnosno razini unapređenja oslabljene poslovne pozicije poduzeća), *razini korporativnog preokreta* (odnosno razini na kojoj se mora razriješiti problem kontinuiranih gubitaka u poslovanju) i *razini razrješenja krize* (odnosno razini preživljavanja krize).[53]

Razina korporativne transformacije fokusira se na ponovno ocjenjivanje i vrednovanje financijskog zdravlja poduzeća, njegovih politika, procedura, stupnja organiziranosti i slično, a sve s ciljem unapređenja performansi. U slučaju kada je poduzeće ugroženo na razini korporativne transformacije, ono gubi svoju poslovnu poziciju, dok se tržišni udjel, profitna marža i profitabilnost smanjuju. Ukoliko se ti trendovi nastave, poduzeće će u bliskom razdoblju početi iskazivati gubitke.[54] Kod razine korporativnog preokreta poduzeće iskazuje značajne poslovne teškoće, ali još uvijek ima dovoljno vremena i resursa da nađe operativno rješenje za oporavak. To je razina na kojoj poduzeće iskazuje kontinuirane gubitke u poslovanju, koji se još ne doživljavaju kao moguća prijetnja egzistenciji poduzeća. Međutim, ako se poslovanje s gubicima nastavi, poduzeće će se relativno brzo suočiti s prijetnjama po njen opstanak. Da bi se izbjegla opasnost kolapsa i mogućeg stečaja, poduzeće mora u što kraćem roku uspostaviti (ranije narušenu) profitabilnost poslovanja i pozitivan novčani tok.[55] Razina razrješenja krize podrazumijeva poduzeće u teškoćama koje se približava svom

[53] Platt, H. (1998). Principles of corporate renewal, University of Michigan press, str. 4-5; i Bibeault, B. (1999). Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers Into Winners, Washington DC., BeardBooks, str. 203-204. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 10-11.

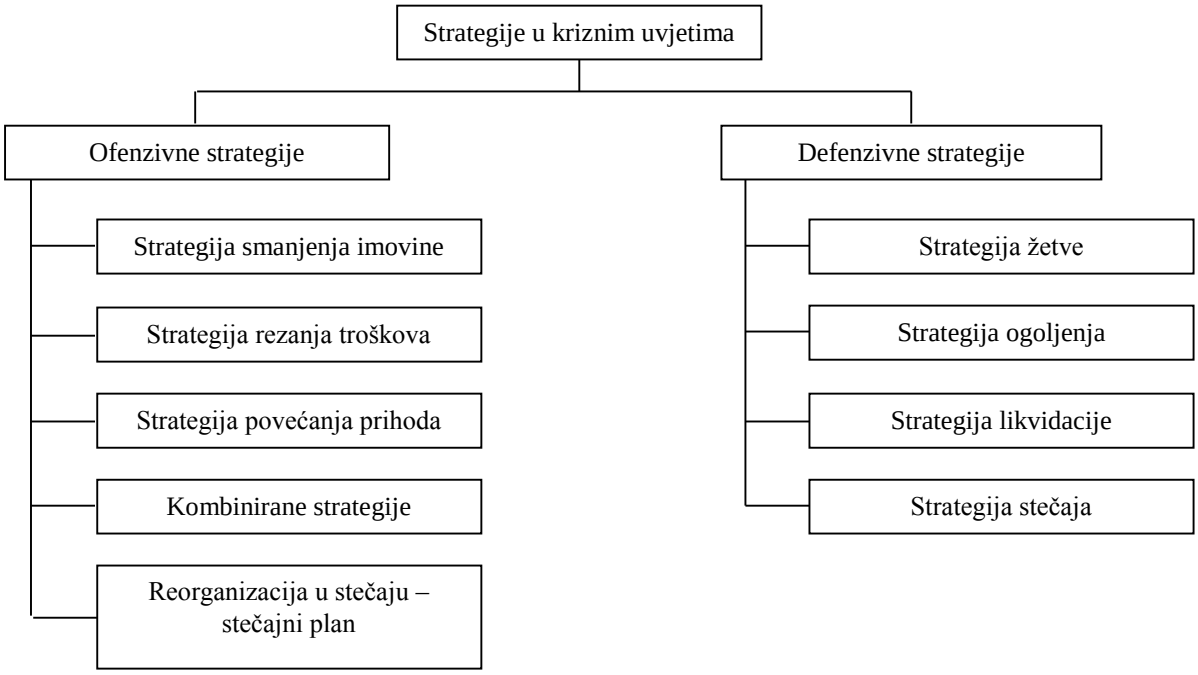
[54] Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 11.

[55] Whitney, J. O. (1999).Taking charge: management guide to troubled companies and turnarounds, Washington, D.C., Beard Books, str. 22. Navedeno prema: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 11.

poslovnom kraju jer mu je ugrožena egzistencija. U ovoj situaciji poduzeću prijeti stečaj ako se ne poduzmu drastične akcije usmjerene ka oporavku i preživljavanju poduzeća. Ova razina korporativnog oporavka rezultira ili preokretom koji se postiže u krizi, ili prodajom poduzeća, njegovom likvidacijom ili pak stečajem.[56]

Prethodno prikazane razine korporativnog oporavka uključuju primjenu ofenzivnih i defenzivnih kriznih strategija. Odabir kriznih strategija temelji se na potrebi identifikacije zdravih poslovnih djelatnosti koje treba sačuvati, poslovnih aktivnosti koje treba odbaciti i poslovnih djelatnosti koje treba razvijati. U tom cilju potrebno je izraditi scenarije ofenzivnih kriznih strategija (odnosno transformacije ili preokreta) kojima je cilj zadržati djelatnost, ili scenarije defenzivnih kriznih strategija kojima je cilj odbaciti i napustiti djelatnosti poduzeća, ili pak primijeniti njihovu kombinaciju koja će omogućiti da se dio djelatnosti zadrži, a dio aktivnosti odbaci i napusti. Moguće strategije u kriznim uvjetima prikazane su u nastavku.

Slika 4. Strategije u kriznim uvjetima



Izvor: Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 15.

Cilj ofenzivnih kriznih strategija je transformacija i preokret. Ofenzivne krizne strategije trebaju rezultirati fleksibilnom organizacijom u obliku centara odgovornosti, smanjenjem

[56] Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 11.

nepotrebne superstrukture, smanjenjem broja zaposlenih, dodatnim osposobljavanjem preostalih zaposlenika, redizajnom temeljnih poslovnih procesa s ciljem minimizacije ukupnih troškova i izgradnje konkurentske sposobnosti te jasnom strateškom orijentacijom prema osnovnim djelatnostima, koja će stvoriti pretpostavke za razvojno usmjerenje poduzeća.[57]

Aktivnosti koje *strategija smanjenja imovine* najčešće uključuje su prodaja imovine i redukcija investicija u postojeću imovinu poduzeća. Pogoni, zemljišta, zgrade, oprema, udjeli u drugim trgovačkim društvima, potraživanja od kupaca, zalihe, patenti i slično, predstavljaju imovinu koja se najčešće prodaje u cilju brzog dolaska do novca poduzeća u krizi. Kada je poduzeću potreban svježi kapital, događa se da poduzeća prodaju i imovinu koja im je neophodna za poslovanje – da bi od kupca (tu istu imovinu) uzeli u zakup i putem korištenja imovine uzete u zakup osigurali kontinuitet obavljanja svojih operacija. U slučaju *strategije rezanja troškova*, načini realizacije uključuju smanjenje troškova plaća, smanjenje broja zaposlenih, smanjenje izdataka za propagandu, smanjenje obujma narudžbi u cilju smanjenja zaliha, supstitucija skupljih dobavljača jeftinijim, eliminacija neprofitabilnih aktivnosti i aktivnosti koje generiraju nisku dodanu vrijednost. *Strategija povećanja prihoda* uključuje: uvođenje novih proizvoda, unapređenje osobina postojećih proizvoda, akcijske prodaje bez smanjenja cijena, ali uz pogodnosti za kupce, smanjenje cijena, dodatne usluge kupcu, uvođenje dodatnih servisa i jamstava za kupce; i sve aktivnosti su usmjerene na povećanje novčanih primitaka u kratkom roku. U iznimno rijetkim situacijama (kad kupci nisu osjetljivi na cijenu proizvoda/usluge) jedan od brzih načina povećanja prihoda predstavlja podizanje cijena. *Kombinirane strategije* najčešće se koriste u kriznim situacijama koje iziskuju nužnost brzog djelovanja menadžmenta u okolnostima kada je održivost poduzeća ugrožena i kada nema vremena za čekanje da efekti neke od prethodno navedenih strategija (smanjenja imovine, rezanja troškova, povećanja prihoda) postanu vidljivi. *Strategija reorganizacije u stečaju* odstupa od općeg načela stečajnog postupka po kojem se imovina stečajnog dužnika unovčava i služi za isplatu vjerovnika. Stečajni plan služi kao osnova za uređivanje pravnog položaja dužnika i njegova odnosa prema vjerovnicima, osobito radi održavanja njegove djelatnosti. Nakon otvaranja stečajnog postupka dopušteno je izraditi stečajni plan kojim se odstupa od zakonskih odredbi o unovčenju i raspodjeli stečajne mase. Stečajnim planom može se dužniku ostaviti svu ili dio imovine radi nastavljanja poslovanja, prenijeti dio ili svu

[57] Ibid, str. 15-16.

imovinu na jednu ili više već postojećih osoba, ili osoba koje će tek biti osnovane, dužnika pripojiti drugoj osobi ili spojiti s jednom ili više osoba, prodati svu ili dio imovine dužnika, raspodijeliti svu ili dio imovine dužnika između vjerovnika, odrediti način namirenja vjerovnika, smanjiti ili odgoditi isplatu obveza dužnika, obveze dužnika pretvoriti u kredit i slično. Postupak uređenja odnosa dužnika i njegovih vjerovnika na temelju stečajnog plana sastoji se od dvije etape: pripreme te prihvaćanja plana. U prvoj se, pripremnoj etapi, inicira podnošenje stečajnog plana, izlaganje plana i odlučivanje o njegovoj dopustivosti. U drugoj se etapi, etapi prihvaćanja stečajnog plana, raspravlja i glasuje o planu na ročištu vjerovnika. Stečajni se plan sastoji od pripremne i provedbene osnove. U pripremnoj se osnovi stečajnog plana navode mjere koje su poduzete prije otvaranja stečajnog postupka ili se još trebaju poduzeti, kako bi se stvorili temelji za planirano ostvarivanje prava sudionika, vjerovnika. Pripremna osnova mora sadržavati i sve ostale podatke o osnovama i posljedicama plana koji su značajni za donošenje odluke vjerovnika o planu i za njegovu sudsku potvrdu. U provedbenoj se osnovi stečajnog plana navodi kako će se planom izmijeniti pravni položaj dužnika i drugih sudionika u postupku. Ako stečajnim planom nije drukčije određeno, dužnik se namirenjem stečajnih vjerovnika u skladu s provedbenom osnovom oslobađa svojih preostalih obveza prema tim vjerovnicima. Sudionici u stečajnom planu razvrstavaju se pri utvrđivanju njihovih prava u skupine. Svim se sudionicima pojedine skupine stečajnim planom moraju osigurati ista prava. Plan je prihvaćen ako je u svakoj skupini većina vjerovnika glasala za plan i ako zbroj tražbina vjerovnika koji su glasali za plan najmanje dvostruko premašuje zbroj tražbina vjerovnika koji su glasali protiv toga da se plan prihvati. Budući da se strategija reorganizacije putem stečajnog plana provodi u stečajnom postupku, to se, čim rješenje o potvrdi plana postane pravomoćno, rješenjem zaključuje stečajni postupak. Sukladno elementima stečajnog plana, dužnik (najčešće) reorganiziran i saniran nastavlja s poslovanjem, uz bitno izmijenjenu strukturu vlasničke glavnice – iz koje nestaju „stari“ osnivači i u koju ulaze novi vlasnici, najčešće vjerovnici stečajnog dužnika.[58]

Za razliku od ofenzivnih kriznih strategija, ukoliko se strateškom analizom utvrdi da neka od djelatnosti poduzeća ili poduzeće u cjelini nema izglednu budućnost, onda tu djelatnost poduzeće može napustiti: preorijentacijom poslovanja u drugu industriju, prodajom poduzeća, likvidacijom (gašenjem) poduzeća ili stečajem nad poduzećem. Iz navedenog

[58] Ibid, str. 19-20.

slijedi da defenzivne krizne strategije predstavljaju *strategije izlaska (end game strategy, exit strategy), napuštanja djelatnosti*.[59]

Strategija žetve u literaturi katkad nazvana i strategija ubiranja plodova je posebna vrsta izlazne, defenzivne strategije, kojom se žele maksimizirati kratkoročni poslovni rezultati poduzeća. Strategija žetve se sastoji od kontroliranih dezinvesticija u poduzeće (ili njegovu poslovnu jedinicu) kako bi se poboljšao cash flow u razdoblju izlaska poduzeća iz industrije. U aktivnostima realizacije ove strategije menadžment smanjuje kapitalna ulaganja, bitno manje se troši na održavanje, propagandu, istraživanja, distribucijske kanale, broj proizvoda u asortimanu, eliminiraju se manji kupci i slično, a sve kako bi se smanjili troškovi i time povećali novčani primitci poduzeća u kratkom roku. Napuštanje djelatnosti korištenjem *krizne strategije ogoljenja*, odnosno prodaje cijelog poduzeća ili samo dijela poduzeća, izbor je koji se koristi: kad ne postoji održiva konkurentska prednost istog poduzeća, kad se značajno mijenja misija i vizija poduzeća u koje se dio poduzeća koji se prodaje ne uklapa, ili ako postoje posebni financijski motivi vlasnika poduzeća. *Likvidacija poduzeća* je, uz strategiju stečaja, najmanje poželjna od svih defenzivnih strategija koje rezultiraju prestankom obavljanja djelatnosti i koristi se tek onda kad nijedna druga strategija nema šanse za uspjeh. No, planski i sustavno provedeno gašenje poslovnog subjekta u postupku likvidacije može, u pojedinim situacijama (kad poduzeće raspolaže vrijednom imovinom), stvoriti veći cash flow nego što je tržišna vrijednost dionica/udjela prije likvidacije. Posljednja u nizu ofenzivnih kriznih je *strategija stečaja* koja uz strategiju likvidacije, predstavlja end game izlaznu strategiju. Stečajni postupak je sudski izvanparnični postupak koji se provodi radi skupnog namirenja vjerovnika stečajnog dužnika (poduzeća u krizi), unovčenjem njegove imovine i podjelom prikupljenih sredstava vjerovnicima. U realizaciji strategije stečaja dopušteno je (kako je to već prethodno prikazano u ofenzivnoj strategiji reorganizacije u stečaju) stečajnim planom odstupiti od unovčenja i raspodjele stečajne mase.[60]

Ovisno o procjeni menadžmenta poduzeća, stečaj može značiti smrt poduzeća jednako kao i priliku za novi početak. Ukoliko se kao optimum procijeni likvidacija poduzeća ili dijela djelatnosti, stečajni postupak za cilj ima gašenje djelatnosti. Ukoliko se odabere nastavak rada, slijedi odabir kriznih strategija među kojima je restrukturiranje putem stečajnog plana.

[59] Ibid, str. 21.
[60] Ibid, str. 25.

2.5. Z-score i Business excellence: zbirni pokazatelji poslovnih performansi

U kontekstu procjene financijskog položaja poduzeća i kriznog menadžmenta s ciljem ranog signaliziranja opasnosti, u istraživanju će se koristiti Z-score i Business excellence zbirni pokazatelji. Z-score i BEX indeks koriste se za utvrđivanje trenutnih poslovnih performansi, a s određenom točnošću predviđaju i buduće poslovne performanse, odnosno stečaj.

Edward I. Altman 1968. godine objavljuje *Z-score pokazatelj* za predviđanje od stečaja i ukupan izraz uspješnosti, formiran na uzorku od 33 bankrotirana i uspješna američka poduzeća.[61] Z-score model, koji će se koristiti u ovom istraživanju, sastoji se od pet financijskih omjera i pet pondera:

X_1 = radni kapital/ukupna imovina
X_2 = zadržana dobit/ukupna imovina
X_3 = EBIT/ukupna imovina
X_4 = tržišna vrijednost glavnice/knjigovodstvena vrijednost obveza
X_5 = neto prodaja/ukupna imovina

$$\mathbf{Z = 1.2X_1 + 1.4X_2 + 3.3X_3 + 0.6X_4 + 0.999X_5}$$

Z veći od 2.99: sigurna zona, nema opasnosti od bankrota
1.81 – 2.99: siva zona, očekuje se kriza za najviše dvije godine
Z manji od 1.81: prijetnja bankrota, potrebno preispitati poslovanje

Financijski omjer X_1 u brojniku sadrži radni kapital koji predstavlja razliku kratkotrajne imovine (gotovine, utrživih vrijednosnica, zaliha, potraživanja) i kratkoročnih obveza (spontano financiranje, trgovački kredit, vremenska razgraničenja poreza i plaća, osigurane i neosigurane pozajmice, komercijalni zapisi). Ukoliko poduzeće ima negativni radni kapital, također ima problema u pokriću kratkoročnih obveza. Brojnik financijskog omjera X_2 sastoji se od zadržanih zarada koje predstavljaju profite iz prošlih razdoblja koje tvrtka nije isplatila dioničarima kroz dividendu. Na povećanje zadržane dobiti utječe neto dobit obračunskog razdoblja, a na smanjenje utječu raspoređivanje dividendi i eventualno gubitak tekućeg obračunskog razdoblja. Kad ne bi bilo nikakvog zadržavanja i kad bi se sve zarade isplaćivale kao dividende, ne bi bilo investicija. Faktor X_3 ukazuje na sposobnost poduzeća da upotrebom svoje imovine ostvari zaradu prije kamata i poreza (EBIT). EBIT je važna mjera jer omogućuje podmirenje kreditora, obveza prema državi i dioničara. Brojnik faktora X_4,

[61] Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, *Journal of Finance*, Vol. XXIII, No. 4, str. 589-609.

tržišna vrijednost glavnice ili tržišna kapitalizacija, predstavlja umnožak tržišne cijene dionice i broja dionica poduzeća. Ukoliko poduzeće ima značajnu tržišnu kapitalizaciju, a zapadne u financijske poteškoće, može izdati nove dionice. Ovaj faktor govori koliko imovina može izgubiti na vrijednosti prije nego poduzeće postane insolventno. Koeficijent obrtaja ukupne imovine X_5 pokazuje koliko prihoda se stvara iz imovine poduzeća.

Prema modelu, Z-score vrijednost poduzeća niža od 1,81 ukazuje na veliku opasnost od pokretanja stečajnog postupka, dok vrijednost iznad 2,99 znači da se radi o financijski stabilnom poduzeću. Vrijednosti unutar intervala 1,81 do 2,99 predstavljaju sivu zonu. Altman je utvrdio da preciznost formule opada kako se produžuje vremenski rok predviđanja: 1 godina prije pokretanja stečajnog postupka – 95% točnosti, 2 godine – 72%, 3 godine – 48%, 4 godine – 29%, 5 godina – 36%.[62]

Iako mnoga istraživanja potiču upotrebu Altmanovog modela, kao nedostatak Z-score modela ističe se što je zasnovan na temelju proizvodnih poduzeća pa je njegova primjena za ostale industrije diskutabilna. Također, bankroti koje je Altman istraživao dogodili su se u razdoblju od 1946. do 1965. godine pa se s obzirom na današnje uvjete poslovanja ne može sa sigurnošću potvrditi korisnost iskustava proizašlih iz tadašnjih istraživanja. Određena istraživanja su utvrdila da je Z-score korisniji pri predviđanju financijskih poteškoća nego pri predviđaju bankrota. Uz prethodne, nedostatak Z-score modela je što ne sadrži nefinancijske informacije (tužbe, štrajkove) koji mogu dovesti do bankrota.

S obzirom na nedostatke prvog definiranog modela, 1983. godine objavljen je i Z'-score model prilagođen poduzećima koja nisu prisutna na burzi.[63] Intervencija se odnosila na četvrti pokazatelj koji u brojniku ima tržišnu vrijednost glavnice (tržišnu vrijednost običnih i preferencijalnih dionica), koji je zamijenjen knjigovodstvenom vrijednosti glavnice.

X_4' = knjigovodstvena vrijednost glavnice/knjigovodstvena vrijednost obveza

$$\mathbf{Z' = 0{,}717X_1 + 0{,}847X_2 + 3.107X_3 + 0.420X_4' + 0.998X_5}$$

Z' veći od 2.90: sigurna zona, nema opasnosti od bankrota
1.23 – 2.90: siva zona, očekuje se kriza za najviše dvije godine
Z' manji od 1.23: prijetnja bankrota, potrebno preispitati poslovanje

[62] Altman, E. (2000). Predicting Financial Distress of Companies. Izvor: http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf, str. 23.
[63] Ibid, str. 25.

Prilikom tumačenja korigiranog Z'-score modela potrebno je obratiti pozornost na nove pondere, kao i nove kritične vrijednosti, odnosno intervale.

Dodatno je objavljen i Z''-score model prilagođen neproizvodnim poduzećima, u kojem se peti pokazatelj (neto prodaja/ukupna imovina) eliminirao iz formule zbog razlika među različitim djelatnostima te su izmijenjeni intervali rezultata pokazatelja:[64]

$$\mathbf{Z'' = 6{,}56X_1 + 3{,}26X_2 + 6{,}72X_3 + 1{,}05X_4'}$$

Z'' veći od 2.6: sigurna zona, nema opasnosti od bankrota
1.1 – 2.6: siva zona, očekuje se kriza za najviše dvije godine
Z'' manji od 1.1: prijetnja bankrota, potrebno preispitati poslovanje

Prof.dr.sc. Vinko Belak i dr.sc. Željana Aljinović Barač 2007. godine su objavili *Business Excellence pokazatelj* za procjenu poslovne izvrsnosti koji je nastao na temelju javno dostupnih financijskih izvještaja poduzeća na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj. BEX model se sastoji od četiri pokazatelja (profitabilnosti, stvaranja vrijednosti, likvidnosti i financijske snage) s određenim ponderima utjecaja:[65]

ex_1 = (neto dobit+kamate)/ukupna imovina
ex_2 = neto dobit/(vlastiti kapital*cijena)
ex_3 = radni kapital/ukupna imovina
ex_4 = 5*(dobit+amortizacija, deprecijacija, pokrića svih obveza tim novcem)/ukupne obveze

$$\mathbf{BEX = 0{,}388ex_1 + 0{,}579ex_2 + 0{,}153ex_3 + 0.316ex_4}$$

BEX indeks	Rang poslovne izvrsnosti	Prognoza za budućnost
veći od 6,01 (4 godine uzastopno)	svjetska klasa	Tvrtka posluje s izvrsnim rezultatima što se može očekivati i u iduće 4 godine, ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
veći od 6,01	kandidat za svjetsku klasu	Tvrtka posluje izvrsno što se može očekivati i u sljedeće 3 godine, ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
4,01 – 6,00	izvrsno	Tvrtka posluje izvrsno što se može očekivati i u sljedeće 3 godine, ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
2,01 – 4,00	vrlo dobro	Tvrtka posluje vrlo dobro što se može očekivati i u sljedeće 2 godine, ako menadžment nastavi s unaprjeđenjima.
1,01 – 2,00	dobro	Tvrtka posluje dobro, ali se poboljšanje može očekivati samo ako se pristupi unaprjeđenjima.
0,00 – 1,00	granično područje između dobrog i lošeg	Poslovna izvrsnost je pozitivna, ali nije zadovoljavajuća. Potrebno je pristupiti ozbiljnim unaprjeđenjima.
manji od 0,00	loše	Ugrožena je egzistencija. Potrebno je žurno pristupiti restrukturiranju i unaprjeđenjima, inače će se loše poslovanje nastaviti pa postoji opasnost od propasti (vjerojatnost je preko 90%).

[64] Ibid, str. 27.
[65] Belak, V, Barač Aljinović, Ž. (2008).Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Sinergija, str. 34.

Prvi faktor BEX modela, ex_1 (faktor profitabilnosti), ukazuje na izvrsnost poduzeća koristeći kategoriju dobiti prije kamata i poreza (EBIT) i nema veliki utjecaj na konačnu veličinu BEX indeksa jer je riječ o takozvanom tromom pokazatelju, čija je temeljna svrha stabiliziranje BEX modela. Njegova uloga je veća kad se poslovna izvrsnost procjenjuje po segmentima. Drugi faktor modela, ex_2 (faktor stvaranja vrijednosti), bazira se na ekonomskom profitu – dobiti koja prekoračuje cijenu vlastitog kapitala. Ovdje se u izračunu koristi kategorija neto poslovne dobiti kako bi se izbjegli utjecaju izvanrednih događaja na rezultat poslovanja. Cijena vlastitog kapitala je izračunata iz umnoška vlasničkog kapitala i cijene kapitala koju bi vlasnici mogli ostvariti iz alternativnih, relativno bezrizičnih ulaganja. Pod vlasničkim kapitalom podrazumijeva se upisani kapital, uvećan za eventualne dobitke i rezerve. Za potrebe BEX modela cijena kapitala je aproksimirana stopom kamate na vezanu štednju u bankama (4%). Ako je faktor ex_2 veći od jedan, tvrtka stvara vrijednost, a ako je manji od jedan tvrtka jede svoju supstancu. Treći faktor modela, ex_3 (faktor likvidnosti), iskazuje se omjerom radnog kapitala prema ukupnoj aktivi, gdje je granična mjera likvidnosti 25% radnoga kapitala u odnosu na aktivu. Četvrti faktor modela ex_4 temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti, što je dobit uvećana za amortizaciju i deprecijaciju te pokrića svih obveza tim novcem. Standardna mjera pokrića obveza slobodnim novcem iznosi 20%. Taj pokazatelj nema linearni utjecaj. Naime, što god se u kraćem vremenu obveze pokrivaju iz zarade od novčanog tijeka, njegov utjecaj na izvrsnost progresivno raste. U modelu je maksimalna vrijednost tog pokazatelja ograničena na deset jer je naknadnim istraživanjima utvrđeno da skraćenje vremena pokrića obveza iz dobiti i amortizacije ispod šest mjeseci više ne utječe bitno na izvrsnost. Kod duljeg vremena pokrića obveza iz zarade od novčanog tijeka, utjecaj tog pokazatelja degresivno pada. Na primjer, kod investiranja zaduživanjem ex_4 se smanjuje jer se financijski rizik povećava. Međutim, odmah nakon aktiviranja investicije i prvom obračunu amortizacije financijska snaga se vraća, a kod prvog ostvarenja dobiti temeljem te investicije financijska se snaga potpuno stabilizira. Financiranje emisijom novih dionica ne utječe na ex_4, ali utječe na ex_2 jer se time povećava vlastiti kapital i njegov trošak.

BEX model omogućuje i procjenu poslovne izvrsnosti po područjima izvrsnosti, tj. posebno za profitabilnost, stvaranje vrijednosti, likvidnost i snagu financiranja. Takve detaljne segmentalne provjere omogućuju poduzimanje akcija u područjima gdje su pokazatelji nezadovoljavajući. Granične mjere svakog segmenta poslovne izvrsnosti dobiju se uvrštavanjem kontrolnih mjera u BEX model:

BEX = 0,388 x 17,20% + 0,579 x 1,0 + 0,153 x 25% + 0,316 x 1 = 1,0

Za faktor profitabilnosti ex_1 odnos EBIT-a i aktive treba biti 17,20%. Veći postotak je bolji, a manji lošiji za poduzeće. Ako je faktor stvaranja vrijednosti ex_2 veći od jedan, poduzeće stvara vrijednost iznad cijene vlastitog kapitala, a ako je manji od jedan, poduzeće jede svoju supstancu. Ako je faktor likvidnosti ex_3 25% ili veći – to je pozitivno, a ako je manji ili negativan – to je loše za poslovanje poduzeća. Snaga financiranja je bolja što je faktor ex_4 veći od jedan, a lošija što je manji od jedan.

2.6. Stečajni postupak: smrt gospodarskog subjekta ili prilika za novi početak

Naziv stečaj nastao je prijevodom njemačke istoznačnice „konkurs“, koja dolazi od latinskog *concursus* što u prijevodu znači „strka, trčanje zajedno, sukob, sraz“ ili točnije od latinskog *concursus creditorium* što je u prijevodu „strka vjerovnika“.[66] Ovakav prijevod slikovito opisuje okruženje u kojem poduzeće u stečaju egzistira. U hrvatskom jeziku kao istoznačnica stečaja se koristi i riječ bankrot. *Banca rotta* ili *banca rupta*[67] na talijanskom jeziku označava „trulu, pokvarenu ili razbijenu trgovačku klupu“.[68]

Pojam stečaj najčešće budi negativan osjećaj i viziju kraja poslovanja nekog poduzeća u kojoj radnici postaju vjerovnici, a sudskim postupcima se ne nazire red niti kraj. Stečaj je zamišljen da bude pokrenut od dotadašnjeg menadžmenta poduzeća, jer se time menadžment štiti od kaznenog progona, a vjerovnike se navodi na suradnju i postizanje dogovora. U Republici Hrvatskoj dojam je da stečajeve najčešće aktivira država po sili zakona, ako čak i ona nije propustila to učiniti.[69] Vjerovnici, iako najčešće značajno oštećeni, propuštaju pokrenuti

[66] Sajter, D., Hudaček., L. (2009). Temeljni pojmovi i nazivi stečajnog prava, Rasprave instituta za hrvatski jezik i jezikoslovlje, str. 313.

[67] njem. Bankrott, eng. Bankruptcy

[68] Gnjevni vjerovnici su znali razbiti dužnikovu klupu.

[69] Pravna praksa stečaja u Republici Hrvatskoj postoji od 1994. godine (Zakon o prisilnoj nagodbi, stečaju i likvidaciji, NN 54/94), a do današnjih dana pravna materija stečajnog postupka obuhvaća: Stečajni zakon (NN 11/96), Zakon o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 29/99), Odluku o proglašenju Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 129/00), Zakon o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 123/03), Uredbu o izmjeni Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 197/03), Uredbu o izmjeni Zakona o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 187/04), Zakon o izmjenama i dopunama Stečajnog zakona (NN 82/06), Zakon o osiguranju potraživanja radnika u slučaju stečaja poslodavaca (NN 86/08) i Zakon o dopunama stečajnog zakona (NN 116/10). Pravilnici koji se koriste u stečajnom postupku su: Pravilnik o

stečajni postupak izbjegavajući i prepuštajući odgovornost nekome drugome. Posljedica ovakve prakse je da javnost u Republici Hrvatskoj nije sposobna razlikovati poštene od nepoštenih stečajeva.[70] Ovaj problem prisutan je u cijeloj Europi pa Europska unija smatra ključnim uklanjanje negativnih konotacija vezanih uz stečaj poduzeća i loše reputacije koja prati neuspješne poduzetnike. Smatra se da je određeni stupanj neuspjeha kompatibilan s odgovornim inicijativama i preuzimanjem rizika u kojem se stečaj poduzeća promatra kao prilika za učenje. Općenito uzevši, očekuje se da neuspješni poduzetnici uče iz vlastitih grešaka i da su zato poslije još sposobniji biti uspješni.[71]

Otvoriti stečaj u Republici Hrvatskoj znači pokrenuti stečajni postupak čiji krajnji ishod može biti *zatvaranje poduzeća* (likvidacija dužnika i nestanak pravne osobe) ili *restrukturiranje i preustroj pod stečajnim planom*, odnosno nastavak rada poduzeća.[72] Svako osnivanje poduzeća, u pravnom smislu, uređeno je zakonom na način da osnivači (poduzetnici, investitori) formalno i pravnim aktima definiraju osnivačka (vlasnička) prava i obveze prema poduzeću. Nakon što poduzeće upisom u sudski registar stekne status pravne osobe, ono je pravno sposobno i odgovorno za preuzimanje obveza, odnosno slobodno je sklapati ugovore. Kao takvo, poduzeće je dužno ispunjavati svoje obveze prema svim sudionicima u poslovanju. Iz tog razloga i s financijskog gledišta, stečaj se manifestira kao pad poslovne aktivnosti koji može prekinuti kontinuitet poslovanja, a izazvan je zbog nesposobnosti plaćanja obveza, odnosno *insolventnosti* ili *prezaduženosti*.[73] Navedene financijske poteškoće, insolventnost i prezaduženost, ujedno su opravdani razlozi za pokretanje stečajnog postupka. Dužnik je nesposoban za plaćanje ako ne može trajnije ispunjavati svoje dospjele novčane obveze, a smatra se da je nesposoban za plaćanje ako ima nepodmirene obveze kod

---

utvrđivanju liste stečajnih upravitelja (NN 65/07), Pravilnik o programu stručnog ispita za stečajnog upravitelja i načina njegova polaganja (NN 110/06) i Pravilnik o sadržaju obrasca zahtjeva radnika za ostvarivanja prava u slučaju stečaja poslodavca (NN 128/08 i 34/10). Također, dodatne uredbe kojima se uređuje stečajna praksa u Republici Hrvatskoj su: Uredba o kriterijima i načinu obračuna i plaćanja nagrada stečajnim upraviteljima (NN 189/03) te drugi akti poput Statuta Agencije za osiguranje radničkih potraživanja u slučaju stečaja poslodavca (NN 50/09) te Pravilnik o načinu zaprimanja izjave o adresi radi dostave u sudskim postupcima (NN 55/09).

[70] Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, doktorska disertacija, Sveučilište u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 6.

[71] Izvor: http://europa.eu.int/youreurope/nav/en/business/content/eu/businesslife/bankruptcy/en.html. Navedeno prema: Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, doktorska disertacija, Sveučilište u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 2.

[72] Novak, B., Sajter, D., Hadrović Zekić, B. (2006). Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim: "Wie real ist ein Europa der zwei Geschwindigkeiten", Marijanović, Goran; Wentzel, Dirk (ur.). Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim, str. 1.

[73] Kružić, D. (2012). Krizni management – radni materijali Poslijediplomskog specijalističkog studija 2009/2010, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu.

banke koja za njega obavlja poslove platnog prometa u razdoblju duljem od 60 dana, a koje je trebalo na temelju valjanih osnova za naplatu, bez daljnjeg pristanka dužnika naplatiti s bilo kojeg računa dužnika. Prezaduženost podrazumijeva situaciju u kojoj dužnikova imovina ne pokriva postojeće obveze.

Stečajni postupak u Republici Hrvatskoj moguće je provesti nad *pravnim osobama*, odnosno *trgovačkim društvima* uključujući *obrtnike* i *trgovce pojedince*. Postupak nije moguće provesti nad Republikom Hrvatskom, fondovima koji se financiraju iz proračuna Republike Hrvatske, mirovinskim i invalidskim fondovima djelatnika, samostalnih gospodarstvenika i individualnih poljoprivrednika, Hrvatskim zavodom za zdravstveno osiguranje te jedinicama lokalne samouprave i uprave.

Stečajnu proceduru vode tijela stečajnog postupka: *stečajni sudac*, *stečajni upravitelj*, *skupština vjerovnika* i *odbor vjerovnika,* dok stečajni postupak mogu pokrenuti *dužnici* ili *vjerovnici* poduzeća. U slučaju da vjerovnik pokreće stečajni postupak, nužno je da učini vjerojatnim postojanje svoje tražbine i kojeg od stečajnih razloga. Dužnik je, po zakonu, obvezan pokrenuti stečajni postupak podnošenjem stečajnog prijedloga u roku 21 dan od nastupanja nesposobnosti za plaćanje. Prijedlog za pokretanje stečajnog postupka upućuje se sudu prema sjedištu dužnika, nakon čega sud razmatra prijedlog i otvara stečajni postupak. Uprava koja je do tada vodila društvo prestaje djelovati, a sud imenuje stečajnog upravitelja. Funkcija stečajnog upravitelja je da ispita stanje i oblikuje prijedloge o kojima odlučuju vjerovnici.

Dakle, stečajni postupak provodi se kao izvanparnični sudski postupak s ciljem istodobnog i ujednačenog namirenja svih stečajnih vjerovnika, koje se ostvaruje unovčenjem dužnikove imovine. Stečajni vjerovnici namiruju se prema isplatnim redovima, i to na način da se vjerovnici kasnijeg reda namiruju nakon što se vjerovnici prethodnog isplatnog reda u cijelosti podmire, dok se vjerovnici istog isplatnog reda namiruju razmjerno veličini svojih tražbina.[74]

[74] Proceduralno, dužnosti vjerovnika podrazumijevaju da: stečajni vjerovnici podnose prijavu tražbine stečajnom upravitelju; izlučni vjerovnici samo obavještavaju stečajnog upravitelja o svom izlučnom pravu (kada na nekom predmetu koji nije imovina stečajnog dužnika imaju kakvo stvarno ili osobno pravo na izdvajanje predmeta iz stečajne mase stečajnog dužnika); razlučni vjerovnici imaju pravo izbora i to: (a) samo obavijestiti stečajnog upravitelja o svom razlučnom pravu, (b) podnijeti prijavu tražbine kao stečajni vjerovnici, (c) navesti iznos do kojeg njihova tražbina predvidivo neće biti pokrivena razlučnim pravom i za razliku podnijeti prijavu tražbine kao stečajni vjerovnik; vjerovnici stečajne mase ne podnose prijavu tražbine, već od stečajnog upravitelja zahtijevaju ispunjenje; za radnike i bivše radnike stečajnog dužnika prijavu tražbina sastavlja stečajni

Procedura stečajnog postupka vezuje se uz ročišta čiji se pozivi objavljuju u Narodnim novinama. S obzirom na predmet, postoje sljedeća ročišta: *opće ispitno* i *posebno ispitno ročište; izvještajno ročište; skupštine vjerovnika* i *završno ročište*. *Ispitno ročište* ima svrhu da se stečajni upravitelj izjasni o svakoj prijavljenoj novčanoj tražbini stečajnog vjerovnika, odnosno da tražbinu prizna ili odbaci. Svrha *izvještajnog ročišta* je da stečajni upravitelj podnese izvještaj o gospodarskom položaju dužnika i njegovim uzrocima, a vjerovnici odluče o nastavku poslovanja te o načinu i uvjetima prodaje imovine.[75] Na *sjednici skupštine vjerovnika* vjerovnici odlučuju o svim pitanjima od važnosti za provedbu i okončanje stečajnog postupka. Vjerovnici od stečajnog upravitelja traže obavijesti i izvještaje o vođenju poslova i stanju stečajne mase. Smatra se da je na skupštini vjerovnika odluka donesena ako zbroj iznosa tražbina stečajnih vjerovnika koji su glasovali za neku odluku iznosi više od zbroja iznosa tražbina vjerovnika koji su glasovali protiv te odluke. *Završno ročište* održava se ukoliko u stečajnom postupku postoji stečajna masa čije je unovčenje okončano. Vjerovnici odlučuju o završnom računu stečajnog upravitelja, podnose prigovore na završni popis te odlučuju o neunovčivim predmetima stečajne mase. Stečajni postupak se zaključuje nakon što se okonča unovčenje i diobama podijeli stečajna masa stečajnog dužnika. Otvoreni stečajni postupak se obustavlja i zaključuje ako se nakon otvaranja stečaja utvrdi da stečajna masa nije dostatna niti za pokriće troškova postupka,[76] odnosno ako se nakon otvaranja stečaja utvrdi da je stečajna masa dostatna za pokriće troškova, ali nedostatna za ispunjenje ostalih dospjelih obveza stečajne mase.[77] Kod dužnika pojedinca otvoreni stečajni postupak obustavlja se i zaključuje ako bude pruženo jamstvo da nakon toga neće biti nesposoban za plaćanje,[78] odnosno uz suglasnost stečajnih vjerovnika.[79]

Predviđeni tipovi stečajnog postupka u Stečajnom zakonu su: *prethodni stečajni postupak, skraćeni stečajni postupak i stečaj male vrijednosti.* U *prethodnom stečajnom postupku*, koji nije obvezan i ne provodi se uvijek, utvrđuje se postoje li razlozi za pokretanje klasičnog stečajnog postupka. Prethodni postupak je obvezan ukoliko vjerovnik predlaže stečaj nad dužnikom, no ukoliko dužnik sam predlaže stečaj ili prizna insolventnost i/ili prezaduženost,

---

upravitelj u bruto i neto iznosu i predočava im je na potpis (smatra se da je takvu prijavu podnio radnik, osim ako najkasnije osam dana prije općeg ispitnog ročišta ne podnese svoju samostalnu prijavu).

[75] Stečajni zakon čl. 38.e i 155.a

[76] Stečajni zakon čl. 203

[77] Stečajni zakon čl. 204

[78] Stečajni zakon čl. 208

[79] Stečajni zakon čl. 209

sudac ne mora pokrenuti prethodni postupak, već može odmah otvoriti pravi stečajni postupak.[80] Prethodni stečajni postupak može trajati najdulje tri mjeseca, a zakon omogućava i produljenje radi posebnih okolnosti. *Skraćeni postupak* se može otvoriti i zaključiti u istom trenutku, a dužnik se briše iz sudskog registra. Ova se praksa prihvaća ako se utvrdi da ne postoji imovina za namirenje vjerovnika, odnosno da ne postoje sredstva kojima bi se namirio stečajni postupak. Ukoliko je imovina dužnika manja od dva milijuna kuna, ili je veća od tog iznosa, ali se sastoji od lako unovčivih pokretnina, sudac može odrediti da se stečaj provede po trećoj vrsti stečajnog postupka, preko *stečaja male vrijednosti*, no ova pravila nigdje nisu propisana.[81] Treba navesti i četvrtu mogućnost provedbe stečaja naziva *osobna uprava,* koja karakterizira stečajni postupak u kojem se dužniku dopušta da sam upravlja i raspolaže stečajnom masom pod nadzorom stečajnog povjerenika, odnosno stečajni upravitelj se ne imenuje, već postojeća uprava nastavlja voditi poduzeće pod nadzorom povjerenika. Ova je mogućnost predviđena ako su ispunjene tri sljedeće pretpostavke: ako dužnik predloži osobnu upravu, ako se s time suglasi vjerovnik koji je predložio otvaranje stečajnog postupka te ako određivanje osobne uprave neće dovesti do odugovlačenja postupka ili do oštećenja prava i interesa vjerovnika. Interes za osobnom upravom mogu imati razlučni vjerovnici, jer im unovčenje imovine na koju imaju razlučno pravo nosi manje troškove pri osobnoj upravi nego u običnom stečajnom postupku.

Sveukupni troškovi stečajnog postupka ovise o situaciji. Općenito, u postupcima pred sudovima plaćaju se sudske pristojbe po odredbama Zakona o sudskim pristojbama.[82] Stečajnim zakonom određeno je plaćanje dodatne pristojbe za vođenje stečajnog postupka, kao i predujmljivanje troškova stečajnog postupka. Troškovi pokretanja stečaja za vjerovnika koji podnosi prijedlog za otvaranje stečajnog postupka su: sto kuna na ime sudske pristojbe na prijedlog za pokretanje stečajnog postupka, deset tisuća kuna na ime dodatne pristojbe za vođenje stečajnog postupka i predujam za pokriće troškova prethodnog postupka u iznosu koji zaključkom odredi stečajni sudac (u pravilu od deset do petnaest tisuća kuna). Za dužnika koji podnosi prijedlog za otvaranje stečajnog postupka troškovi su: sto kuna na ime sudske pristojbe na prijedlog za pokretanje stečajnog postupka i predujam za pokriće troškova prethodnog postupka u iznosu koji zaključkom odredi stečajni sudac (u pravilu od

[80] Stečajni zakon čl. 42

[81] Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, doktorska disertacija, Sveučilište u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 39.

[82] Zakon o sudskim pristojbama (NN 74/95, 57/96, 137/03, 26/03)

deset do petnaest tisuća kuna). Za prijavu svake pojedine tražbine, vjerovnik plaća sudsku pristojbu u iznosu 2% od vrijednosti tražbine, ali ne više od petsto kuna. Sud će pozvati vjerovnike na uplatu predujma za pokriće troškova stečajnog postupka u slučaju iz čl. 63 Stečajnog zakona - ako se tijekom prethodnog postupka utvrdi da imovina dužnika koja bi ušla u stečajnu masu nije dovoljna ni za namirenje troškova toga postupka ili je neznatne vrijednosti. Iz navedenoga je jasno da su troškovi postupka za vjerovnike destimulirajući. Stoga se za manje iznose potraživanja najčešće uopće ne isplati pokretati stečajni postupak pa valja dobro izvagati je li ekonomičnije i racionalnije otpisati potraživanje ili pokušati kroz stečajni postupak naplatiti barem jedan njegov dio. Republika Hrvatska i tijela državne vlasti, radnici dužnika i raniji radnici oslobođeni su plaćanja sudskih pristojbi kada kao vjerovnici predlažu pokretanje stečajnog postupka. Stečajni dužnik koji je predložio otvaranje stečajnog postupka može biti oslobođen predujma za pokriće troškova ako dokaže da ima dovoljno imovine za pokriće troškova prethodnog postupka, jednako kao i radnici i raniji radnici dužnika kada kao vjerovnici predlažu pokretanje stečajnog postupka. Također, u općim odredbama definirano je da stečajni upravitelj ima pravo na nagradu za izvršene poslove stečajno-upraviteljske službe uz naknadu za troškove. U tom smislu konačna nagrada je ona koja se određuje za zaključenje stečajnog postupka, a određuje ju sudac uzimajući u obzir obujam poslova i rad stečajnog upravitelja te vrijednost unovčene stečajne mase, gdje se za izračun ove nagrade uzima postotak od vrijednosti unovčene stečajne mase u kunama.

2.7. Komparacija stečajeva u Republici Hrvatskoj i svijetu

Ukoliko usporedimo stečajne zakone pojedinih država, uočava se orijentiranost legislative zemlje - ili na interese vjerovnika ili na interese dužnika. Vjerovnik dužniku pozajmljuje imovinu i u određenom trenutku legitimno zahtijeva povrat te imovine. Dužnik imovinu ne može vratiti u određenom trenutku, traži odgodu kako bi podmirio obvezu u potpunosti, upozorava kako likvidacijom poduzeća vjerovnik ne bi namirio cijelo potraživanje, i konačno - traži zaštitu radnih mjesta. Država, odnosno zakon, staje između dvije strane i odlučuje koja će prevagnuti, no pri tome zakon najčešće nije indiferentan već simpatizira određenu stranu. Pri analizi i komparaciji pojedinih stečajnih zakona, promatrajući favoriziranje jedne strane u stečajnom postupku, ključno je pitanje postoji li

automatsko oslobođenje dužnika od zahtjeva vjerovnika, ili se ono mora zatražiti od suda ili samih vjerovnika.[83] Odgovor na ovo pitanje daje odgovor i na pitanje koja je strana u stečajnoj proceduri u prvom planu u određenoj zemlji. Američka i francuska legislativa staju u obranu dužnika, dok općenito, europska zakonodavna tradicija nastoji zaštititi vjerovničku stranu. U postupku stečaja u zemljama zapadne Europe (u članicama Europske unije, Švicarske i Norveške) prednost se daje naplati potraživanja vjerovnika od stečajnog dužnika, dok je opstanak poduzetničke aktivnosti i radnih mjesta stečajnog dužnika u drugom planu.[84] U tom kontekstu, Velika Britanija i njene bivše kolonije u Africi, tradicionalno su orijentirane u smjeru osiguranja vjerovnika, dok se na sasvim suprotnoj strani nalazi Francuska[85] sa snažnim socijalnim naslijeđem usmjerenim ka očuvanju radnih mjesta koja se nalaze ispred interesa vjerovnika. Njemačka se nalazi na strani Velike Britanije i prednost daje namirenju vjerovničkih potraživanja, a hrvatski je Zakon o stečaju pisan upravo po uzoru na njemački pa prenosi istu tendenciju, odnosno favorizira vjerovničku stranu.[86]

Tablica 10. Naklonost stečajnih zakona određenih svjetskih država prema određenoj strani u stečajnom procesu

PRO-VJEROVNIČKA ORIJENTACIJA	1	Bivše britanske kolonije u Africi
	2	Engleska, Australija, Irska
	3	Njemačka, Hrvatska, Švedska, Švicarska, Poljska
	4	Škotska, Norveška, Japan, Novi Zeland
	5	Sjedinjene Američke Države, Kanada
	6	Danska, Austrija, Češka, Slovačka, Južna Afrika
	7	Italija
	8	Grčka, Portugal, Španjolska, Latinska Amerika
PRO-DUŽNIČKA ORIJENTACIJA	9	Belgija
	10	Francuska

[83] U Sjedinjenim Američkim Državama postoji automatski sustav 90-dnevne obustave potraživanja vjerovnika za poduzeća koja prijavljuju stečaj pod poglavljem 11 američkog stečajnog zakona te se može reći kako poduzeća u Sjedinjenim Američkim Državama imaju značajno veću mogućnost opstanka kada su u poteškoćama nego poduzeća u Europi. Navedeno prema: Novak, B., Sajter, D., Hadrović Zekić, B. (2006). Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim: "Wie real ist ein Europa der zwei Geschwindigkeiten", Marijanović, Goran; Wentzel, Dirk (ur.). Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim, str. 2.

[84] Prethodna činjenica u praksi ima za posljedicu više stečaja u Europi nego u Sjedinjenim Američkim Državama.

[85] Francuski zakon (i praksa) prednost daje nastavku poslovanja poduzeća i očuvanju radnih mjesta. Ondje se moć stavlja u ruke suda te trgovački sudovi odlučuju hoće li poduzeće (radna mjesta) biti spašeno, ili će ići u likvidaciju. Ukoliko sud pretpostavi da je poduzeće vrijedno spašavanja, što se događa u 10 do 20% slučajeva, propisuje plan nastavka, koji općenito traje od 8 do 10 godina tijekom kojih vjerovnici ne mogu prisvajati imovinu dužnika. Navedeno prema: Novak, B., Sajter, D., Hadrović Zekić, B. (2006). Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim: "Wie real ist ein Europa der zwei Geschwindigkeiten", Marijanović, Goran; Wentzel, Dirk (ur.). Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim, str. 2.

[86] Ibid, str. 2.

Napomena: Skaliranje je provedeno eksplicitno prema slovu stečajnog zakona, a ne prema praktičnoj primjeni zakona u sudskoj praksi.

Izvor: Wihlborg, C. (2002). Insolvency and Debt Recovery Procedures in Economic Development – An Overview of African Law, United Nations University – WIDER Discussion Paper, str. 8. Navedeno prema: Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, doktorska disertacija, Sveučilište u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 93.

Europska unija ulaže napore za usklađenjem zakonodavstava različitih država, što se događa i na području propisa o stečaju. U mnogim članicama Europske unije učinjene su izmjene i dopune stečajne legislative i prakse (ili se izmjene tek očekuju) te se izmjene i dopune zaključno sa 2007. godinom mogu vidjeti u sljedećoj tablici. Uočljivo je kako se u mnogim državama Europe događa blagi zaokret ka modelu restrukturiranja i opstanka stečajnog dužnika nalik na američko poglavlje 11 stečajnog zakona.

Tablica 11. Izmjene stečajne legislative i prakse u državama Europe do 2007. g.

Država	Izmjene legislative i prakse
Austrija	Pripremljen je amandman Zakona o stečaju kojim se želi omogućiti dužniku da brže i jednostavnije koristi svoju imovinu te istodobno ranije isplati vjerovnike. Austrijsko stečajno pravo obvezuje vjerovnike na pokušaj restrukturiranja dužnika te gotovo 40% svih stečajnih postupaka završi restrukturiranjem, tj. opstankom stečajnog dužnika. Sam postupak je kratak i traje od tri do šest mjeseci, i ne nosi visoke troškove.
Češka	Očekuje se temeljita izmjena Zakona o stečaju, a prijedlog novog zakona se razmatra i očekuje se prihvaćanje u siječnju 2007.godine. Njime će se transponirati europske direktive, i uvesti model financijske reorganizacije po američkom i njemačkom modelu.
Francuska	Zakon je temeljito izmijenjen i na snazi je od 01.01.2006. godine. Dužnik ima pravo zatražiti stečajni postupak pod zaštitom suda (*procédure de sauvegarde*) kad se nalazi u financijskim poteškoćama, ali još nije insolventan. Tada se zaustavljaju svi postupci vjerovnika prema dužniku za vrijeme 'perioda promatranja' koji može trajati 12 mjeseci, a koji se može i produžiti ako to zatraži državni odvjetnik. Na kraju perioda sud odlučuje hoće li se poslovanje nastaviti ili ne. Sve vrste poduzeća i sve profesije (liječnici, odvjetnici, itd.) mogu zatražiti ovu proceduru.
Hrvatska	Prijedlog izmjena i dopuna stečajnog zakona uključuje uvođenje roka od 6 mjeseci za izradu stečajnog plana, a u istom roku predviđa se odgoda namirenja vjerovnika ukoliko se vjerovnici tomu ne protive.
Italija	Sredinom 2005. Zakon br. 80 izmijenio je stečajni postupak u slijedećem (među ostalim): ubrzan je proces donošenja odluka u stečajnom postupku, proširene su ovlasti skupštine vjerovnika te je izmijenjen i dorađen institut sudskog moratorija (*'amministrazione controllata'*). Sudski moratorij je procedura reorganizacije koju društvo može započeti i u situaciji privremene nelikvidnosti i financijskih poteškoća, no pri tome mora pokazati „potencijal za oporavak“ i „sposobnost za nastavak poslovanja“ (čl. 187. Zakona o stečaju). Pri pokretanju ovog postupka nije potrebno priložiti garancije niti kakve druge oblike osiguranja. Sve aktivnosti vjerovnika prema društvu zaustavljaju se do daljnjega. Društvom upravlja nadzornik kojeg imenuje sud te društvo može obavljati samo osnovne aktivnosti pod nadzorom tri do pet vjerovnika koje imenuje sud te nadzornika. Nova zaduženja, prodaja imovine i slično mogu se učiniti samo uz posebno odobrenje suda.
Njemačka	Sredinom 2005. Federalno ministarstvo pravosuđa izdalo je nacrt amandmana Zakona o stečaju kojim bi se popravio položaj zdravstvenog i mirovinskog osiguranja i drugih socijalnih institucija u stečajnim postupcima.
Engleska i Wales	Proteklih godina temeljito je preispitana legislativa te je usklađena s propisima EU. Nakon što vjerovnik zatraži pokretanje stečaja, nikakvo postupanje nad imovinom dužnika ne može se učiniti bez dozvole suda. Kod financijske reorganizacije s ciljem restrukturiranja insolventnog društva i nastavka poslovanja (tzv. *'administration process'*), može se ishoditi privremeni moratorij svih potraživanja vjerovnika, i to bez njihove privole da se reorganizacija provede.

Izvor: Grupa autora (2006). Insolvency and Restructuring, Law Business Research, Freshfields Bruckhaus Deringer, London. Navedeno prema: Grupa autora (2002). Helping businesses overcome financial difficulties, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg. Navedeno prema: Novak, B., Sajter, D., Hadrović Zekić, B. (2006). Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim: "Wie real ist ein Europa der zwei Geschwindigkeiten", Marijanović, Goran; Wentzel, Dirk (ur.). Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim, str. 3.

Jedini univerzalni izvor prava u Europskoj uniji na području stečajeva jest uredba Vijeća Europe br. 1346/2000 o stečajnim postupcima, donesena 29. svibnja 2000. godine, a koja je stupila na snagu 31. svibnja 2002. godine uz neposrednu primjenu u državama članicama (svih 25 osim Danske). Ova uredba ima za cilj uvesti jedinstvene propise o sukobu zakona za stečajne postupke, dopustiti sekundarne stečajne postupke i osigurati vjerovnicima pravo na informacije o postupcima.

Sustavna analiza stečaja u Republici Hrvatskoj do sada nije provedena iz razloga što sustav evidentiranja pokrenutih i dovršenih stečajnih postupaka nije ustrojen. To je dijelom posljedica snažnih reformi kroz koje je Republika Hrvatska prošla. Nije poznata pouzdana statistika s brojem likvidiranih poduzeća putem stečajnog postupka, odnosno broja restrukturiranih poduzeća za vrijeme stečajnog postupka pa se statistike stečajeva svode na jednostavniji oblik promatranja učestalosti pojave, i to putem anketa. Trgovački sudovi ne prikupljaju i ne sistematiziraju podatke vezane za stečajeve premda su im dostupni, osim onih koje zahtijevaju njima nadređene instance, odnosno Visoki trgovački sud Republike Hrvatske. Stečajni upravitelji moraju sastavljati statističko izvješće koje dostavljaju Državnom zavodu za statistiku, no ono je poprilično oskudno informacijama. Budući da se ne mogu jednostavno prikupiti podaci koji bi bili vrlo vrijedni za analizu stečajeva, prikupljeni su dostupni izvadci iz arhiva stečajnih pisarnica dvanaest hrvatskih trgovačkih sudova. Ova statistika prikazana u tablici u nastavku, premda oskudna, daje osnovni uvid u dinamiku stečajeva u Republici Hrvatskoj.

Tablica 12. Statistika stečajeva u Republici Hrvatskoj za razdoblje od 2000. do 2005. g.

Regija	2000.		2001.		2002.		2003.		2004.		2005.	
	O	Z	O	Z	O	Z	O	Z	O	Z	O	Z
Slavonija	78	88	63	142	49	190	28	385	20	196	18	126
Posavina	10	8	19	22	62	37	41	33	45	48	73	60
Podravina	15	17	13	15	11	23	23	55	28	97	12	28
Varaždin	24	6	29	40	15	28	14	39	31	147	25	170
Sisak	/	/	/	/	39	/	36	28	13	34	8	13
Zagreb	536	17	501	131	1114	200	630	149	277	173	297	156
Lika	27	6	26	23	6	19	4	21	11	18	8	20
Rijeka	77	36	35	26	53	42	60	34	38	26	25	19
Dubrovnik	/	/	/	/	/	/	18	18	23	25	26	26
Šibenik	/	/	/	/	8	4	38	41	33	40	26	29

Zadar	/	/	/	/	40	0	25	5	60	49	9	27
Split	N	N	46	1405	92	177	70	283	45	162	25	106
UKUPNO	N	N	732	1804	1489	720	987	1091	624	1015	552	780
O – Otvoreni stečajevi, Z – Zaključeni stečajevi, N –Nedostupni podaci, / - Trgovački sud nije bio u funkciji												

Izvor: Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju: doktorska disertacija. Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 168.

Stavka „zaključeni stečajevi“ odnosi se na stečajeve koji su zaključeni u tekućoj godini, a koji su otvoreni ili u tekućoj ili u prethodnim godinama. Ovaj podatak obuhvaća i stečajeve koji su istodobno otvoreni i zaključeni.

U članicama Europske unije te u Švicarskoj i Norveškoj po broju stečajeva u razdoblju od 2005. do 2011. godine predvodi Francuska, koju slijede Njemačka, Ujedinjeno Kraljevstvo te Italija. Na začelju, s najmanjim brojem stečaja u razdoblju od 2005. do 2011. godine nalazi se Grčka, koju slijede Luksemburg, Irska i Finska. Analizirajući ukupan broj stečajeva promatranih zemalja Europe, vidljivo je kako se od 2005. do 2007. godine ukupan broj pokrenutih stečajeva smanjivao da bi zatim naglo porastao u krizno vrijeme.

Tablica 13. Broj stečajeva u zemljama Europe

Država	**S 2011.**	**S 2010.**	**S 2009.**	**S 2008.**	**S 2007.**	**S 2006.**	**S 2005.**	**Ukupno**
Grčka	452	355	355	359	524	520	580	**3.145**
Luksemburg	961	918	698	590	680	634	682	**5.163**
Irska	1.631	1.525	1.406	773	363	304	327	**6.329**
Finska	3.005	2.864	3.275	2.612	2.254	2.285	2.278	**18.573**
Španjolska	5.752	4.845	4.984	2.528	880	853	869	**20.711**
Norveška	4.361	4.435	5.013	3.637	2.845	3.032	3.540	**26.863**
Portugal	6.025	5.144	4.450	3.267	2.123	3.400	3.300	**27.709**
Danska	5.447	6.461	5.710	3.709	2.401	1.987	2.497	**28.212**
Švicarska**	6.661	6.255	5.215	4.222	4.314	4.528	4.751	**35.946**
Nizozemska	7.000	7.211	8.040	4.635	4.602	5.941	6.780	**44.209**
Švedska	7.177	7.546	7.892	6.298	5.791	5.243	5.865	**45.812**
Austrija	6.194	6.657	7.076	6.500	6.362	6.854	7.136	**46.779**
Belgija	10.182	9.570	9.382	8.476	7.678	7.617	7.878	**60.783**
Italija*	11.792	10.089	8.354	6.498	5.518	8.827	17.150	**68.228**
Ujedinjeno Kraljevstvo	18.571	17.468	19.908	16.268	12.893	13.686	13.462	**112.256**
Njemačka	30.200	32.060	32.930	29.580	29.150	30.680	36.850	**221.450**
Francuska	49.506	51.060	53.547	49.723	42.532	40.360	41.930	**328.658**
Ukupno	**174.917**	**174.463**	**178.235**	**149.675**	**130.910**	**136.751**	**155.875**	**1.100.826**
*Od 2006. godine, statistika stečajeva u Italiji uključuje samo sjedišta društava. **Od 1.1.2008. godine poduzeća mogu biti službeno izbrisana iz registra pomoću stečajnog postupka definiranog sa: Section 731bOR.								

Izvor: Obuhvaćeno za potrebe istraživanja. Prema: Grupa autora: *Insolvencies in Europe*, Creditreform Economic Research Unit 2005/2006, 2006/2007, 2007/2008, 2008/2009, 2009/2010, 2010/2011, 2011/2012.

Budući da su gospodarski sustavi novih članica Europske unije specifični po svojim karakteristikama (postkomunističke, tranzicijske zemlje, s brzo-rastućim ekonomijama, i jazom između slova zakona i pravne prakse), ove su srednje-istočne i istočno-europske zemlje analizirane odvojeno. S obzirom da podaci za cijelo promatrano razdoblje nisu dostupni za sve zemlje istočne Europe - nije moguće usporediti ukupan broj stečajeva za razdoblje od 2005. do 2011. godine. Ukoliko se promotre zemlje za koje su dostupni podaci za cijelo promatrano razdoblje (u sljedećoj tablici takve zemlje su podcrtane, a stavka „Ukupno 2005-2001“ označava ukupan zbroj stečajeva upravo tih zemalja), vidljivo je da ukupan broj stečajeva raste iz godine u godinu. Od promatranih zemalja koje imaju dostupne podatke za cijelo promatrano razdoblje, najmanje stečajeva imaju Estonija i Slovenija, dok najveći broj stečajeva imaju Mađarska i Češka.

Tablica 14. Broj poduzeća u stečaju u zemljama istočne Europe

Država	S 2011.	S 2010.	S 2009.	S 2008.	S 2007.	S 2006.	S 2005.	Ukupno
Bugarska	1.500	700	n	n	n	n	n	**2.200**
Estonija	256	504	693	366	333	352	429	**2.933**
Slovenija	675	510	414	657	560	577	n	**3.393**
Hrvatska	1.450	1.501	1.050	n	n	n	n	**4.001**
Poljska	705	665	702	411	447	576	793	**4.299**
Litva	1.512	1.496	1.168	731	647	808	773	**7.135**
Latvija	800	2.407	2.322	1.277	1.272	1.174	830	**10.082**
Slovačka	870	830	900	2.300	2.100	2.150	2.200	**11.350**
Rumunjska	4.580	5.480	4.543	n	n	n	n	**14.603**
Češka	6.753	5.559	4.570	4.513	4.250	4.227	3.882	**33.754**
Mađarska*	20.322	17.487	14.832	11.322	9.723	9.447	7.983	**91.116**
Ukupno	**39.423**	**37.139**	**31.194**	**21.577**	**19.332**	**19.311**	**16.890**	**184.866**
Ukupno 2005-2011**	**31.893**	**29.458**	**25.601**	**21.577**	**19.332**	**19.311**	**16.890**	**164.062**

*Stečajevi i ostale likvidacije; **Ukupan broj stečajeva za zemlje za koje su dostupni podaci u cijelom razdoblju od 2005. do 2011. godine (zemlje su u tablici podcrtane)

Izvor: Obuhvaćeno za potrebe istraživanja. Prema: Grupa autora: *Insolvencies in Europe*, Creditreform Economic Research Unit 2005/2006, 2006/2007, 2007/2008, 2008/2009, 2009/2010, 2010/2011, 2011/2012.

U okvirima dostupnih podataka, usporedba Republike Hrvatske s ostatkom Europe za razdoblje od 2009. do 2011. godine prikazana je u sljedećoj tablici. Od 28 promatranih zemalja Europe, prema ukupnom broju stečajeva Republika Hrvatska se nalazi na sedmom mjestu.

Tablica 15. Usporedba Republike Hrvatske s drugim zemljama Europe prema ukupnom broju stečajeva u razdoblju od 2009. do 2011. g.

Država	S 2011.	S 2010.	S 2009.	Ukupno

Grčka	452	355	355	**1.162**
Estonija	256	504	693	**1.453**
Slovenija	675	510	414	**1.599**
Poljska	705	665	702	**2.072**
Luksemburg	961	918	698	**2.577**
Slovačka	870	830	900	**2.600**
Hrvatska	**1.450**	**1.501**	**1.050**	**4.001**
Litva	1.512	1.496	1.168	**4.176**
Irska	1.631	1.525	1.406	**4.562**
Latvija	800	2.407	2.322	**5.529**
Finska	3.005	2.864	3.275	**9.144**
Norveška	4.361	4.435	5.013	**13.809**
Rumunjska	4.580	5.480	4.543	**14.603**
Španjolska	5.752	4.845	4.984	**15.581**
Portugal	6.025	5.144	4.450	**15.619**
Češka	6.753	5.559	4.570	**16.882**
Danska	5.447	6.461	5.710	**17.618**
Švicarska***	6.661	6.255	5.215	**18.131**
Austrija	6.194	6.657	7.076	**19.927**
Nizozemska	7.000	7.211	8.040	**22.251**
Švedska	7.177	7.546	7.892	**22.615**
Belgija	10.182	9.570	9.382	**29.134**
Italija**	11.792	10.089	8.354	**30.235**
Mađarska*	20.322	17.487	14.832	**52.641**
Ujedinjeno Kraljevstvo	18.571	17.468	19.908	**55.947**
Njemačka	30.200	32.060	32.930	**95.190**
Francuska	49.506	51.060	53.547	**154.113**
Ukupno	**214.340**	**211.602**	**209.429**	**635.371**
*Stečajevi i ostale likvidacije; **Od 2006. godine, statistika stečajeva u Italiji uključuje samo sjedišta društava; ***Od 1.1.2008. godine poduzeća mogu biti službeno izbrisana iz registra pomoću stečajnog postupka definiranog sa: Section 731bOR.				

Izvor: Obuhvaćeno za potrebe istraživanja. Prema: Grupa autora: *Insolvencies in Europe*, Creditreform Economic Research Unit 2005/2006, 2006/2007, 2007/2008, 2008/2009, 2009/2010, 2010/2011, 2011/2012.

Što se tiče stečajeva koji su uključivali provedbu stečajnih planova, u nastavku je prikazana učestalost restrukturiranja u stečaju za Sjedinjene Američke Države, Veliku Britaniju, Francusku i Njemačku.

Tablica 16. Pokazatelji učestalosti restrukturiranja u stečaju u Sjedinjenim Američkim Državama, Velikoj Britaniji, Francuskoj i Njemačkoj u 1996. g.

	Sjedinjene Američke Države	**Velika Britanija**	**Francuska**	**Njemačka**
Stopa restrukturiranja	28%	14%	20%	0,2%
Stopa prihvaćanja	41%	15%	13%	64%

Izvor: Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju: doktorska disertacija. Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 161.

Stopa restrukturiranja je omjer broja stečajnih dužnika (pravnih osoba) koji su bili u procesu odlučivanja o stečajnom planu i ukupnog broja stečajnih dužnika (pravnih osoba), dok je

stopa prihvaćanja omjer broja stečajnih dužnika kojima je stečajni plan prihvaćen i potvrđen, i ukupnog broja stečajnih dužnika (pravnih osoba) koji su još u proceduri restrukturiranja u stečaju. Različiti podaci ukazuju kako svaka zemlja iskazuje preferencije s obzirom na zaštitu interesa dužnika, odnosno zaštitu interesa vjerovnika. U Njemačkoj se bilježi najmanje restrukturiranja, no iako je udio takvih poduzeća vrlo malen (0,2%) kod istih se 64% poduzeća uspješno završava restrukturiranje. U Sjedinjenim Američkim Državama je za restrukturiranje bilo sposobno 28% društava u stečajnom postupku. Od njih je 41% zadovoljavajuće riješeno, odnosno postignuto je restrukturiranje. Iako je hrvatski zakon preuzeo njemačku teoriju, praksa je ostala tradicionalna te se u Hrvatskoj provodi vrlo malo stečajnih planova. U razdoblju od 1995. do 2005. godine na Trgovačkom sudu u Zagrebu (daleko najvećem u Hrvatskoj) otvoreno je 4265 stečajnih postupaka, od kojih je samo jedan završen restrukturiranjem, tj. stečajnim planom (Tisak d.d. Zagreb). Na Trgovačkom sudu u Osijeku u 2004. i 2005. godini otvoren je 181 stečaj, od čega su 4 zaključena restrukturiranjem (stečajnim planom).[87] Kompariramo li Republiku Hrvatsku sa zemljama koje su nedavno postale članice Europske unije, svim tranzicijskim zemljama Europe zajednički jest očiti jaz između formalnog prava i stvarne pravne procedure. Anketa provedena u Hrvatskoj, Estoniji, i Poljskoj pokazuje kako strani bankari u Hrvatskoj (u usporedbi sa kolegama u Poljskoj i Estoniji) upravo Hrvatsku smatraju najviše dužnički orijentiranom, unatoč nepostojanju praktičnih procedura rehabilitacije. Također, Hrvatsku percipiraju kao zemlju s najvećim jazom teorije i prakse, odnosno pisanog slova zakona i primjene istog te smatraju kako postoji politički utjecaj na sudove i arbitrarno presuđivanje.[88]

[87] Podatak dobiven neformalnim putem; službeni podaci nisu dostupni. Navedeno prema: Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju: doktorska disertacija. Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku, str. 171.

[88] Kowalski, T., Kraft, E., Mullineux, A., Vensel, V., Wihlborg, C. (2003). Bankruptcy procedures, Corporate Governance and Banks' Credit policy in Croatia, Estonia, and Poland - Draft version, The ninth Dubrovnik Economic Conference. Navedeno prema: Novak, B., Sajter, D., Hadrović Zekić, B. (2006). Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim: "Wie real ist ein Europa der zwei Geschwindigkeiten", Marijanović, Goran; Wentzel, Dirk (ur.). Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim, str. 13.

3. IMPLIKACIJE SVJETSKE FINANCIJSKE KRIZE NA GOSPODARSKI TRENUTAK REPUBLIKE HRVATSKE

3.1. Svjetska financijska kriza

Svjetska financijska kriza počela je u rano ljeto 2007. godine u Sjedinjenim Američkim Državama, gdje je poznatija kao *subprime kriza* nekontroliranog, visokorizičnog kreditiranja koje je izazvalo globalnu kriznu lančanu reakciju.

Još od osamdesetih godina u svijetu su kamatne stope veće od stope rasta bruto domaćeg proizvoda, što je neposredno pridonijelo dinamičnom razvoju globalnih financijskih tržišta. Nakon velikog pada vrijednosti dionica tijekom prve globalne krize dvadeset i prvog stoljeća, dot.com krize, Središnja američka banka je za stimulaciju američkog gospodarstva snizila kamatne stope. S uvođenjem niskih kamatnih stopa započeo je ubrzani rast cijena nekretnina u Sjedinjenim Američkim Državama, jer su i osobe s nižim prihodima bile u mogućnosti investirati u nekretnine. Potražnja je ubrzano rasla, a banke su koristile taj razvoj da bi dužnicima nudile dodatne kredite. S jedne strane, banke su se osjećale sigurnima jer su u slučaju insolventnosti dužnika dug mogle namiriti od prodaje imovine, dok su, s druge strane, dužnici vjerovali da u hitnim slučajevima mogu preprodati nekretninu i vratiti dug banci. Usporedno s financijskim prilikama, građevinska industrija je proživljavala razvojnu renesansu.

Usporavanje gospodarstva Sjedinjenih Američkih Država od 2005. godine te naknadno povećanje kamatne stope Središnje američke banke u lipnju 2006. godine izazvalo je lančanu reakciju. Zbog rasta kamatnih stopa i smanjenja prihoda, sve više i više dužnika nije bilo u stanju podmirivati svoje kreditne obveze i morali su prodavati nekretnine. Rastući broj nekretnina na tržištu, koji je kulminirao u srpnju 2006. godine, doveo je do pada vrijednosti nekretnina. U tim trenucima, insolventnost dužnika dovodi i banke i investitore do gubitaka. U proljeće 2007. godine u Sjedinjenim Američkim Državama nekoliko desetaka banaka, koje su bile specijalizirane za financiranje ove vrste kredita, predale su zahtjev za stečaj. Stečaj Lehman Brothersa 15. rujna 2008. godine doveo je do krize na međunarodnom tržištu kapitala, jer je praksa preprodaja kredita bankama u cijelom svijetu dovela do širenja krize van granica Sjedinjenih Američkih Država. Prvi globalni gubitci vidljivi su u poduzećima iz financijskog sektora, a od kraja 2008. godine i u poduzećima realnog gospodarstva.

Kao što je u uvodnom poglavlju rečeno, svjetska financijska kriza neupitno je utjecala na već ionako oslabljeno gospodarstvo Republike Hrvatske: usporen je rast bruto domaćeg

proizvoda i osobne potrošnje, povećali su se troškovi zaduživanja (nakon rujna 2008. godine) i ostvarena je dvoznamenkasta stopa smanjenja industrijske proizvodnje i maloprodaje na godišnjoj razini (početkom 2009. godine).[89] Očekivanja od Republike Hrvatske u 2012. godini naspram rezultata od prethodne 2011. godine nisu bila optimistična: očekivani bruto domaći proizvod koji je jednak onome iz 2006. godine, pad investicija, industrijska proizvodnja s negativnim trendom, niski rast osobne potrošnje, smanjena zaposlenost, pad realnih plaća, niska inozemna ulaganja, visok javni dug i velika nelikvidnost poslovnih subjekata.[90]

3.2. Nelikvidnost i insolventnost poduzeća u Republici Hrvatskoj

U poglavlju o ranim signalima neuspjeha, ukazano je da problemi nastaju kad se naruši kontinuitet poslovnih aktivnosti – kad poduzeće gubi razlog svog postojanja, kad se urušavaju resursi poduzeća, kad u obavljanju djelatnosti prinosi počnu opadati i često dovode do gubitaka u poslovanju, kad se gubi prednost pred konkurencijom i kad menadžment ne reagira na podražaje, promjene i izazove.[91] Ukoliko se prethodno navedenim razlozima dodaju i nelikvidnost i insolventnost, koje uvijek prate poduzeća u poslovnim teškoćama, dolazi se do najčešćeg kriznog simptoma oboljelih poduzeća koji se iskazuje kao nesposobnost pravovremenog plaćanja dospjelih novčanih obveza, što se manifestira kao pomanjkanje (nedostatak) novčanih sredstava na računu poduzeća ili pak kao, što je puno teža opcija, blokada računa poduzeća. *Likvidnost*, dakle, predstavlja sposobnost nenovčanih dijelova imovine poduzeća da se u kratkom roku pretvore u gotovinu – novčani tok, dok *solventnost* predstavlja sposobnost plaćanja dospjelih obveza, odnosno sposobnost financiranja angažirane materijalne i nematerijalne imovine poduzeća.

Prema podrijetlu, osnovni uzroci nelikvidnosti mogu biti egzogeni i endogeni. Egzogeni uzroci mogu biti: monetarno-kreditna politika središnje banke (novčana masa, tečaj, stopa obveznih rezervi); kreditna politika poslovnih banaka; brzina platnog prometa (organizacija

[89] Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., Lang, M. – Hrvatska narodna banka (2010). Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj, Zagreb, str. 2. Izvor: http://www.hnb.hr/publikac/istrazivanja/i-025.pdf.
[90] Hrvatska gospodarska komora, Centar za makroekonomske analize (2011). Stanje hrvatskog gospodarstva krajem 2011. godine, Zagreb, str. 2-14.
[91] Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb, str. 10.

platnog prometa, financijska disciplina); fiskalna politika države (porezi, carine, doprinosi); stabilnost makroekonomskog okruženja; efikasnost pravne države i vladavina prava. Endogeni uzroci mogu biti: poremećaj ravnoteže (po veličini i ročnosti) između pojedinih dijelova aktive i pasive poduzeća (do insolventnosti najčešće dolazi kada poduzeće dugoročno vezanu imovinu financira iz kratkoročnih izvora); nepodudaranje vremena raspoloživosti kratkoročnih izvora i povrata kratkoročnih ulaganja (npr. obveze prema dobavljačima, potraživanja od kupaca, ulaganja u imovinu, raspoloživost izvora iz kojih se ulaganje financira i slično); gubitak i povlačenje dobitaka kao uzrok insolventnosti; neusklađenost primitaka i izdataka (novčanih tijekova) po dinamici i strukturi; financijska ulaganja koja nisu bazirana na temeljnom načelu da se kratkoročna ulaganja financiraju iz kratkoročnih, a dugoročna ulaganja iz dugoročnih izvora; prelijevanje obrtnih sredstava u investicije; financiranje investicija iz kredita po kamatnim stopama višim od interne stope rentabilnosti; spora naplata (i često nenaplativost) potraživanja; prekomjerne zalihe; neformiranje rezervi za pokriće gubitaka i neočekivanih financijskih udara; neadekvatni plasmani robe i novca; slabi financijski rezultati i gubici u poslovanju; neodgovornost prema obvezama i financijska nedisciplina; teškoće u pribavljanju kreditnih sredstava i slično.

Vlada Republike Hrvatske u 2012. godini donosi nove mjere i zakone, od kojih očekuje da u roku od godine dana minimiziraju nelikvidnost i pokrenu gospodarstvo. Predviđenim zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi uvode se rokovi plaćanja od 30 dana i mogućnost da se oko blokiranog poduzeća okupe vjerovnici i dogovore kako da se spase potraživanja, ali i samo poduzeće. Statistika kojom Vlada raspolaže u rujnu 2012. godine uključuje 16.580 insolventnih, odnosno blokiranih poduzeća do 360 dana, s ukupnim dugom od 7,7 milijardi kuna. Sa više od godine dana u blokadi je 56.778 poduzeća, s ukupno neplaćenim iznosom većim od 36 milijardi kuna.[92]

Također, novi Ovršni zakon, donesen u listopadu 2012. godine, omogućava izravnu naplatu novčanih tražbina putem Financijske agencije, a na temelju pravomoćnih sudskih i ovršnih odluka, odnosno presuda, rješenja ili odluke suda. Izravno, putem financijske agencije, moći će se naplatiti i radnici kojima poslodavci ne isplaćuju plaće i to na temelju potvrde poslodavca o neisplati dospjele plaće, naknade za plaće ili otpremnine. Nakon predaje potvrde, poslodavac će imati 30 dana da sudski ospori takvu naplatu, a ne uspije li to,

[92] Jozić, D. – Poslovni.hr (2012). Za 10 dana Linić kreće u bitku protiv nelikvidnosti. Izvor: http://www.poslovni.hr/vijesti/za-10-dana-linic-krece-u-bitku-protiv-nelikvidnosti---216429.aspx.

Financijska agencija će banci izdati nalog za prijenos zaplijenjenih sredstava. Jedan od ciljeva novog zakona je i rasterećenje sudova, budući da je ovrha na novčanim sredstvima najčešći oblik ovrhe i da su ovršni postupci skupi i dugotrajni. Kako bi se izbjegle manipulacije sustavom, krivotvorine i dvostruke naplate zadužnica, novi je zakon predvidio umrežavanje Financijske agencije i javnobilježničkih ureda, koji će voditi Registar zadužnica. U taj će registar ući svaka buduća zadužnica, a zadužnice koje su izdane prije stupanja na snagu novog zakona moći će se naplatiti tek kad vjerovnici zatraže njihovo unošenje u Registar.[93]

U informaciji o kretanju dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje poslovnih subjekata u Republici Hrvatskoj, Financijska agencija javno objavljuje prijavljene dospjele osnove za plaćanja poslovnih subjekata (pravne i fizičke osobe koje obavljaju registriranu djelatnost) i građana. Informacija o kretanju dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje poslovnih subjekata i građana temelji se na podacima koje, slijedom svojih zakonskih ovlasti, Financijska agencija prikuplja, objedinjava te prezentira.[94] Od 1. siječnja 2011. godine počela je primjena novog sustava provedbe ovrhe na novčanim sredstvima koji je uređen Zakonom o provedbi ovrhe na novčanim sredstvima i Pravilnikom o načinu i postupku provedbe ovrhe na novčanim sredstvima. Temeljem navedenih propisa postupak ovrhe na novčanim sredstvima tehnološki je unaprijeđen, tako da je uveden jedinstven postupak, metodologija i redoslijed u izvršenju osnova za plaćanje te jedinstveni obračun zateznih kamata, jedinstven sustav izvještavanja temeljen na izvornoj dokumentaciji, što cijeli sustav čini transparentnijim, efikasnijim, ažurnijim i donosi ujednačenost u primjeni propisa. Provođenje ovrha na svim kunskim i deviznim računima ovršenika, u svim bankama, prema OIB-u ovršenika i bez njegove suglasnosti, čini sustav djelotvornijim. Ovime se otvara mogućnost brže naplate i smanjenja troškova postupka ovrhe na novčanim sredstvima. U nastavku je prikazano stanje za blokirane, nelikvidne i insolventne poslovne subjekte te pravne i fizičke osobe u Republici Hrvatskoj, i to koristeći javne objave Financijske agencije iz prosinca 2011. godine, lipnja 2012. godine, rujna 2012. godine i posljednje objave do trenutka pisanja ovog rada – studenog 2012. godine.

---

[93] Dalmacijanews portal (2012). Stupio na snagu novi Ovršni zakon. Izvor: http://www.dalmacijanews.com/Hrvatska/View/tabid/77/ID/101858/Stupio-na-snagu-novi-Ovrsni-zakon.aspx.

[94] Od 2002. godine do 31. prosinca 2010. godine, Financijska agencija je prikupljala i objedinjavala spomenute podatke temeljem Upute o prikupljanju i objedinjavanju podataka o nepodmirenim obvezama poslovnih subjekata, na način da su banke navedene podatke, izvještajnog i statističkog karaktera, dostavljale Financijskoj agenciji, koja ih je objedinjavala i izrađivala informacije.

U prosincu 2011. godine ukupna vrijednost neizvršenih osnova za plaćanje od strane blokiranih poslovnih subjekata iznosi 41,68 milijardi kuna, dok usporedno, ukupna vrijednost neizvršenih osnova za plaćanje u lipnju 2012. godine iznosi 43,95 milijardi kuna, u rujnu 2012. godine 44,58 milijardi kuna, dok u studenom 2012. godine iznosi 43,70 milijardi kuna.

Tablica 17. Broj blokiranih poslovnih subjekata do 360 i više od 360 dana i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Ročnost	Broj blokiranih poslovnih subjekata	Struktura u %	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %
na dan 31.12. 2011.				
do 360 dana	16.594	23,4	6.904.636	16,6
više od 360 dana	54.434	76,6	34.784.571	83,4
UKUPNO	71.028	100,0	41.689.207	100,0
na dan 30.06.2012.				
do 360 dana	17.369	23,4	7.762.385	17,7
više od 360 dana	56.718	76,6	36.189.835	82,3
UKUPNO	74.087	100,0	43.952.220	100,0
na dan 30.09.2012.				
do 360 dana	16.497	22,3	7.935.761	17,8
više od 360 dana	57.356	77,7	36.646.124	82,2
UKUPNO	73.853	100,0	44.581.885	100,0
na dan 30.11.2012.				
do 360 dana	15.600	22,3	7.966.858	18,2
više od 360 dana	54.410	77,7	35.741.441	81,8
UKUPNO	70.010	100,0	43.708.299	100,0
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.				

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Promatrajući godišnje rezultate od 2010. do posljednje objavljenog izvještaja Financijske agencije za studeni 2012. godine, ukupan broj nelikvidnih poslovnih subjekata do 60 dana se postupno smanjivao, da bi se na kraju 2012. godine opet povećao.

Tablica 18. Broj nelikvidnih poslovnih subjekata do 60 dana i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2010., 2011. i 2012. g.

Stanje na dan	Broj nelikvidnih poslovnih subjekata	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje
31.12.2010.	5.238	1.190.719
30.11.2011.	5.212	1.792.799
31.12.2011.	5.210	1.499.406
31.05.2012.	4.857	2.198.673
30.06.2012.	4.608	1.579.945
31.08.2012.	3.636	933.611
30.09.2012.	3.873	1.029.704
30.11.2012.	4.364	1.143.336
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.		

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Promatrajući stanje od 31.12.2011. godine do 30.09.2012. godine, broj insolventnih poslovnih subjekata više od 60 dana je porastao sa 54.434 na 57.356 insolventnih poslovnih subjekata. Na kraju 2012. godine broj insolventnih poslovnih subjekata se smanjuje na 54.410. Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje je za promatrano razdoblje porastao sa 34,78 milijardi kuna na 35,74 milijardi kuna u studenom 2012. godine. S preko 35% udjela u promatranom razdoblju, najviše je insolventnih poslovnih subjekata koji su u blokadi 5 i više godina.

Tablica 19. Broj insolventnih poslovnih subjekata više od 360 dana, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Trajanje blokade	Broj insolventnih poslovnih subjekata	Struktura u %	Broj zaposlenih kod insolventnih poslovnih subjekata	Struktura u %	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %
na dan 31.12. 2011.						
1 - 2 g.	12.749	23,4	12.124	33,3	8.087.102	23,3
2 - 3 g.	10.489	19,3	8.270	22,7	8.951.663	25,7
3 - 4 g.	6.843	12,6	4.435	12,2	4.970.439	14,3
4 - 5 g.	5.044	9,2	3.040	8,3	3.089.596	8,9
5 i više	19.309	35,5	8.554	23,5	9.685.771	27,8
UKUPNO	54.434	100,0	36.423	100,0	34.784.571	100,0
na dan 30.06.2012.						
1 - 2	12.180	21,5	10.845	31,3	8.028.062	22,2
2 - 3	10.614	18,7	7.678	22,2	8.364.021	23,1
3 - 4	7.969	14,1	4.916	14,2	6.519.376	18,0
4 - 5	5.242	9,2	2.876	8,3	3.086.177	8,5
5 i više	20.713	36,5	8.300	24,0	10.192.199	28,2
UKUPNO	56.718	100,0	34.615	100,0	36.189.835	100,0
na dan 30.09.2012.						
1 - 2	11.859	20,7	10.151	30,9	7.558.026	20,6
2 - 3	10.273	17,9	6.593	20,1	7.970.234	21,7
3 - 4	8.529	14,9	5.342	16,2	7.138.090	19,5
4 - 5	5.591	9,7	2.790	8,5	3.652.025	10,0
5 i više	21.104	36,8	8.004	24,3	10.327.749	28,1
UKUPNO	57.356	100,0	32.880	100,0	36.646.124	100,0
na dan 30.11.2012.						
1 - 2	11.826	21,7	9.196	29,9	7.642.467	21,4
2 - 3	9.965	18,3	6.169	20,0	7.423.914	20,8
3 - 4	8.475	15,6	4.857	15,8	7.174.902	20,1
4 - 5	5.560	10,2	2.831	9,2	4.046.934	11,3
5 i više	18.584	34,2	7.734	25,1	9.453.224	26,4
UKUPNO	54.410	100,0	30.787	100,0	35.741.441	100,0

Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

U odnosu na 31.12.2011. godine, broj blokiranih pravnih osoba se do rujna 2012. godine povećao sa 37.114 na 38.975 blokiranih pravnih osoba. U studenom 2012. godine se ta brojka smanjila na 34.926 blokiranih pravnih osoba. Usporedno se za promatrano razdoblje povećao i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje sa 34,83 milijarde na 35,55 milijardi kuna.

Tablica 20. Pregled broja blokiranih pravnih osoba, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Trajanje blokade	Broj blokiranih pravnih osoba	Struktura u %	Broj zaposlenih kod blokiranih pravnih osoba	Struktura u %	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %
na dan 31.12. 2011.						
do 30 dana	1.441	3,9	8.909	20,5	835.463	2,4
31 – 60 dana	1.313	3,5	3.397	7,8	518.361	1,5
61 – 180 dana	2.701	7,3	6.248	14,3	2.312.060	6,6
181 – 360 dana	3.097	8,3	5.430	12,5	2.515.199	7,2
više od 360 dana	28.562	77,0	19.544	44,9	28.657.377	82,3
UKUPNO	37.114	100,0	43.528	100,0	34.838.460	100,0
na dan 30.06.2012.						
do 30 dana	1.085	2,8	6.759	16,3	201.681	0,6
31 – 60 dana	1.135	2,9	5.045	12,2	1.246.911	3,4
61 – 180 dana	2.798	7,3	5.569	13,4	2.295.857	6,3
181 – 360 dana	3.883	10,1	6.528	15,8	3.268.606	9,0
više od 360 dana	29.617	76,9	17.503	42,3	29.288.321	80,7
UKUPNO	38.518	100,0	41.404	100,0	36.301.376	100,0
na dan 30.09.2012.						
do 30 dana	1.341	3,4	6.349	15,9	554.358	1,5
31 – 60 dana	785	2,0	4.075	10,2	329.356	0,9
61 – 180 dana	2.791	7,2	6.615	16,6	3.330.048	9,1
181 – 360 dana	4.025	10,3	5.928	14,8	2.971.340	8,1
više od 360 dana	30.033	77,1	16.977	42,5	29.466.469	80,4
UKUPNO	38.975	100,0	39.944	100,0	36.651.571	100,0
na dan 30.11.2012.						
do 30 dana	1.426	4,1	8.670	23,0	550.749	1,6
31 – 60 dana	837	2,4	2.871	7,6	455.277	1,3
61 – 180 dana	2.619	7,5	6.781	18,0	2.600.382	7,3
181 – 360 dana	3.545	10,1	4.010	10,6	3.566.748	10,0
više od 360 dana	26.499	75,9	15.428	40,8	28.381.145	79,8
UKUPNO	34.926	100,0	37.760	100,0	35.554.301	100,0
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.						

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Za promatrana razdoblja, više od 96% blokiranih pravnih osoba, odnosi se na pravne osobe iz sektora gospodarstva (trgovačka društva, banke, društva za osiguranje, leasing društva, zadruge, inozemni osnivači, investicijska društva, kreditne unije i zajedničke financijske institucije). Promatrajući sektor gospodarstva i stanja na dane 31.12.2011., 30.06.2012. i 30.09.2012. godine, broj blokiranih pravnih osoba u sektoru gospodarstva se povećao sa 35.876 na 37.545 blokiranih pravnih osoba. U studenom 2012. godine se taj broj smanjio na 33.479 blokiranih pravnih osoba. Usporedno, iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje se povećao s 34,61 milijardi kuna na 35,26 milijardi kuna.

Tablica 21. Pregled broja blokiranih pravnih osoba u sektoru gospodarstva, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Trajanje blokade	Broj blokiranih pravnih osoba	Struktura u %	Broj zaposlenih kod blokiranih pravnih osoba	Struktura u %	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %
na dan 31.12. 2011.						
do 30 dana	1.363	3,8	8.778	20,5	833.418	2,4
31 – 60 dana	1.257	3,5	3.325	7,7	515.504	1,5
61 – 180 dana	2.572	7,2	6.082	14,2	2.307.934	6,7
181 – 360 dana	2.979	8,3	5.361	12,5	2.505.908	7,2
više od 360 dana	27.705	77,2	19.333	45,1	28.453.628	82,2
UKUPNO	35.876	100,0	42.879	100,0	34.616.392	100,0
na dan 30.06.2012.						
do 30 dana	1.052	2,8	6.617	16,3	197.151	0,5
31 – 60 dana	1.073	2,9	4.887	12,0	1.230.954	3,4
61 – 180 dana	2.643	7,1	5.408	13,3	2.253.211	6,3
181 – 360 dana	3.713	10,0	6.478	15,9	3.262.252	9,1
više od 360 dana	28.692	77,2	17.266	42,5	29.070.217	80,7
UKUPNO	37.173	100,0	40.656	100,0	36.013.785	100,0
na dan 30.09.2012.						
do 30 dana	1.266	3,4	6.001	15,3	545.132	1,5
31 – 60 dana	732	1,9	3.998	10,2	323.877	0,9
61 – 180 dana	2.649	7,1	6.537	16,7	3.311.256	9,1
181 – 360 dana	3.837	10,2	5.860	15,0	2.932.052	8,1
više od 360 dana	29.061	77,4	16.742	42,8	29.242.094	80,4
UKUPNO	37.545	100,0	39.138	100,0	36.354.411	100,0
na dan 30.11.2012.						
do 30 dana	1.346	4,0	8.485	22,8	546.766	1,5
31 – 60 dana	804	2,4	2.810	7,6	451.981	1,3
61 – 180 dana	2.474	7,4	6.712	18,1	2.585.196	7,3
181 – 360 dana	3.369	10,1	3.954	10,6	3.518.944	10,0

više od 360 dana	25.486	76,1	15.175	40,9	28.158.016	79,9
UKUPNO	33.479	100,0	37.136	100,0	35.260.903	100,0
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.						

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Broj nelikvidnih pravnih osoba do 60 dana je na dan 30.09.2012., u usporedbi sa stanjem na dan 31.12.2011. godine, u blagom padu. Broj nelikvidnih pravnih osoba do 60 dana se ponovno povećava u studenom 2012. godine, i to na 2.263. Uspoređujući isto razdoblje, iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje je smanjen sa 1,35 milijardi kuna na 1 milijardu kuna.

Tablica 22. Broj nelikvidnih pravnih osoba do 60 dana i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2010., 2011. i 2012. g.

Stanje na dan	Broj nelikvidnih pravnih osoba	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje
31.12.2010.	2.733	1.054.880
30.11.2011.	2.684	1.667.401
31.12.2011.	2.754	1.353.824
31.05.2012.	2.356	2.081.928
30.06.2012.	2.220	1.448.592
30.09.2012.	2.126	883.714
30.11.2012.	2.263	1.006.026
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.		

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Promatrajući razdoblje od 31.12.2011. godine do 30.09.2012. godine, broj insolventnih pravnih osoba je porastao, i to sa 28.562 na 30.033 pravnih osoba. Broj je u studenom 2012. godine pao na 26.499. Za cijelo promatrano razdoblje, veliki dio pravnih osoba (preko 75%), koje su u dugotrajnoj blokadi, pravne su osobe bez zaposlenih radnika.

Tablica 23. Broj insolventnih pravnih osoba više od 360 dana, broj zaposlenih i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Trajanje blokade	Broj insolventnih pravnih osoba	Struktura u %	Broj zaposlenih kod insolventnih pravnih osoba	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %
na dan 31.12. 2011.					
više od 360 dana	21.496	75,3	0	16.437.541	57,4
	7.066	24,7	19.544	12.219.836	42,6
UKUPNO	28.562	100,0	19.544	28.657.377	100,0

na dan 30.06.2012.					
više od 360 dana	22.740	76,8	0	17.509.724	59,8
	6.877	23,2	17.503	11.778.597	40,2
UKUPNO	29.617	100,0	17.503	29.288.321	100,0
na dan 30.09.2012.					
više od 360 dana	23.258	77,4	0	17.835.439	60,5
	6.775	22,6	16.977	11.631.030	39,5
UKUPNO	30.033	100,0	16.977	29.466.469	100,0
na dan 30.11.2012.					
više od 360 dana	20.254	76,4	0	17.172.195	60,5
	6.245	23,6	15.428	11.208.950	39,5
UKUPNO	26.499	100,0	15.428	28.381.145	100,0
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.					

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Broj blokiranih fizičkih osoba u razdoblju od 31.12.2011. do 30.11.2012. godine je porastao, sa 33.914 na 35.084 blokiranih fizičkih osoba, gdje se preko 76% odnosi na fizičke osobe blokirane više od 360 dana. Ukupne prijavljene neizvršene osnove za plaćanje su za promatrano razdoblje porasle sa 6,85 na 8,15 milijardi kuna.

Tablica 24. Pregled broja blokiranih fizičkih osoba, broj zaposlenih i iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Trajanje blokade	Broj blokiranih fizičkih osoba	Struktura u %	Broj zaposlenih kod blokiranih pravnih osoba	Struktura u %	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %
na dan 31.12. 2011.						
do 30 dana	1.271	3,7	1.623	6,4	57.211	0,8
31 – 60 dana	1.185	3,5	1.367	5,4	88.371	1,3
61 – 180 dana	2.709	8,0	2.541	10,1	189.539	2,8
181 – 360 dana	2.877	8,5	2.760	11,0	388.432	5,7
više od 360 dana	25.872	76,3	16.879	67,1	6.127.194	89,4
UKUPNO	33.914	100,0	25.170	100,0	6.850.747	100,0
na dan 30.06.2012.						
do 30 dana	1.143	3,2	1.682	6,5	66.088	0,9
31 – 60 dana	1.245	3,5	1.636	6,3	65.265	0,9
61 – 180 dana	2.521	7,1	2.506	9,7	270.067	3,5
181 – 360 dana	3.559	10,0	2.884	11,2	347.910	4,5
više od 360 dana	27.101	76,2	17.112	66,3	6.901.514	90,2
UKUPNO	35.569	100,0	25.820	100,0	7.650.844	100,0
na dan 30.09.2012.						
do 30 dana	1.118	3,2	1.334	5,8	35.152	0,5
31 – 60 dana	629	1,8	801	3,5	110.838	1,4
61 – 180 dana	2.462	7,1	2.545	11,0	207.921	2,6
181 – 360 dana	3.346	9,6	2.496	10,8	396.748	5,0

više od 360 dana	27.323	78,3	15.903	68,9	7.179.655	90,5
UKUPNO	34.878	100,0	23.079	100,0	7.930.314	100,0
na dan 30.11.2012.						
do 30 dana	1.356	3,9	1.900	8,6	90.332	1,1
31 – 60 dana	745	2,1	712	3,2	46.978	0,6
61 – 180 dana	2.106	6,0	1.977	9,0	329.026	4,0
181 – 360 dana	2.966	8,4	2.152	9,7	327.366	4,0
više od 360 dana	27.911	79,6	15.359	69,5	7.360.296	90,3
UKUPNO	35.084	100,0	22.100	100,0	8.153.998	100,0
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.						

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Za promatrana razdoblja od 31.12. 2010. do 30.09.2012. godine broj nelikvidnih fizičkih osoba do 60 dana je u opadanju. U studenom 2012. broj nelikvidnih fizičkih osoba do 60 dana je porastao na 2.101.

Tablica 25. Broj nelikvidnih fizičkih osoba do 60 dana i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2010., 2011. i 2012. g.

Stanje na dan	Broj nelikvidnih fizičkih osoba	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje
31.12.2010.	2.505	135.839
30.11.2011.	2.528	125.398
31.12.2011.	2.456	145.582
31.05.2012.	2.501	116.745
30.06.2012.	2.388	131.353
30.09.2012.	1.747	145.990
30.11.2012.	2.101	137.310
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.		

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Kod fizičkih osoba koje su insolventne i dugotrajno blokirane, na dan 31.12.2011. godine njih 57,2% ili 14.796 su fizičke osobe bez zaposlenih radnika, a njihov ukupan dug iznosi 3,16 milijardi kuna. Kod insolventnih fizičkih osoba, na dan 30.11.2012. njih 62,6% ili 17.479 su fizičke osobe bez zaposlenih radnika, a njihov ukupan dug iznosi 4,28 milijardi kuna.

Tablica 26. Broj insolventnih fizičkih osoba više od 360 dana, broj zaposlenih i iznos prijavljenih dospjelih neizvršenih osnova za plaćanje u Republici Hrvatskoj za 2011. i 2012. g.

Trajanje blokade	Broj insolventnih fizičkih	Struktura u %	Broj zaposlenih kod insolventnih fizičkih osoba	Iznos prijavljenih neizvršenih osnova za plaćanje	Struktura u %

	osoba				
na dan 31.12. 2011.					
više od 360 dana	14.796	57,2	0	3.167.207	51,7
	11.076	42,8	16.879	2.959.987	48,3
UKUPNO	25.872	100,0	16.879	6.127.194	100,0
na dan 30.06.2012.					
više od 360 dana	16.067	59,3	0	3.817.916	55,3
	11.034	40,7	17.112	3.083.598	44,7
UKUPNO	27.101	100,0	17.112	6.901.514	100,0
na dan 30.09.2012.					
više od 360 dana	16.590	60,7	0	4.024.622	56,1
	10.733	39,3	15.903	3.155.033	43,9
UKUPNO	27.323	100,0	15.903	7.179.655	100,0
na dan 30.11.2012.					
više od 360 dana	17.479	62,6	0	4.287.267	58,2
	10.432	37,4	15.359	3.073.029	41,8
UKUPNO	27.911	100,0	15.359	7.360.296	100,0
Napomena: Iznosi su u tisućama kuna.					

Izvor: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011, 06/2012, 09/2012 i 11/2012, Izvor: www.fina.hr.

Za očekivati je da će se, zahvaljujući poduzetim mjerama, propisanim Zakonom o provedbi ovrhe na novčanim sredstvima, novim Ovršnim zakonom i Zakonom o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi te postupcima brisanja trgovačkih društava sukladno članku 70. stavku 3. Zakona o sudskom registru (nad obveznicima koji Registru godišnjih financijskih izvještaja kojeg vodi Fina, nisu predali godišnji financijski izvještaj radi javne objave i to tri godine za redom)[95] i pokretanju redovnih stečajnih postupaka koje je pokrenula Porezna uprava, u narednim mjesecima, iznos prijavljenih neizvršenih osnova iza plaćanje postepeno smanjivati ili sporije rasti.[96]

[95] Zaključno do 31. listopada 2012. godine pravomoćno je brisano 29.665 trgovačkih društava, a u tijeku je postupak brisanja nad još 4.035 društava. Prema: Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 11/2012, Izvor: www.fina.hr, str. 5.

[96] Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 11/2012, Izvor: www.fina.hr, str. 6.

4. DESKRIPTIVNA ANALIZA SKUPINE ODABRANIH DIONIČKIH DRUŠTAVA ZAGREBAČKE BURZE

4.1. Zagrebačka burza

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj započelo je s radom 1991. godine, osnutkom Zagrebačke burze, a 1993. godine osnovano je i Varaždinsko tržište vrijednosnica. Tijekom 2002. godine Varaždinsko tržište vrijednosnica transformirano je u Varaždinsku burzu, a 2007. godine dovršen je proces povezivanja Zagrebačke i Varaždinske burze koje danas funkcioniraju ujedinjeno pod nazivom Zagrebačka burza.

Od osnutka tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj, financijsko izvještavanje je nadzirala Komisija za vrijednosne papire, koja je osnovana sa zadaćom regulacije, nadzora i poticanja razvoja tržišta kapitala. Komisija je temeljem Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga prestala s radom u siječnju 2006. godine, kada ju je zamijenila Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). Obveza tromjesečnog izvještavanja za poduzeća čijim se dionicama javno trguje uvedena je 1999. godine, s ciljem povećanja transparentnosti i pravodobne informiranosti svih sudionika.

4.2. Skupine odabranih dioničkih društava (SODD)

Odabrana dionička društva koja su uključena u istraživanje aktivno sudjeluju na tržištu kapitala Republike Hrvatske, i to na uređenom tržištu Zagrebačke burze. Kriterij za sudjelovanje u ovom istraživanju je da društvo ima *javno dostupne financijske izvještaje u razdoblju od 2005. do 2011. godine*. Također, kriterij je i da su dostupni financijski izvještaji za promatrano razdoblje – *ili konsolidirani ili nekonsolidirani financijski izvještaji*. Uz kontinuitet vrste financijskih izvještaja, kriterij za uključivanje dioničkog društva u analizu je i da *u povijesnim podacima na stranicama Zagrebačke burze, u razdoblju od 2005. do 2011. godine, za društvo postoji trgovanje dionicama*. Trgovanje dionicama pojedinog društva bitno je zbog uključenosti parametra prosječne cijene dionica u analizu (Z-score pokazatelj).

Prilikom izbora poduzeća koja sudjeluju u istraživanju referenciralo se na istraživanje Belak, Aljinović-Barać (2008) u kojem su analizirana sva dionička društva Zagrebačke burze u razdoblju od 2003. do 2007. godine. Uzevši u obzir rezultate istraživanja od Belak i Aljinović Barač te uzevši 2007. godinu kao referentnu, odabrana su dva najuspješnija, jedno

prosječno i dva najmanje uspješna dionička društva, i to za svaku od promatranih djelatnosti. Ukoliko pojedino dioničko društvo nije zadovoljavalo prethodno spomenute kriterije o dostupnosti informacija o poslovanju, poduzeće nije obuhvaćeno istraživanjem te je odabrano sljedeće društvo.

Istraživanje ukupno obuhvaća po pet dioničkih društava za šest proizvoljno odabranih djelatnosti koje su usklađene sa Nacionalnom klasifikacijom djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). U nastavku rada i za svaku od šest djelatnosti prikazat će se tablica s originalnom, glavnom djelatnosti pojedinog poduzeća prema važećoj klasifikaciji. Također, s obzirom na Nacionalnu klasifikaciju djelatnosti Republike Hrvatske za „skupinu odabranih dioničkih društava" koristit će se kratica SODD s navedenom djelatnosti koja je karakteristična za poduzeća unutar odabrane skupine.

Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo pripadaju A kategoriji Nacionalne klasifikacije djelatnosti. Četiri odabrana društva Koka d.d., Belje d.d., Agromeđimurje d.d. i Kaštelanski staklenici d.d. prema klasifikaciji pripadaju segmentu „Biljna i stočarska proizvodnja, lovstvo i uslužne djelatnosti povezane s njima". Dioničko društvo Puris d.d. pripada segmentu „Proizvodnja proizvoda od mesa i mesa peradi". Ovoj SODD dodijeljen je naziv Poljoprivreda.

Tablica 27. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Poljoprivreda

DIONIČKO DRUŠTVO	DJELATNOST PREMA NKD 2012
	POLJOPRIVREDA, ŠUMARSTVO I RIBARSTVO (A) Biljna i stočarska proizvodnja, lovstvo i uslužne djelatnosti povezane s njima (01) Proizvodnja prehrambenih proizvoda (10)
KOKA d.d.	Uzgoj peradi (A0147)
BELJE d.d.	Uzgoj žitarica (osim riže), mahunarki i uljanog sjemenja (A0111)
AGROMEĐIMURJE d.d.	Uzgoj žitarica (osim riže), mahunarki i uljanog sjemenja (A0111)
KAŠTELANSKI STAKLENICI d.d	Uzgoj povrća, dinja i lubenica, korjenastog i gomoljastog povrća (A0113)
PURIS d.d.	Proizvodnja proizvoda od mesa i mesa peradi (A1013)

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

Prerađivačka industrija pripada C kategoriji Nacionalne klasifikacije djelatnosti. Tri odabrana društva, Dukat/Lura d.d., Čakovečki mlinovi d.d. i Koestlin d.d., pripadaju segmentu „Proizvodnja prehrambenih proizvoda". Dva odabrana poduzeća Badel 1862 d.d. i Dalmacijavino d.d. pripadaju segmentu „Proizvodnja vina od grožđa". Ovoj SODD dodijeljen je naziv Prehrambena industrija.

Tablica 28. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Prehrambena industrija

DIONIČKO DRUŠTVO	DJELATNOST PREMA NKD 2012
	PRERAĐIVAČKA INDUSTRIJA (C) Proizvodnja prehrambenih proizvoda (10) Proizvodnja pića (11)
DUKAT d.d./LURA d.d.,	Djelatnosti mljekara i proizvođača sira (CA1051)
ČAKOVEČKI MLINOVI d.d.,	Proizvodnja mlinskih proizvoda (CA1061)
BADEL 1862 d.d.,	Destiliranje, pročišćavanje i miješanje alkoholnih pića (CA1101)
DALMACIJAVINO d.d.,	Proizvodnja vina od grožđa (CA1102)
KOESTLIN d.d.	Proizvodnja dvopeka, keksa i srodnih proizvoda, proizvodnja trajnih peciva, slastičarskih proizvoda i kolača (CA1072)

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

Građevinarstvo pripada F kategoriji Nacionalne klasifikacije djelatnosti. Tri odabrana društva, Tehnika d.d., Lavčević d.d. i Industrogradnja grupa d.d. pripadaju segmentu „Gradnja zgrada“. Dioničko društvo Dalekovod d.d. pripada segmentu „Gradnja građevina niskogradnje“. Posljednje odabrano dioničko društvo, Institut Građevinarstva Hrvatske d.d., prema svojoj glavnoj djelatnosti i nacionalnoj klasifikaciji pripada M kategoriji Nacionalne klasifikacije djelatnosti – „Stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti“ i segmentu „Znanstveno istraživanje i razvoj“. Zbog svoje prirode djelovanja, Institut Građevinarstva Hrvatske d.d. je svrstan u istu skupinu kao i prethodna društva, pri čemu je ukupnoj SODD dodijeljen naziv Graditeljstvo.

Tablica 29. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Graditeljstvo

DIONIČKO DRUŠTVO	DJELATNOST PREMA NKD 2012
	GRAĐEVINARSTVO (F) Gradnja zgrada (41) Gradnja građevina niskogradnje (42) STRUČNE, ZNANSTVENE I TEHNIČKE DJELATNOSTI (M) Znanstveno istraživanje i razvoj (72)
INSTITUT GRAĐEVINARSTVA HRVATSKE d.d.,	Ostalo istraživanje i eksperimentalni razvoj u prirodnim, tehničkim i tehnološkim znanostima (MB7219)
DALEKOVOD d.d.,	Gradnja vodova za električnu struju i telekomunikacije (F4222)
TEHNIKA d.d.,	Gradnja stambenih i nestambenih zgrada (F4120)
LAVČEVIĆ d.d.,	Gradnja stambenih i nestambenih zgrada (F4120)
INDUSTROGRADNJA GRUPA d.d.	Gradnja stambenih i nestambenih zgrada (F4120)

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

Sva odabrana društva u području ugostiteljstva i turizma, prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti pripadaju I kategoriji „Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane“ te segmentu „Smještaj“. Ovoj SODD dodijeljen je naziv Ugostiteljstvo i turizam.

Tablica 30. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Ugostiteljstvo i turizam

DIONIČKO DRUŠTVO	DJELATNOST PREMA NKD 2012
	DJELATNOSTI PRUŽANJA SMJEŠTAJA TE PRIPREME I USLUŽIVANJA HRANE (I) Smještaj (55)
PLAVA LAGUNA d.d.	Hoteli i sličan smještaj (I5510)
HOTELI CROATIA d.d.,	Hoteli i sličan smještaj (I5510)
HOTELI TUČEPI d.d.,	Hoteli i sličan smještaj (I5510)
HTP OREBIĆ d.d.,	Hoteli i sličan smještaj (I5510)
SUNČANI HVAR d.d.	Hoteli i sličan smještaj (I5510)

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

Sva odabrana društva u području elektroničke industrije, prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti pripadaju C kategoriji „Prerađivačka industrija“ te segmentu „Proizvodnja električne opreme“. Ovoj SODD dodijeljen je naziv Elektronička industrija.

Tablica 31. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Elektronička industrija

DIONIČKO DRUŠTVO	DJELATNOST PREMA NKD 2012
	PRERAĐIVAČKA INDUSTRIJA (C) Proizvodnja električne opreme (27)
SIEMENS d.d.,	Proizvodnja ostale električne opreme (CJ2790)
KONČAR-DIST d.d.,	Proizvodnja elektromotora, generatora i transformatora (CJ2711)
KONČAR-ELEKTROINDUSTRIJA	Proizvodnja elektromotora, generatora i transformatora (CJ2711)
TEP – TVORNICE ELEKTRONIČKIH PROIZVODA d.d.	Proizvodnja uređaja za distribuciju i kontrolu električne energije (CJ2712)
CROATIA-BATERIJE d.d.	Proizvodnja baterija i akumulatora (CJ2720)

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

Trgovina pripada G kategoriji prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti. Dva odabrana društva, Brodomerkur d.d. i Tankerkomerc d.d. pripadaju segmentu „Nespecijalizirana trgovina na veliko“, dok Tisak d.d. i Žitnjak d.d pripadaju segmentu „Trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima“. Društvo Auto-Hrvatska d.d. pripada segmentu „Trgovina automobilima i motornim vozilima lake kategorije“. Ovoj SODD dodijeljen je naziv Trgovina.

Tablica 32. Nacionalna klasifikacija djelatnosti – SODD Trgovina

DIONIČKO DRUŠTVO	DJELATNOST PREMA NKD 2012
	TRGOVINA NA VELIKO I MALO; POPRAVAK MOTORNIH VOZILA I MOTOCIKALA (G) Trgovina na veliko i na malo motornim vozilima i motociklima; popravak motornih vozila i motocikla (45) Trgovina na veliko, osim trgovine motornim vozilima i motociklima (46)

	Trgovina na malo, osim trgovine motornim vozilima i motociklima (47)
AUTO-HRVATSKA d.d.,	Trgovina automobilima i motornim vozilima lake kategorije (G4511)
TISAK d.d.,	Trgovina na malo novinama, papirnatom robom i pisaćim priborom u specijaliziranim prodavaonicama (G4762)
BRODOMERKUR d.d.,	Nespecijalizirana trgovina na veliko (G4690)
ŽITNJAK d.d.,	Trgovina na malo u nespecijaliziranim prodavaonicama pretežno hranom, pićima i duhanskim proizvodima (G4711)
TANKERKOMERC d.d.	Nespecijalizirana trgovina na veliko (G4690)

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

U sljedećoj tablici prikazan je ukupan prikaz SODD s pripadajućom djelatnosti i navedenim dioničkim društvima koji pripadaju pojedinoj SODD.

Tablica 33. Skupine odabranih dioničkih društava

SODD DJELATNOST	DIONIČKA DRUŠTVA
SODD Poljoprivreda	KOKA d.d., BELJE d.d., AGROMEĐIMURJE d.d., KAŠTELANSKI STAKLENICI d.d., PURIS d.d.
SODD Prehrambena industrija	DUKAT d.d./LURA d.d., ČAKOVEČKI MLINOVI d.d., BADEL 1862 d.d., DALMACIJAVINO d.d., KOESTLIN d.d.
SODD Graditeljstvo	INSTITUT GRAĐEVINARSTVA HRVATSKE d.d., DALEKOVOD d.d., TEHNIKA d.d., LAVČEVIĆ d.d., INDUSTROGRADNJA GRUPA d.d.
SODD Ugostiteljstvo i turizam	PLAVA LAGUNA d.d., HOTELI CROATIA d.d., HOTELI TUČEPI d.d., HTP OREBIĆ d.d., SUNČANI HVAR d.d.
SODD Elektronička industrija	SIEMENS d.d., KONČAR-DIST d.d., KONČAR-ELEKTROINDUSTRIJA, TEP – TVORNICE ELEKTRONIČKIH PROIZVODA d.d., CROATIA-BATERIJE d.d.
SODD Trgovina	AUTO-HRVATSKA d.d., TISAK d.d., BRODOMERKUR d.d., ŽITNJAK d.d., TANKERKOMERC d.d.

Izvor: Nacionalna klasifikacija djelatnosti Republike Hrvatske (2007; 2012). Dionička društva odabrala autorica.

Dakle, odabrano je po pet dioničkih društava iz šest djelatnosti: poljoprivrede, prehrambene industrije, graditeljstva, ugostiteljstva i turizma, elektroničke industrije i trgovine.

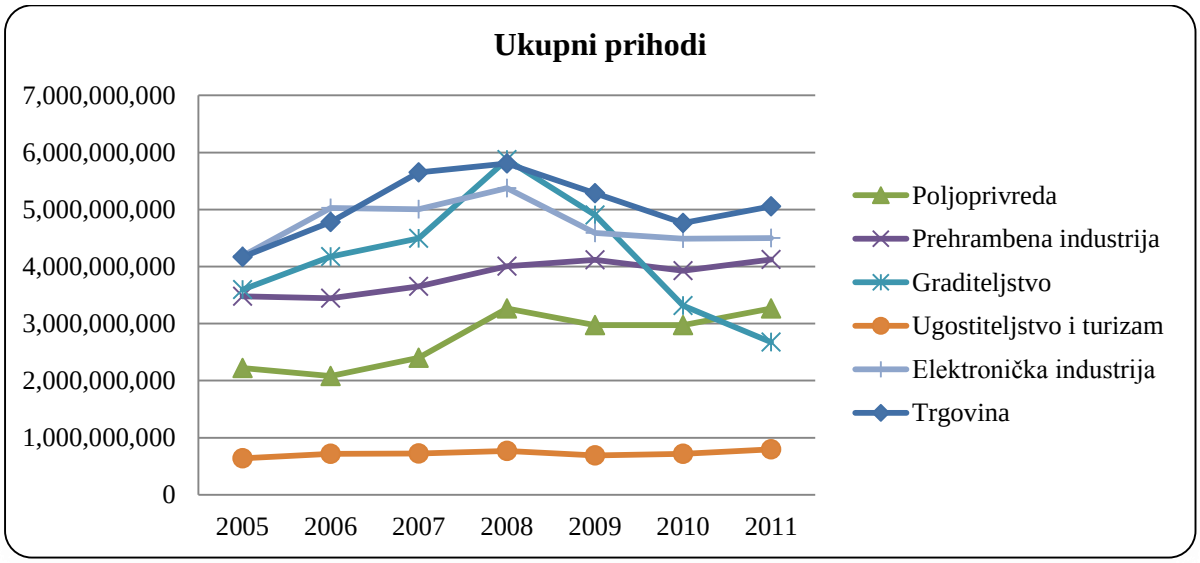
4.3. Deskriptivna analiza SODD

U istraživanju se analizira trideset dioničkih društava Zagrebačke burze, koja pripadaju šest djelatnosti prema prethodno definiranoj klasifikaciji. Financijski izvještaji društava, u razdoblju od 2005. do 2011. godine javno su dostupni na Web stranicama Zagrebačke burze. Kako smo prethodno ukazali na važnost kontinuirane analize financijskih izvještaja, primijenit ćemo deskriptivnu analizu na odabrana dionička društva ovog istraživanja. Za svaku proizvoljno odabranu djelatnost i SODD (Poljoprivreda, Prehrambena industrija,

Graditeljstvo, Ugostiteljstvo i turizam, Elektronička industrija, Trgovina) sumirane su vrijednosti računa dobiti i gubitka te bilance za pet odabranih dioničkih društava, i to za razdoblje od 2005. do 2011. godine. Deskriptivna analiza uključuje usporedbu odabranih djelatnosti i odabranih stavki iz računa dobiti i gubitka (Ukupni prihodi, Poslovni prihodi, Financijski prihodi, Ukupni rashodi, Poslovni rashodi, Financijski rashodi, Neto dobit/gubitak razdoblja) te odabranih stavki iz bilance (Ukupna Aktiva/Pasiva, Dugotrajna imovina, Kratkotrajna imovina, Kapital i rezerve, Rezerviranja, Dugoročne obveze, Kratkoročne obveze). U sljedećoj analizi koriste se dva tipa grafičkih prikaza kojima se vizualno predočavaju osnovne stavke iz financijskih izvještaja. Prvim se pomoću linijskog prikaza uspoređuje šest djelatnosti s obzirom na određenu stavku iz računa dobiti i gubitka ili bilance za odabrano razdoblje. Drugim tipom grafičkog prikaza se prezentira odabrana djelatnost i stavka iz računa dobiti i gubitka ili bilance u odabranom razdoblju, gdje se površinom kruga prikazuje sama veličina stavke.

Dakle, za promatrano razdoblje Ukupni prihodi uglavnom rastu do 2009. godine, nakon koje je vidljiv negativan utjecaj krizne situacije na dionička društva različitih djelatnosti. Najveće smanjenje ukupnih prihoda u 2009. godini vidljivo je u djelatnosti graditeljstva i elektroničke industrije, dok je za djelatnost ugostiteljstva i turizma u cijelom promatranom razdoblju prisutna stagnacija. Oporavak Ukupnih prihoda, odnosno prestanak negativnog trenda događa se u 2011. godini, s iznimkom djelatnosti graditeljstva u kojem se negativan trend zadržava i u 2011. godini i na nižoj je razini nego u 2005. godini.

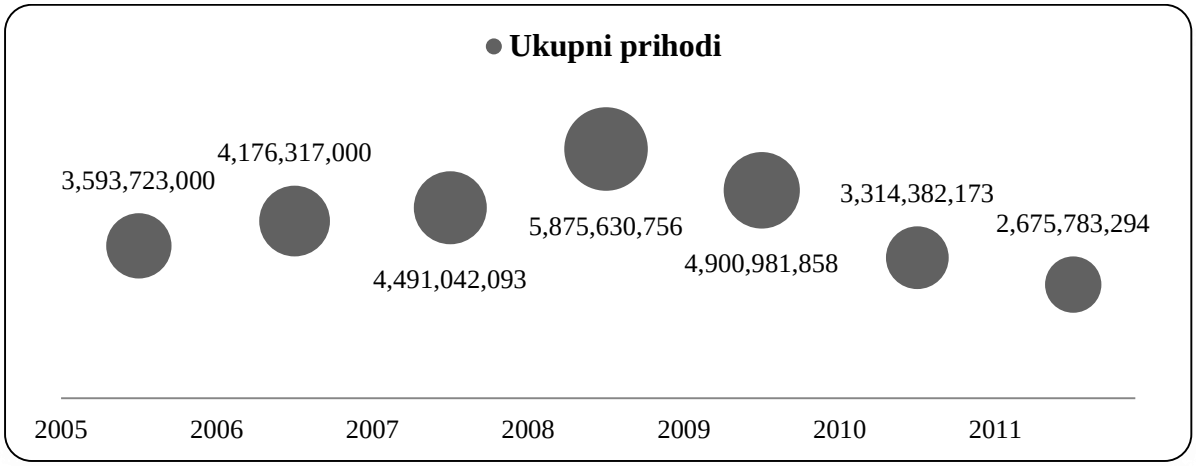
Grafikon 1. Ukupni prihodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

U nastavku je grafički prikaz djelatnosti graditeljstva za cijelo promatrano razdoblje, gdje je površinom kruga prikazana veličina Ukupnih prihoda. Kao što je prethodno rečeno, vidljiv je pad Ukupnih prihoda graditeljstva od 2009. godine, koji je prisutan do kraja promatranog razdoblja.

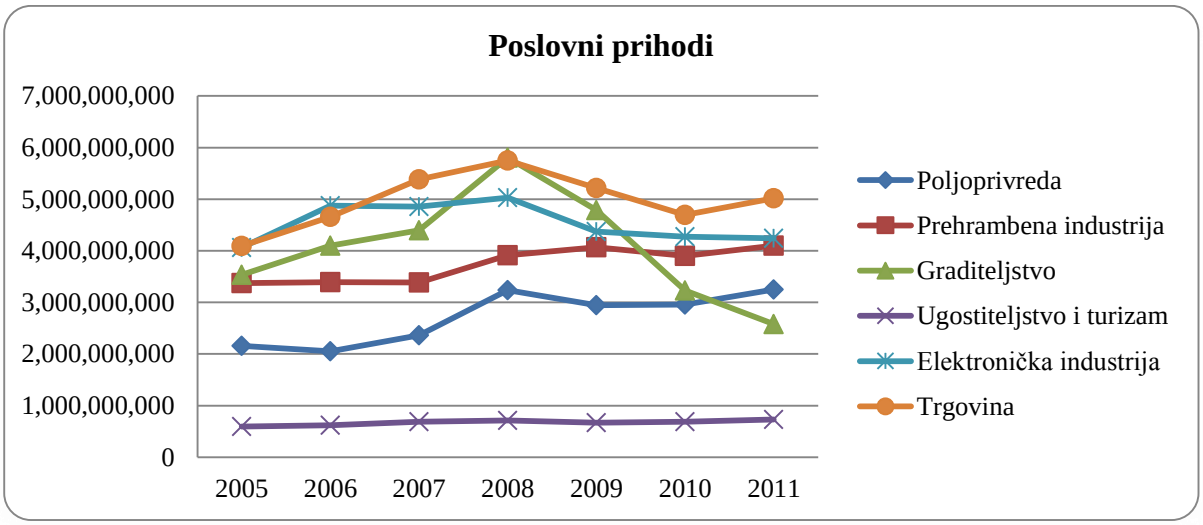
Grafikon 2. Ukupni prihodi, SODD Graditeljstvo



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Ukupne prihode čine Poslovni i Financijski prihodi. Poslovni prihodi, u kojima prihodi od prodaje zauzimaju najveći udio, do krizne situacije 2009. godine uglavnom rastu. Od 2009. godine prisutan je pad Poslovnih prihoda zbog smanjenja obujma poslovanja. Ističu se djelatnosti ugostiteljstva i turizma te prehrambene industrija u kojima je vidljiva stagnacija Poslovnih prihoda. Oporavak se događa u 2011. godini, s iznimkom djelatnosti graditeljstva za koju se nastavlja negativan trend.

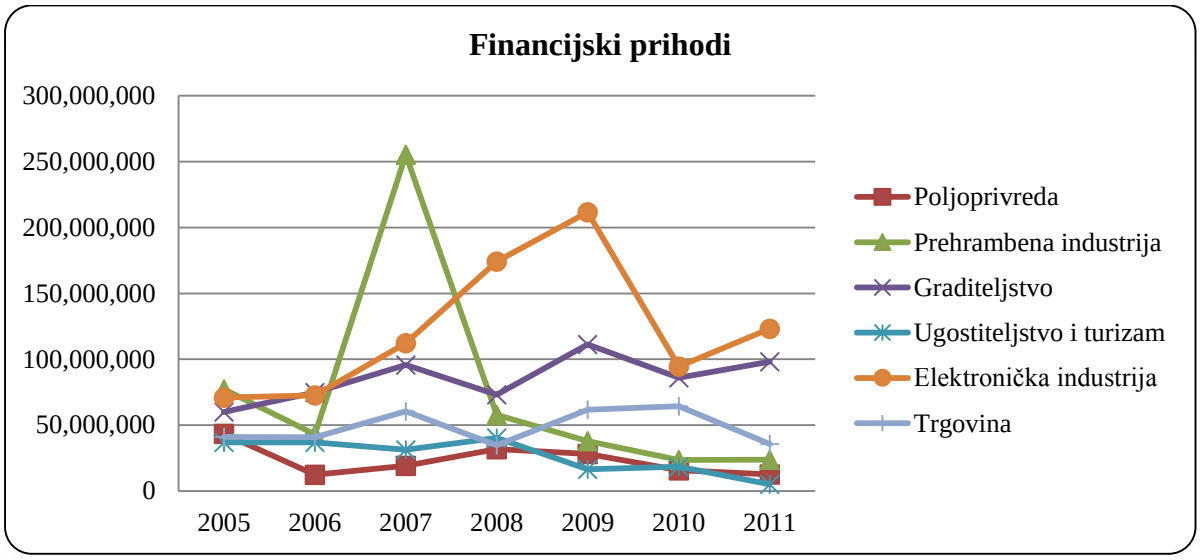
Grafikon 3. Poslovni prihodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

U promatranom razdoblju, za Financijske prihode su vidljive oscilacije za različite djelatnosti, što je posljedica različitog utjecaja krizne situacije na financijska ulaganja i prihode od korištenja imovine pojedinog dioničkog društva.

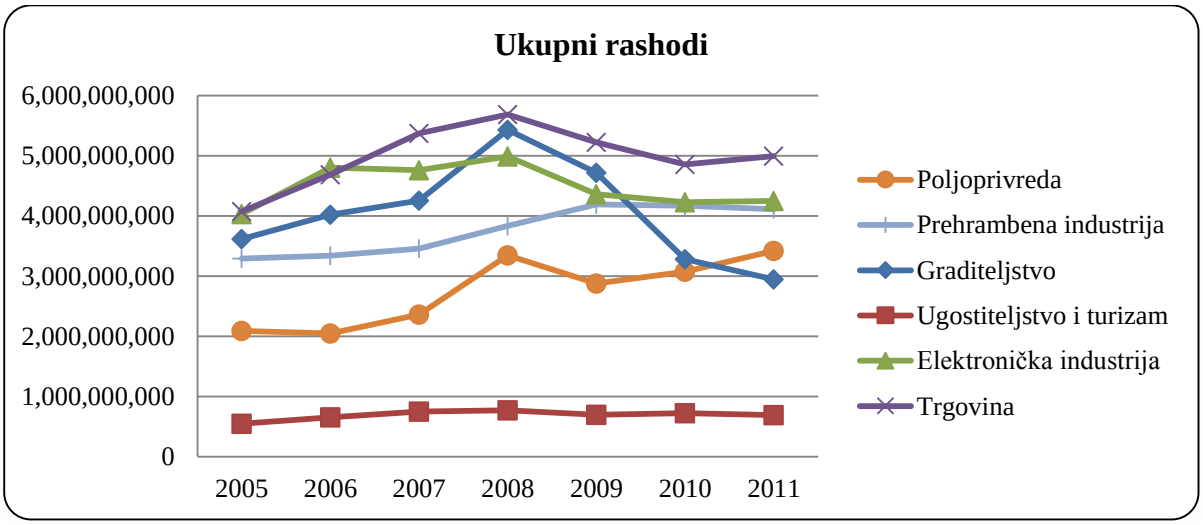
Grafikon 4. Financijski prihodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Ukupni rashodi prate stavku Ukupnih prihoda koji su bilježili pozitivan trend do 2009. godine. Nakon posljedica krizne situacije, vidljiv je pad Ukupnih rashoda u 2009. godini. Najveći utjecaj krizna situacija ima na djelatnosti graditeljstva, poljoprivrede i elektroničke industrije. Kao i Ukupni prihodi, Ukupni rashodi stagniraju za djelatnost ugostiteljstva i turizma.

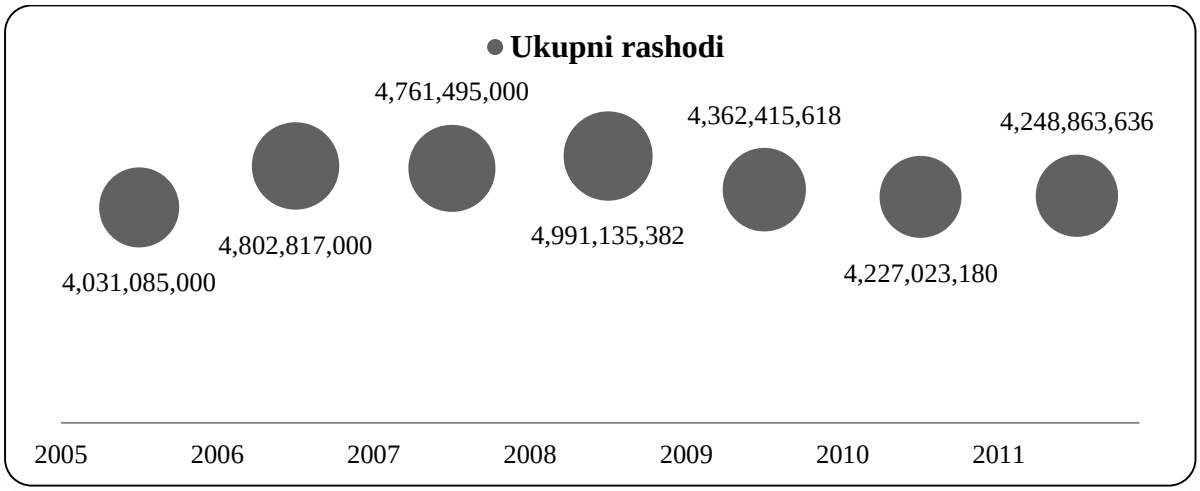
Grafikon 5. Ukupni rashodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Uz graditeljstvo koje vidno proživljava gubitke nakon posljedica krizne situacije, i elektronička industrija u 2009. godini bilježi značajan negativan trend. Međutim, za razliku od djelatnosti graditeljstva, elektronička industrija zaustavlja negativan trend u 2011. godini.

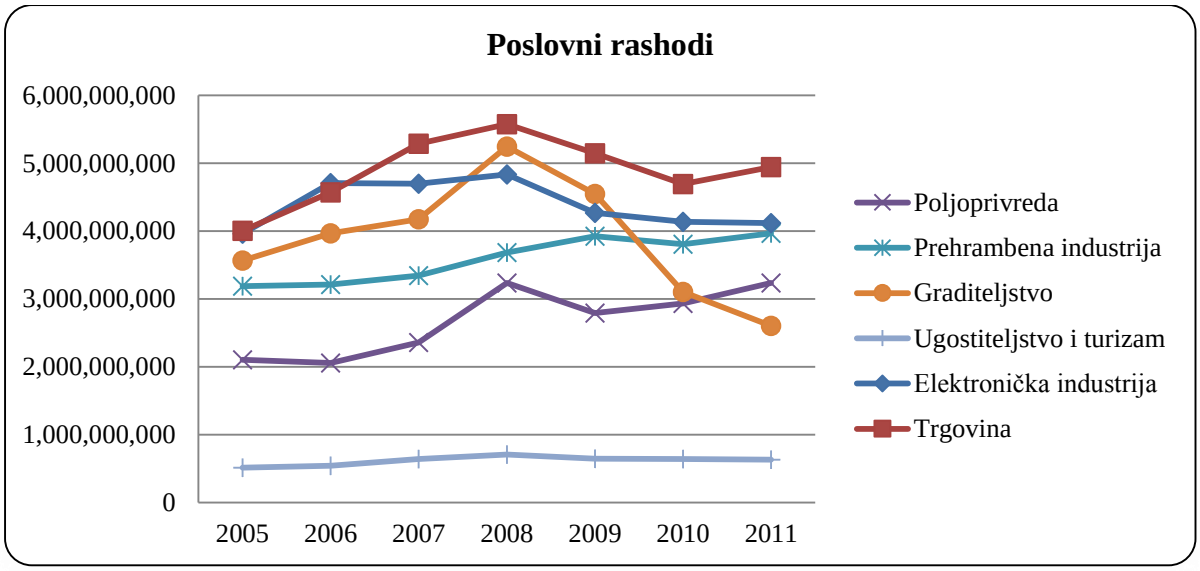
Grafikon 6. Ukupni rashodi, SODD Elektronička industrija



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Poslovni rashodi, slično Poslovnim prihodima, do 2009. godine bilježe pozitivan trend, dok je nakon 2009. godine prisutan pad. Iznimke su djelatnost ugostiteljstva i turizma kod koje je prisutna stagnacija Poslovnih rashoda i prehrambena industrija kod koje je vidljiv minimalan negativan trend u 2010. godini.

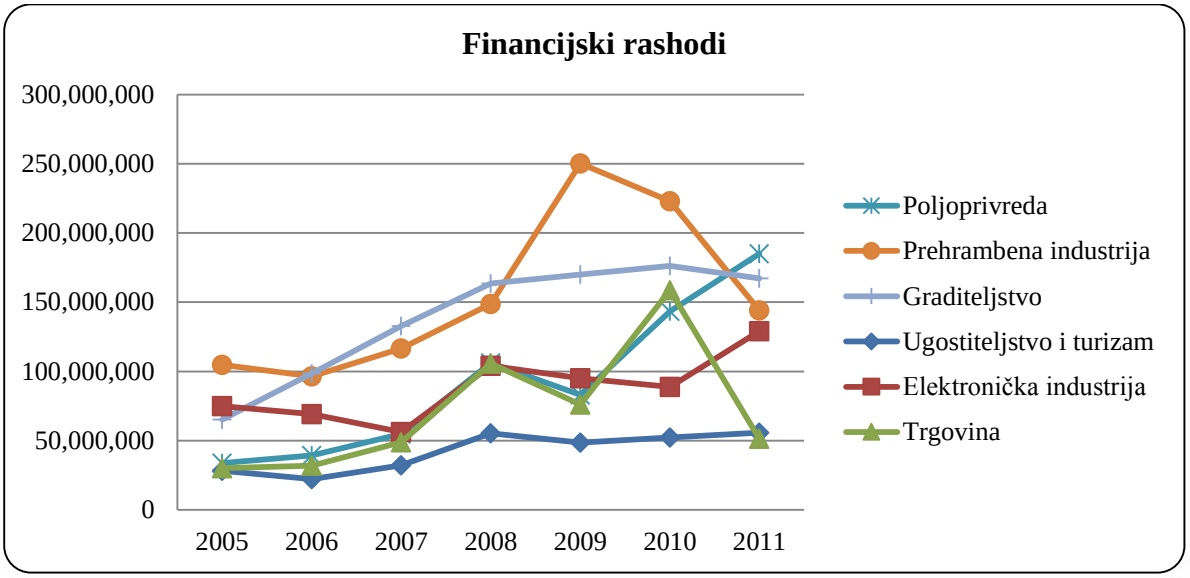
Grafikon 7. Poslovni rashodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Slično Financijskim prihodima za različite djelatnosti, i Financijski rashodi osciliraju u promatranom razdoblju.

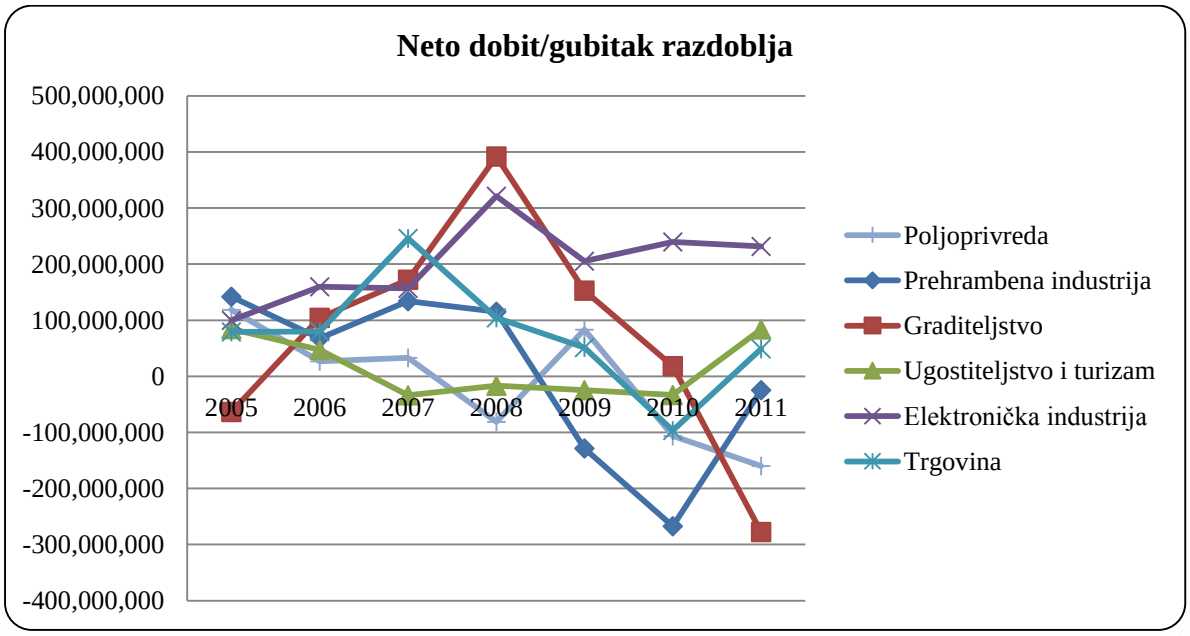
Grafikon 8. Financijski rashodi odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

S obzirom na Neto dobit u prethodnoj godini, za poljoprivredu, prehrambenu djelatnost te ugostiteljstvo i turizam, pad dobiti je uslijedio već u 2006. godini. Posljedice krize negativno utječu na postojeće zabrinjavajuće poslovanje promatranih dioničkih društava.

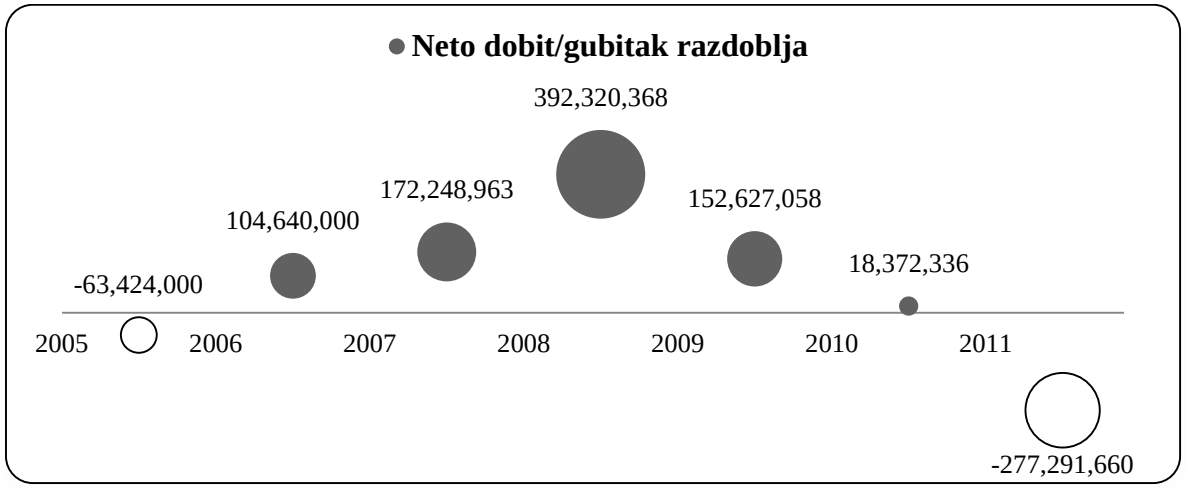
Grafikon 9. Neto dobit/gubitak odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

U promatranom razdoblju djelatnost graditeljstva počinje poslovati s gubitkom, da bi u sljedeće tri godine ostvarivala dobitak. U 2009. godini vidljiv je negativan utjecaj krizne situacije i pad dobiti koji se nastavio do kraja 2011. godine. Kao što je prethodno rečeno, Neto gubitak u 2011. godini na nižoj je razini nego u 2005. godini.

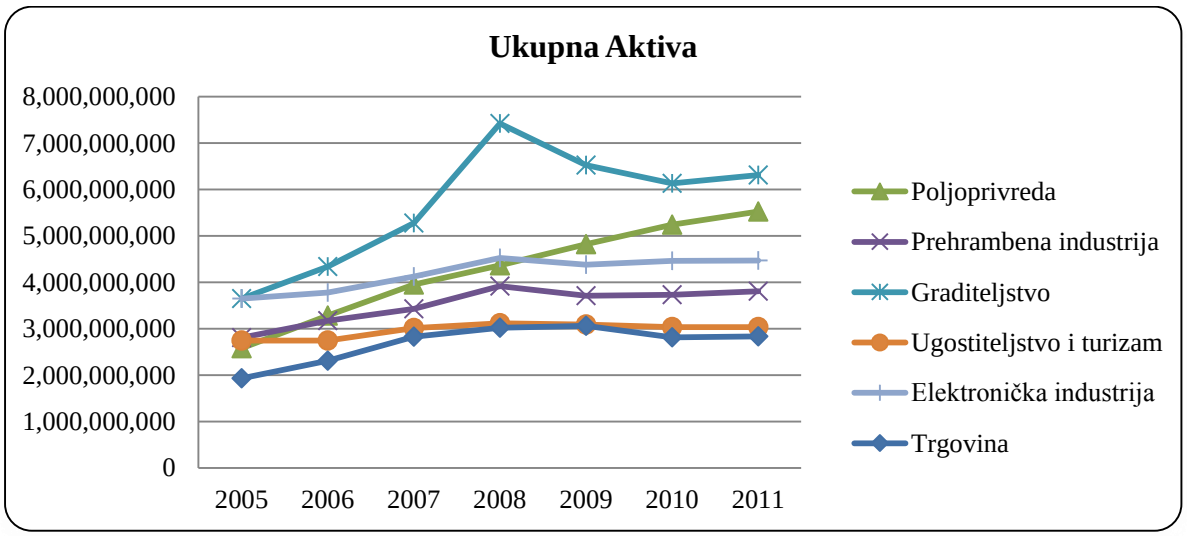
Grafikon 10. Neto dobit/gubitak, SODD Graditeljstvo



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Za sve djelatnosti i do pojave posljedica krize, ukupna vrijednost aktive raste. Kriza utječe na aktivu, odnosno na smanjenje imovine društva pa se posljedično pasiva usklađuje sa aktivom. Potraživanja u vrijeme krize, kao dio dugotrajne imovine, duže razdoblje nisu došla na naplatu pa i to utječe na ostvarenu dobit. Graditeljstvo, kao djelatnost koju kriza očito najviše pogađa, ima najveće promjene u aktivi bilance.

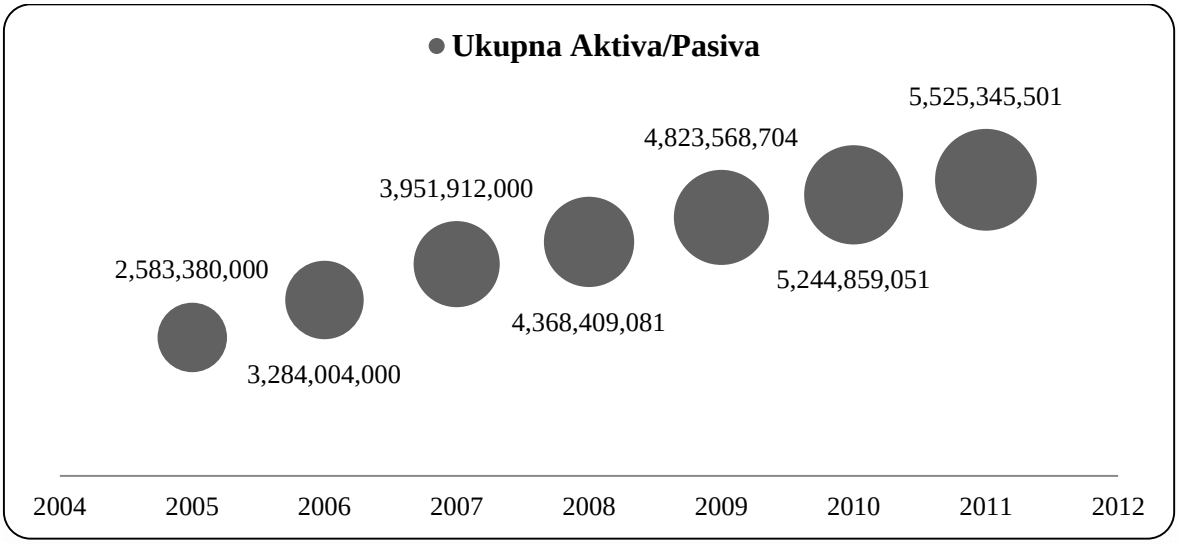
Grafikon 11. Ukupna Aktiva odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Djelatnosti ugostiteljstva i turizma te poljoprivrede imaju najmanje oscilacije u ukupnoj vrijednosti aktive, jer s aspekta djelatnosti – poljoprivreda se ne rješava imovine.

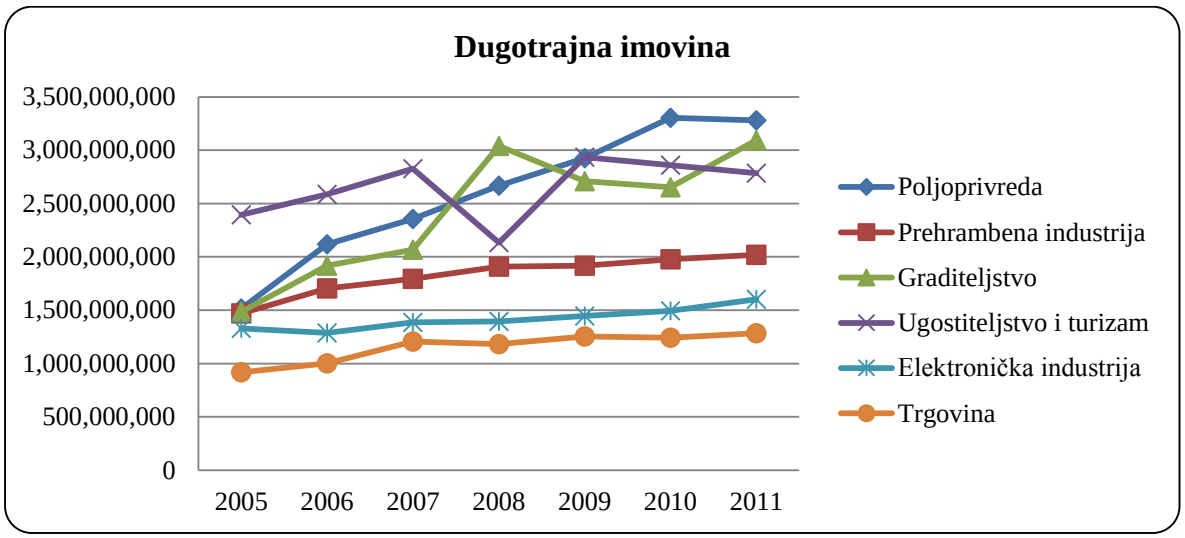
Grafikon 12. Ukupna Aktiva, SODD Poljoprivreda



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Dakle, vrijednost dugotrajne imovine koja uključuje nematerijalnu imovinu, materijalnu imovinu, financijsku imovinu te dugoročna potraživanja je za većinu djelatnosti i u promatranom razdoblju imala pozitivan trend. Djelatnosti koje mijenjaju trend i za koje se dugotrajna imovina naglo smanjuje u 2008. i 2009. godini su graditeljstvo, ugostiteljstvo i turizam te u manjem postotku - djelatnost trgovine. Kako su karakteristike krize smanjena potražnja, smanjene investicije i veća cijena kapitala, koje dovode do smanjenja poslovnih rezultata poduzeća, mogući razlog promjena dugotrajne imovine su trenutni i budući gubici (rezervacije). Drugi način za smanjenje imovine je kod društava čiji gubici (iskazani u pasivi bilance) premašuju iznos kapitala pa se za razliku knjiži gubitak iznad visine kapitala iskazan u aktivi bilance. Posljedice globalne financijske krize imaju utjecaj na poslovanje i vrijednost dugotrajne imovine jer pogođeno tržište utječe na kriterije procjene vrijednosti dugotrajne imovine.

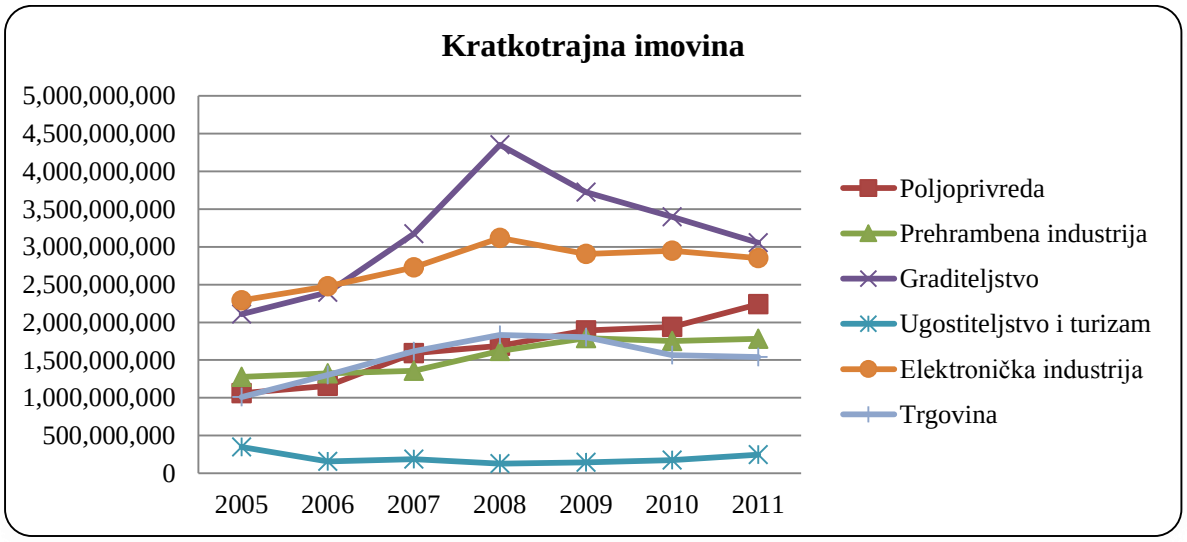
Grafikon 13. Dugotrajna imovina odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Slično kao dugotrajna imovina, i kratkotrajna imovina koja uključuje raspoloživi novac, potraživanja, financijsku imovinu te zalihe, slijedi trend rasta do 2009. godine u kojoj nastupa pad ili se usporava rast iz prethodnih godina. Najveći pad kratkotrajne imovine nakon posljedica krize vidljiv je u djelatnostima graditeljstva, elektroničke industrije te trgovine, gdje se maksimalnim uštedama utjecalo na nadoknadu gubitaka. Svako društvo sa što većom prikazanom imovinom ima za cilj utjecati na bolju prezentaciju poduzeća, međutim gomilanjem zaliha u krizno vrijeme raste i porezna osnovica.

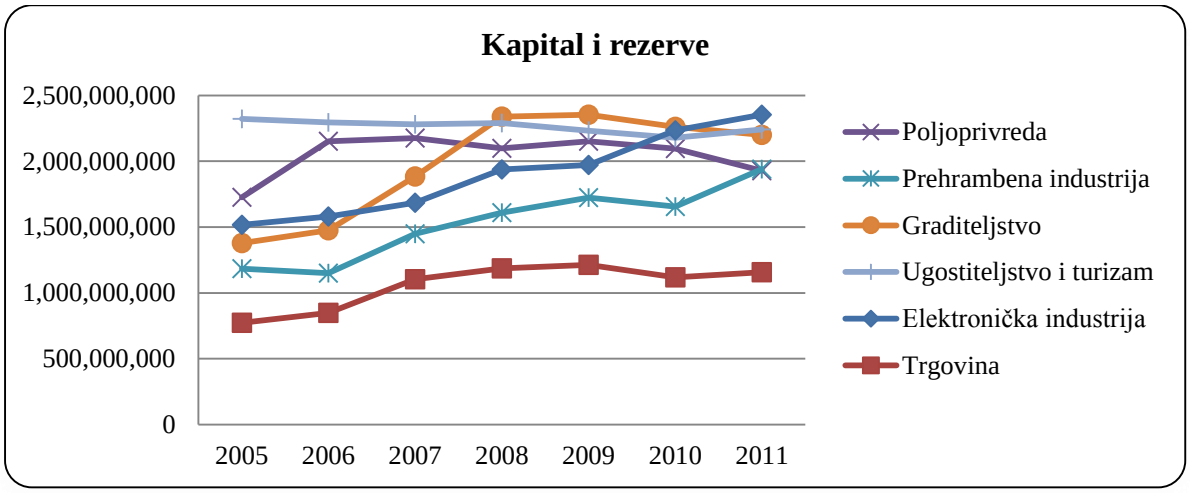
Grafikon 14. Kratkotrajna imovina odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Za usklađivanje aktive i pasive društva u situaciji kada društvu prijeti kriza (stečaj), propisana je mogućnost smanjenja temeljnog kapitala. Budući da se temeljni kapital iskazuje u pasivi bilance, njegovim smanjenjem smanjuje se pasiva te se time usklađuju dugovi i imovina društva. Nakon posljedica krize, vidljivo je smanjenje kapitala i rezervi unutar djelatnosti graditeljstva te poljoprivrede. Za ostale djelatnosti, kapital i rezerve rastu unutar promatranog razdoblja.

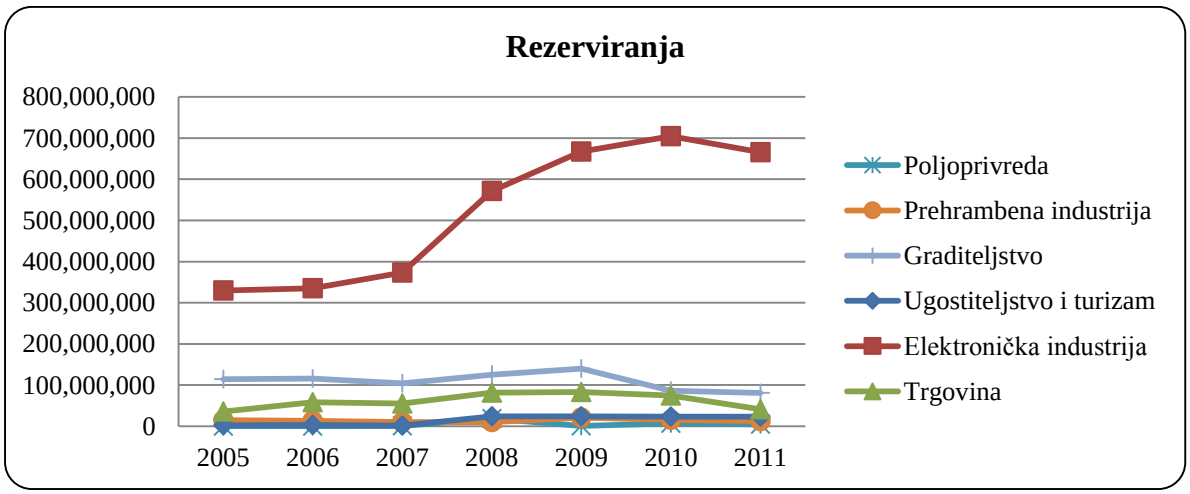
Grafikon 15. Kapital i rezerve odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Osnovni uvjet da bi neke obveze bile priznate kao rezerviranje je da su proizašle iz prošlih događaja. Rezerviranja, kao način upravljanja s nepredvidivim troškovima i rizicima, u promatranom razdoblju uglavnom blago rastu ili stagniraju. Iznimka je elektronička industrija u kojoj rezerviranja naglo rastu od 2008. godine.

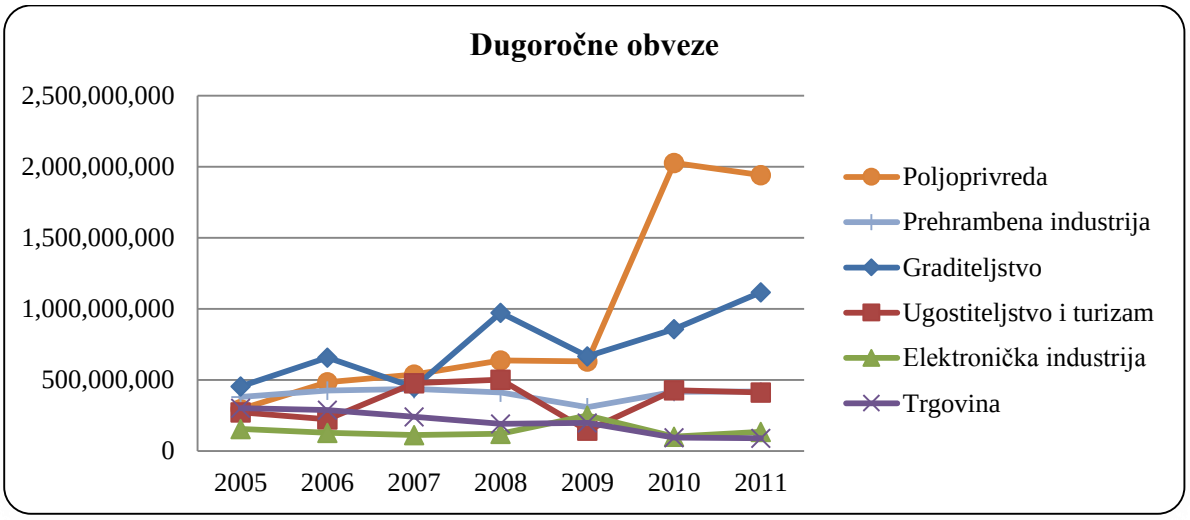
Grafikon 16. Rezerviranja odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Kako su dugoročne obveze one obveze društva čiji je rok plaćanja duži od godine dana, očekivana isplata ovih zaduživanja se očekuje nakon godine ili duže. Za razliku od kratkoročnih obveza, povećanja dugoročnih zaduživanja u vrijeme krize nisu slučaj.

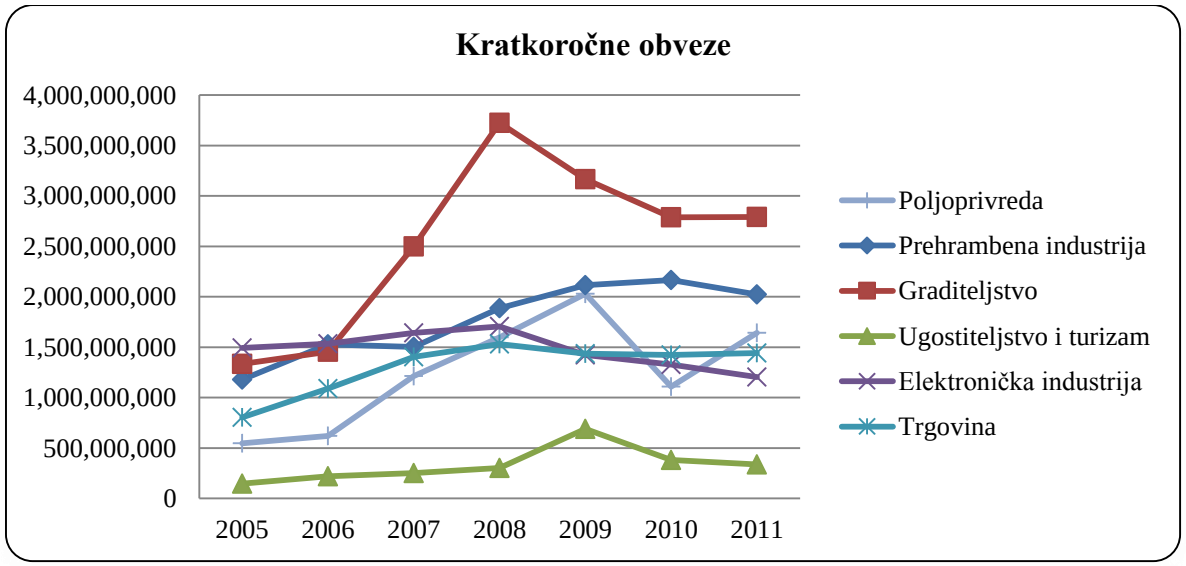
Grafikon 17. Dugoročne obveze odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Do trenutka nastupanja krize u 2009. godini i za sve djelatnosti, kratkoročne obveze rastu, nakon čega se bilježi negativan trend tokom oporavka. Maksimalna ušteda na obvezama koje uključuju plaće zaposlenika karakteristika su kriznih vremena. Najveće promjene u kratkoročnim obvezama bilježi djelatnost graditeljstva i djelatnost poljoprivrede.

Grafikon 18. Kratkoročne obveze odabranih djelatnosti za razdoblje od 2005. do 2011. g.



Izvor: Zagrebačka burza – javno dostupni financijski izvještaji SODD.

Prethodno analizirane i grafički prikazane stavke bilance te računa dobiti i gubitka ukazuju na opće poslovne promjene i njihov utjecaj na performanse odabranih dioničkih društava u razdoblju od 2005. do 2011. godine:

- pojedinačno promatrane stavke iz financijskih izvještaja dioničkih društava ukazuju na poslovne poteškoće dioničkih društava nakon 2008. godine, koje se manifestiraju kroz (najčešće) smanjenje ukupne aktive, smanjenje prihoda i rashoda, odnosno ukupni neto gubitak dioničkih društava;
- uočen je negativan utjecaj svjetske krize nakon 2008. godine na pojedinačne stavke financijskih izvještaja odabranih dioničkih društava Zagrebačke burze, gdje kriza različitim intenzitetom utječe na različite djelatnosti;
- insolventnost i nelikvidnost je za promatrano razdoblje u porastu na razini cijele Republike Hrvatske (opisano u poglavlju *3.2. Nelikvidnost i insolventnost poduzeća u Republici Hrvatskoj*), gdje je za 2012. godinu broj dugotrajno insolventnih poslovnih subjekata, pravnih i fizičkih osoba – u porastu;
- do danas nije uspostavljeno sustavno i kvalitetno praćenje provedenih stečajnih postupaka od strane nadležnih institucija u Republici Hrvatskoj (opisano u poglavljima *2.6. Stečajni postupak: smrt gospodarskog subjekta ili prilika za novi početak* i *2.7. Komparacija stečajeva u Republici Hrvatskoj i svijetu*);
- iako pojedina dionička društva bilježe poslovne poteškoće, nije uočen značajan angažman menadžmenta da krizu riješe restrukturiranjem kroz stečajni postupak.

S obzirom na prethodno iznesene činjenice, u nastavku istraživanja će se analizirati mogućnosti koje zbirni pokazatelji nude kao identifikatori i prediktori poslovnih poteškoća dioničkih društava:

- za trideset odabranih društava i šest djelatnosti izračunat će se Z-score i BEX pokazatelji u razdoblju od 2005. do 2011. godine;
- statističkim metodama ispitat će se razlike u utvrđivanju poslovnih performansi i predviđanju poslovnih poteškoća unutar godine dana korištenjem Z-score i BEX pokazatelja;
- statističkim metodama ispitat će se prosječne vrijednosti Z-score i BEX pokazatelja, kao i financijskog rezultata odabranih dioničkih društava;
- analizirat će se trend Z-score i BEX pokazatelja u razdoblju od 2005. do 2011. godine i utvrditi utjecaj krize na poslovne performanse dioničkih društava mjerene odabranim zbirnim pokazateljima.

5. REZULTATI ISTRAŽIVANJA

Statistička analiza prikupljenih podataka uključuje korištenje statističkih metoda: regresijske analize, analize varijance, analize trenda te analize frekvencija. Prvi definirani problem *„Ukazati na značenje kriznog menadžmenta i utvrditi mogućnost korištenja ranih signala upozorenja korporativnog zdravlja (uspjeha) koje pružaju zbirni pokazatelji kao menadžerski alati za antikrizno djelovanje.“* i pripadajuće hipoteze istražit će se pomoću analize frekvencija, regresijske analize i analize varijance, dok će se za raspravu drugog problema istraživanja *„Utvrditi reakciju dioničkih društava i pojedinih djelatnosti na nastupajuću svjetsku krizu iz 2008. godine.“* koristiti analiza varijance i grafička analiza trenda.

Metodologija i ekstremi

Dionička društva koja sudjeluju u istraživanju odabrana su metodologijom objašnjenom u poglavlju *4.2. Skupine odabranih dioničkih društava,* dok su podaci samostalno prikupljeni iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze za razdoblje od 2005. do 2011. godine. Prije statističke obrade u SPSS alatu, prikupljeni podaci su pregledani te su analizirani ekstremi. Uočeno je da je vrijednost Z-score pokazatelja dioničkog društva Croatia Baterije d.d (SODD Elektronička industrija) za godine 2009., 2010. i 2011. - ekstremna. Objašnjenje leži u faktoru X_4 izračuna Z-score pokazatelja (tržišna vrijednost ulaganja/ukupne obveze), odnosno činjenici da se posljednjih godina ovo dioničko društvo gasi, pri čemu svodi svoje obveze na nulu - za prethodno navedene godine dioničko društvo je svoje kratkoročne obveze sa prethodno prosječnih 50 milijuna kuna svelo na prosječno pola jednog milijuna kuna, dok su dugoročne obveze za cijelo promatrano razdoblje jednake nuli. S obzirom na očiglednu strategiju gašenja dioničkog društva Croatia Baterije d.d., vrijednost faktora X_4 Z-score pokazatelja za 2009., 2010. i 2011. godinu je ekstremna te je kao takva isključena iz statističke analize. Uz izoliranje prethodnih ekstremnih vrijednosti za Croatia Baterije d.d., za društvo Kaštelanski staklenici d.d. nisu bili dostupni podaci za 2005. godinu pa su spomenute vrijednosti za ovo društvo također isključene iz statističke analize.

Deskriptivna statistika

U istraživanju, poslovne performanse društva predstavljene su ostvarenim financijskim rezultatom odabranog dioničkog društva. Uspjeh ili neuspjeh (dobitak ili gubitak) dioničkog društva karakteriziran je ostvarenom operativnom dobiti u promatranoj godini (EBIT,

Earnings Before Interest and Taxes; razlika poslovnih prihoda i rashoda) pa je u analizi operativna dobit pretpostavljena kao zavisna varijabla, dok su vrijednosti zbirnih pokazatelja pretpostavljeni kao nezavisne varijable. Povezane varijable Z-score/BEX/EBIT za koje se istražuje korelacija definirane su na način da se zbirni pokazatelji i operativna dobit uključuju s obzirom na financijske izvještaje i određenu godinu u razdoblju od 2005. do 2011. godine. Deskriptivna statistika varijabli korištenih u istraživanju prikazana je u nastavku.

Tablica 34. Deskriptivna statistika varijabli korištenih u istraživanju

Varijabla	N	Raspon	Minimum	Maksimum	Srednja vrijednost
Z-score	206	37,1144	-7,4557	29,6587	2,451042
BEX	206	18,9102	-12,6571	6,2531	,760089
EBIT	206	509922633	-241506723	268415910	37329368,29
Djelatnost	206	5	1	6	3,49
Godina	206	6	2005	2011	2007,99
Z kategorija	206	2	1	3	2,19
BEX kategorija	206	5	1	6	4,63

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Analiziran je reprezentativni uzorak od 30 dioničkih društava za razdoblje od 2005. do 2011. godine (N=206). Unutar SPSS alata kodirane su sljedeće varijable: Djelatnost (1 za SODD Poljoprivredu, 2 za SODD Prehrambenu industriju, 3 za SODD Graditeljstvo, 4 za SODD Ugostiteljstvo i turizam, 5 za SODD Elektroničku industriju i 6 za SODD Trgovinu); varijabla Z kategorija (1 za Z-score veći od 2.99, 2 za 1.81 – 2.99, 3 za Z-score manji od 1.81); varijabla BEX kategorija (1 za BEX veći od 6,01, 2 za 4,01 – 6,00, 3 za 2,01 – 4,00, 4 za 1,01 – 2,00, 5 za 0,00 – 1,00, 6 za BEX manji od 0,00).

Srednja vrijednost Z-score pokazatelja iznosi 2,45, dok je srednja vrijednost Z kategorije odabranih dioničkih društava 2,19 - što upućuje da se odabrana društva u prosjeku nalaze u sivoj, neizvjesnoj zoni. Srednja vrijednost BEX pokazatelja iznosi 0,76, odnosno prosjek BEX kategorija iznosi 4,63 - što upućuje na to da odabrana dionička društva u prosjeku posluju dobro (pozitivno), ali se poboljšanja mogu očekivati samo ako se pristupi unaprjeđenjima.

Frekvencije kategorija poslovnih performansi zbirnih pokazatelja Z-score i BEX

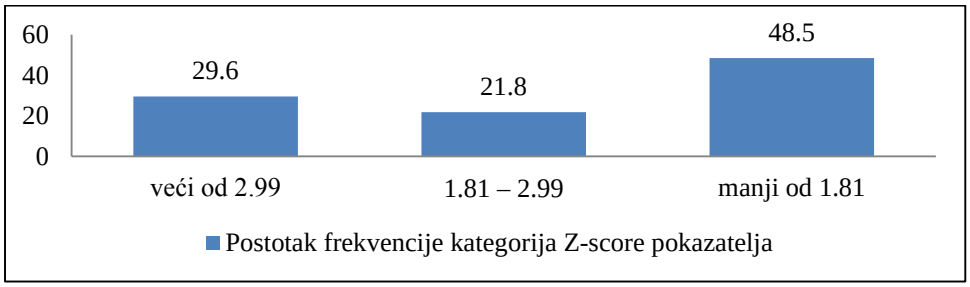
U nastavku su prikazane frekvencije kategorija zbirnih pokazatelja Z-score i BEX, gdje su uz vrijednost frekvencija prikazani i pripadajući postoci, kao i kumulativni postoci pojedinih kategorija zbirnih pokazatelja.

Tablica 35. Frekvencije kategorija Z-score zbirnog pokazatelja

Kategorija Z-score pokazatelja	Frekvencija	Postotak	Kumulativni postotak
veći od 2.99	61	29,6	29,6
1.81 – 2.99	45	21,8	51,5
manji od 1.81	100	48,5	100,0
Ukupno	206	100,0	

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Grafikon 19. Postotni udjeli frekvencija kategorija Z-score pokazatelja



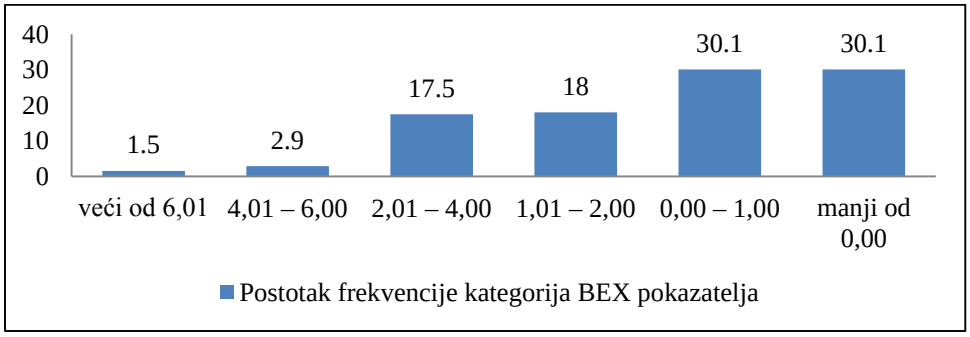
Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Tablica 36. Frekvencije kategorija BEX zbirnog pokazatelja

Kategorija BEX pokazatelja	Frekvencija	Postotak	Kumulativni postotak
veći od 6,01	3	1,5	1,5
4,01 – 6,00	6	2,9	4,4
2,01 – 4,00	36	17,5	21,8
1,01 – 2,00	37	18,0	39,8
0,00 – 1,00	62	30,1	69,9
manji od 0,00	62	30,1	100,0
Ukupno	206	100,0	

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Grafikon 20. Postotni udjeli frekvencija kategorija BEX pokazatelja



Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Od odabranih dioničkih društava, 48.5% je u promatranom razdoblju pripadalo kritičnoj Z-score kategoriji, kao što je i više od 60% društava za promatrano razdoblje pripadalo kritičnoj BEX kategoriji.

Regresijska analiza zbirnih pokazatelja i operativne dobiti

Korelacije prethodno predstavljenih varijabli zbirnih pokazatelja i ostvarene operativne dobiti prikazane su u nastavku:

Tablica 37. Korelacije varijabli: Z-score, BEX, EBIT

		Z-score	BEX	EBIT
Z-score	**Pearson korelacija**	1	,421	,323
	Sig. (1-tailed)		,000	,000
	N	206	206	206
BEX	**Pearson korelacija**	,421.	1	,615
	Sig. (1-tailed)	,000		,000
	N	206	206	206
EBIT	**Pearson korelacija**	,323	,615	1
	Sig. (1-tailed)	,000	,000	
	N	206	206	206

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

S obzirom na Pearsonov koeficijent korelacije iz prethodne tablice, pretpostavka je da su Z-score i BEX zbirni pokazatelji pozitivno korelirani s operativnom dobiti određenog dioničkog društva za promatranu godinu, odnosno da veća vrijednost zbirnih pokazatelja ukazuje na veću operativnu dobit. Za Z-score pokazatelj utvrđena je slaba povezanost ($r=0,323$, $p<0,01$), dok je za BEX pokazatelj utvrđena srednje jaka povezanost ($r=0,615$, $p<0,01$). S obzirom da BEX pokazatelj ima viši Pearsonov koeficijent korelacije od Z-score pokazatelja pretpostavka je da BEX pokazatelj značajnije predviđa poslovne performanse dioničkog društva iskazane pomoću operativne dobiti.

Tablica 38. Linearna regresijska analiza varijabli: Z-score, BEX, EBIT

Ukupno R	Ukupno R^2	Ukupno R^2 korigirani	Sd pogreška
,619[a]	,384	,377	5,623E7
a. Prediktori: BEX, Z-score			

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Regresijska analiza omogućava provjeru jedinstvenog doprinosa zbirnih pokazatelja pri objašnjenju varijance ostvarene operativne dobiti pa je rezultat regresijske analize, odnosno ukupni postotak objašnjene varijance 37,7% (F=63,148, p<0,01).

Tablica 39. Koeficijenti linearne regresijske analize: zbirni pokazatelji kao prediktori ostvarene operativne dobiti

Varijable	Nestandardizirani koeficijenti		Standardizirani koeficijenti		
	B	Sd pogreška	Beta (β)	t	Sig.
(Constant)	1,907E7	4739644,321		4,024	,000
Z-score	1521494,715	1193483,751	,077	1,275	,204
BEX	1,911E7	1993165,442	,583	9,589	,000
a. Zavisna varijabla: EBIT					

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Standardizirani koeficijent regresijske analize ukazuje na BEX zbirni pokazatelj kao *značajni prediktor* operativne dobiti određenog dioničkog društva sa β=0,583 i p<0,01, dok se Z-score pokazatelj *nije pokazao statistički značajan* sa β=0,077 i p>0,05. Uz oba zbirna pokazatelja kao prediktora operativne dobiti, regresijska formula glasi: 0,077*Zscore+0,583*BEX=EBIT, uz 37,7% objašnjene varijance. *Sveukupno, regresijska analiza upućuje na BEX pokazatelj kao dovoljan prediktor operativne dobiti određenog dioničkog društva.*

Dakle, regresijskom analizom dokazali smo da su veće vrijednosti zbirnih pokazatelja Z-score i BEX povezane s uspješnijim poslovnim performansama poduzeća (financijskim rezultatom), odnosno ostvarenom operativnom dobiti. Također, u usporedbi sa Z-score zbirnim pokazateljem, BEX pokazatelj značajnije ukazuje na uspješne poslovne performanse dioničkih društava, odnosno ostvarenu operativnu dobit.

Analiza varijance za Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Djelatnost

Uz prethodno prikazanu regresiju, za dokaz prvog definiranog problema istraživanja i treće hipoteze koristi se analiza varijance. Istražit će se postoje li razlike u prosječnim vrijednostima Z-score pokazatelja, BEX pokazatelja i operativne dobiti, i to s obzirom na pripadajuću djelatnost kojoj dioničko društvo pripada. Zavisne varijable uključene u analizu su Z-score, BEX i EBIT, dok je faktor Djelatnost.

Tablica 40. Analiza varijance za Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Djelatnost

		Suma kvadrata	df	F	Sig.
Z-score	Između grupa	303,743	5	5,073	,000

	Unutar grupa	2395,039	200		
	Ukupno	2698,782	205		
BEX	**Između grupa**	35,007	5	1,501	,191
	Unutar grupa	932,633	200		
	Ukupno	967,641	205		
EBIT	**Između grupa**	8,205E16	5	3,422	,005
	Unutar grupa	9,590E17	200		
	Ukupno	1,041E18	205		

Izvor: Analiza u SPSS alatu samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze.

Prema rezultatima analize varijance, prosječne vrijednosti Z-score pokazatelja i operativne dobiti razlikuju se statistički značajno s obzirom na varijablu Djelatnost kojoj pojedino dioničko društvo pripada (F=5,073 i p<0,01; F=3,422 i p<0,01), dok za BEX nisu utvrđene statistički značajne razlike (p>0,05). Nakon što analiza varijance ukaže na statistički značajan rezultat, primjenom post hoc testova (tzv. testova višestruke uspredbe) otkrivaju se razlike koje su zaslužne za statistički značajan rezultat. Ima više ovakvih testova s ovom namjenom, a imena su dobili po autorima koji su ih opisali: Scheffé, Bonferroni, Student-Newman-Keuls (SNK), Tukey, Dunnett, Duncan, Fisherov Least Significant Difference (LSD) i drugi. U ovom istraživanju će se koristiti najpopularniji post hoc test: Scheffé, koji je prikazan u nastavku.

Tablica 41. Scheffé post hoc test za Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Djelatnost

Zavisna varijabla	(I) Djelatnost	(J) Djelatnost	Srednja razlika (I-J)	Sd Pogreška	Sig.	95% Interval pouzdanosti	
						Donja granica	Gornja granica
Z-score	SODD Poljoprivreda	SODD Prehrambena industrija	,0670241	,8332827	1,000	-2,733622	2,867670
		SODD Graditeljstvo	-,3173845	,8332827	1,000	-3,118030	2,483261
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	-3,4497616*	,8332827	,005	-6,250407	-,649116
		SODD Elektronička industrija	-1,0353528	,8523124	,915	-3,899957	1,829252
		SODD Turizam	-1,3178387	,8332827	,776	-4,118485	1,482807
	SODD Prehrambena industrija	SODD Poljoprivreda	-,0670241	,8332827	1,000	-2,867670	2,733622
		SODD Graditeljstvo	-,3844086	,8272223	,999	-3,164686	2,395869
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	-3,5167857*	,8272223	,004	-6,297063	-,736508
		SODD Elektronička industrija	-1,1023769	,8463883	,889	-3,947071	1,742317
		SODD Turizam	-1,3848629	,8272223	,730	-4,165140	1,395414
	SODD Graditeljstvo	SODD Poljoprivreda	,3173845	,8332827	1,000	-2,483261	3,118030
		SODD Prehrambena industrija	,3844086	,8272223	,999	-2,395869	3,164686
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	-3,1323771*	,8272223	,016	-5,912654	-,352100
		SODD Elektronička industrija	-,7179683	,8463883	,982	-3,562662	2,126725
		SODD Turizam	-1,0004543	,8272223	,917	-3,780732	1,779823
	SODD Ugostiteljstvo i turizam	SODD Poljoprivreda	3,4497616*	,8332827	,005	,649116	6,250407
		SODD Prehrambena industrija	3,5167857*	,8272223	,004	,736508	6,297063
		SODD Graditeljstvo	3,1323771*	,8272223	,016	,352100	5,912654
		SODD Elektronička industrija	2,4144088	,8463883	,154	-,430285	5,259103
		SODD Turizam	2,1319229	,8272223	,254	-,648354	4,912200
	SODD Elektronička industrija	SODD Poljoprivreda	1,0353528	,8523124	,915	-1,829252	3,899957
		SODD Prehrambena industrija	1,1023769	,8463883	,889	-1,742317	3,947071
		SODD Graditeljstvo	,7179683	,8463883	,982	-2,126725	3,562662
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	-2,4144088	,8463883	,154	-5,259103	,430285
		SODD Turizam	-,2824860	,8463883	1,000	-3,127180	2,562208
	SODD Turizam	SODD Poljoprivreda	1,3178387	,8332827	,776	-1,482807	4,118485
		SODD Prehrambena industrija	1,3848629	,8272223	,730	-1,395414	4,165140
		SODD Graditeljstvo	1,0004543	,8272223	,917	-1,779823	3,780732
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	-2,1319229	,8272223	,254	-4,912200	,648354
		SODD Elektronička industrija	,2824860	,8463883	1,000	-2,562208	3,127180

BEX	SODD Poljoprivreda	SODD Prehrambena industrija	-,7787495	,5199859	,814	-2,526411	,968912
		SODD Graditeljstvo	-,6647866	,5199859	,896	-2,412449	1,082875
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	-,4734295	,5199859	,975	-2,221091	1,274232
		SODD Elektronička industrija	-1,3378511	,5318608	,280	-3,125424	,449722
		SODD Turizam	-1,0058809	,5199859	,588	-2,753543	,741781
	SODD Prehrambena industrija	SODD Poljoprivreda	,7787495	,5199859	,814	-,968912	2,526411
		SODD Graditeljstvo	,1139629	,5162041	1,000	-1,620989	1,848914
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	,3053200	,5162041	,997	-1,429631	2,040271
		SODD Elektronička industrija	-,5591016	,5281641	,952	-2,334250	1,216047
		SODD Turizam	-,2271314	,5162041	,999	-1,962083	1,507820
	SODD Graditeljstvo	SODD Poljoprivreda	,6647866	,5199859	,896	-1,082875	2,412449
		SODD Prehrambena industrija	-,1139629	,5162041	1,000	-1,848914	1,620989
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	,1913571	,5162041	1,000	-1,543594	1,926309
		SODD Elektronička industrija	-,6730645	,5281641	,898	-2,448213	1,102084
		SODD Turizam	-,3410943	,5162041	,994	-2,076046	1,393857
	SODD Ugostiteljstvo i turizam	SODD Poljoprivreda	,4734295	,5199859	,975	-1,274232	2,221091
		SODD Prehrambena industrija	-,3053200	,5162041	,997	-2,040271	1,429631
		SODD Graditeljstvo	-,1913571	,5162041	1,000	-1,926309	1,543594
		SODD Elektronička industrija	-,8644216	,5281641	,749	-2,639570	,910727
		SODD Turizam	-,5324514	,5162041	,957	-2,267403	1,202500
	SODD Elektronička industrija	SODD Poljoprivreda	1,3378511	,5318608	,280	-,449722	3,125424
		SODD Prehrambena industrija	,5591016	,5281641	,952	-1,216047	2,334250
		SODD Graditeljstvo	,6730645	,5281641	,898	-1,102084	2,448213
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	,8644216	,5281641	,749	-,910727	2,639570
		SODD Turizam	,3319702	,5281641	,995	-1,443179	2,107119
	SODD Turizam	SODD Poljoprivreda	1,0058809	,5199859	,588	-,741781	2,753543
		SODD Prehrambena industrija	,2271314	,5162041	,999	-1,507820	1,962083
		SODD Graditeljstvo	,3410943	,5162041	,994	-1,393857	2,076046
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	,5324514	,5162041	,957	-1,202500	2,267403
		SODD Elektronička industrija	-,3319702	,5281641	,995	-2,107119	1,443179
EBIT	SODD Poljoprivreda	SODD Prehrambena industrija	-1,736E7	1,667E7	,955	-73402587,46	38681667,59
		SODD Graditeljstvo	-3,871E7	1,667E7	,374	-94751684,54	17332570,50
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	4698122,522	1,667E7	1,000	-51344005,00	60740250,04
		SODD Elektronička industrija	-5,203E7	1,706E7	,103	-1,09E8	5290144,21
		SODD Turizam	-1,243E7	1,667E7	,990	-68467415,40	43616839,64

	SODD Prehrambena industrija	**SODD Poljoprivreda**	1,736E7	1,667E7	,955	-38681667,59	73402587,46
		SODD Graditeljstvo	-2,135E7	1,655E7	,893	-76983640,09	34285445,92
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	2,206E7	1,655E7	,879	-33575960,55	77693125,46
		SODD Elektronička industrija	-3,467E7	1,694E7	,524	-91594905,93	22252184,27
		SODD Turizam	4935172,057	1,655E7	1,000	-50699370,95	60569715,06
	SODD Graditeljstvo	**SODD Poljoprivreda**	3,871E7	1,667E7	,374	-17332570,50	94751684,54
		SODD Prehrambena industrija	2,135E7	1,655E7	,893	-34285445,92	76983640,09
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	4,341E7	1,655E7	,235	-12226863,46	99042222,55
		SODD Elektronička industrija	-1,332E7	1,694E7	,987	-70245808,84	43601281,35
		SODD Turizam	2,628E7	1,655E7	,773	-29350273,86	81918812,15
	SODD Ugostiteljstvo i turizam	**SODD Poljoprivreda**	-4698122,522	1,667E7	1,000	-60740250,04	51344005,00
		SODD Prehrambena industrija	-2,206E7	1,655E7	,879	-77693125,46	33575960,55
		SODD Graditeljstvo	-4,341E7	1,655E7	,235	-99042222,55	12226863,46
		SODD Elektronička industrija	-5,673E7	1,694E7	,051	-1,14E8	193601,81
		SODD Turizam	-1,712E7	1,655E7	,956	-72757953,40	38511132,60
	SODD Elektronička industrija	**SODD Poljoprivreda**	5,203E7	1,706E7	,103	-5290144,21	1,09E8
		SODD Prehrambena industrija	3,467E7	1,694E7	,524	-22252184,27	91594905,93
		SODD Graditeljstvo	1,332E7	1,694E7	,987	-43601281,35	70245808,84
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	5,673E7	1,694E7	,051	-193601,81	1,14E8
		SODD Turizam	3,961E7	1,694E7	,365	-17317012,21	96530077,99
	SODD Turizam	**SODD Poljoprivreda**	1,243E7	1,667E7	,990	-43616839,64	68467415,40
		SODD Prehrambena industrija	-4935172,057	1,655E7	1,000	-60569715,06	50699370,95
		SODD Graditeljstvo	-2,628E7	1,655E7	,773	-81918812,15	29350273,86
		SODD Ugostiteljstvo i turizam	1,712E7	1,655E7	,956	-38511132,60	72757953,40
		SODD Elektronička industrija	-3,961E7	1,694E7	,365	-96530077,99	17317012,21
*** Srednja razlika je signifikantna za p<0,05.**							

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u SPSS alatu.

Scheffé post hoc testom, utvrđeno je da se srednja vrijednost zbirnog pokazatelja Z-score *statistički značajno razlikuje* za djelatnosti: SODD Poljoprivrede i SODD Ugostiteljstva i turizma (p<0,01); SODD Prehrambene industrije i SODD Ugostiteljstva i turizma (p<0,01); SODD Graditeljstva i SODD Ugostiteljstva i turizma (p<0,01). Nadalje, srednja vrijednost BEX pokazatelja, kao i operativne dobiti, prema analizi varijance i post hoc testu *značajno se ne razlikuje* s obzirom na pripadajuću djelatnost dioničkog društva.

Dakle, vezano za treću postavljenu hipotezu istraživanja i s obzirom na Z-score pokazatelj, SODD Ugostiteljstva i turizma se statistički značajno razlikuje od dijela preostalih odabranih djelatnosti.

Analiza varijance za Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Godinu

Drugi definirani problem istraživanja i pripadajuće hipoteze istražit će se pomoću analize varijance, kao i dodatno analize trenda. Unutar analize varijance kao zavisne varijable postavljene su Z-score, BEX i EBIT, gdje je promatrana njihova srednja vrijednost s obzirom na varijablu Godina. Promotrene su srednje vrijednosti zbirnih pokazatelja u razdoblju od 2005. do 2011. godine, koje će omogućiti promatranje utjecaja svjetske krize na same vrijednosti zbirnih pokazatelja.

Tablica 42. Analiza varijance za ukupan Z-score, BEX i EBIT s obzirom na Godinu za odabrana dionička društva

		Suma kvadrata	df	F	Sig.
Z-score	Između grupa	135,760	6	1,757	,110
	Unutar grupa	2563,021	199		
	Ukupno	2698,782	205		
BEX	Između grupa	19,779	6	,692	,656
	Unutar grupa	947,862	199		
	Ukupno	967,641	205		
EBIT	Između grupa	2,438E16	6	,795	,575
	Unutar grupa	1,017E18	199		
	Ukupno	1,041E18	205		

Izvor: Analiza u SPSS alatu samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze.

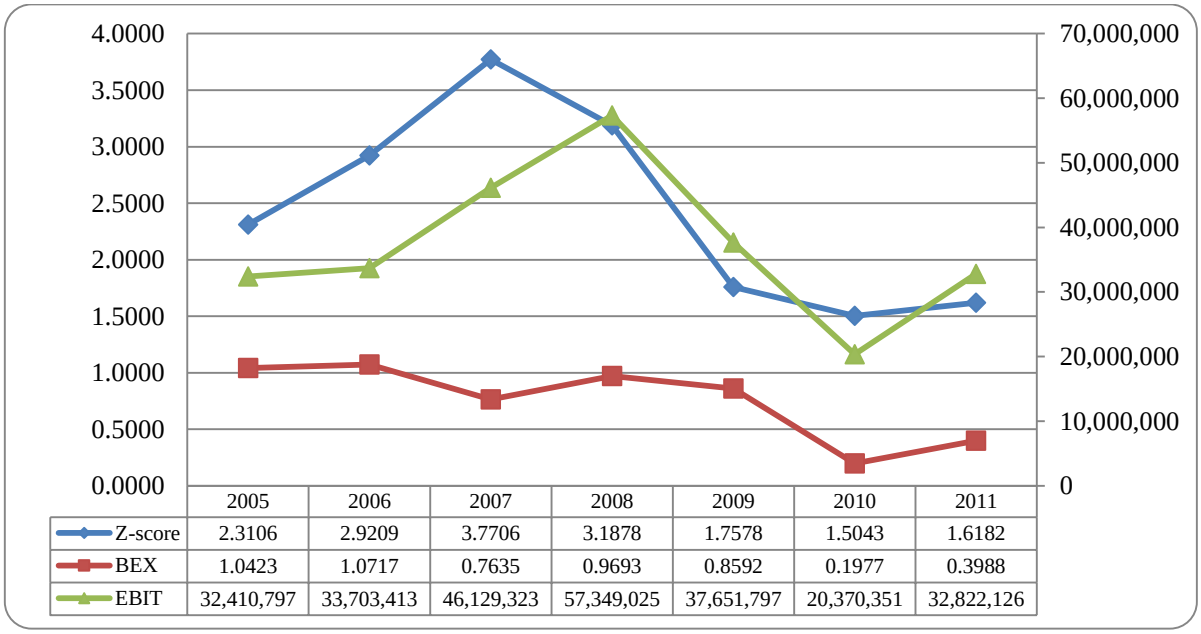
Analiza varijance ukazuje da nema statistički značajne razlike među srednjim vrijednostima Z-score, BEX i EBIT varijabli s obzirom na pripadajuću godinu u kojoj je operativna dobit ostvarena (p>0,05 za sve promatrane varijable). Pretpostavlja se da nepostojanje statistički značajne razlike ima veze sa značajnošću zbirnih pokazatelja kao prediktora ostvarene

operativne dobiti određenog dioničkog društva. Ovako postavljena analiza koja promatra sve odabrane djelatnosti u određenoj godini nije u stanju odgovoriti na pitanje razlikuju li se poduzeća prema prosječnoj Z-score vrijednosti, prosječnom BEX-u i prosječno ostvarenoj operativnoj dobiti - u ovisnosti o godini u kojoj je operativna dobit ostvarena pa se u nastavku koristi analiza trenda zbirnih pokazatelja i operativne dobiti.

Analiza trenda zbirnih pokazatelja i operativne dobiti

Hipoteze definirane drugim problemom o utjecaju krize na zbirne pokazatelje istražit će se pomoću grafičke analize trenda. Aritmetička sredina Z-score i BEX zbirnih pokazatelja, kao i ostvarene operativne dobiti u razdoblju od 2005. do 2011. godine prikazana je u nastavku (na lijevoj ordinati grafikona prikazana je skala za zbirne pokazatelje, dok je na desnoj ordinati prikazana skala operativne dobiti).

Grafikon 21. Aritmetičke sredine zbirnih pokazatelja i operativne dobiti odabranih dioničkih društava u razdoblju od 2005. do 2011. godine

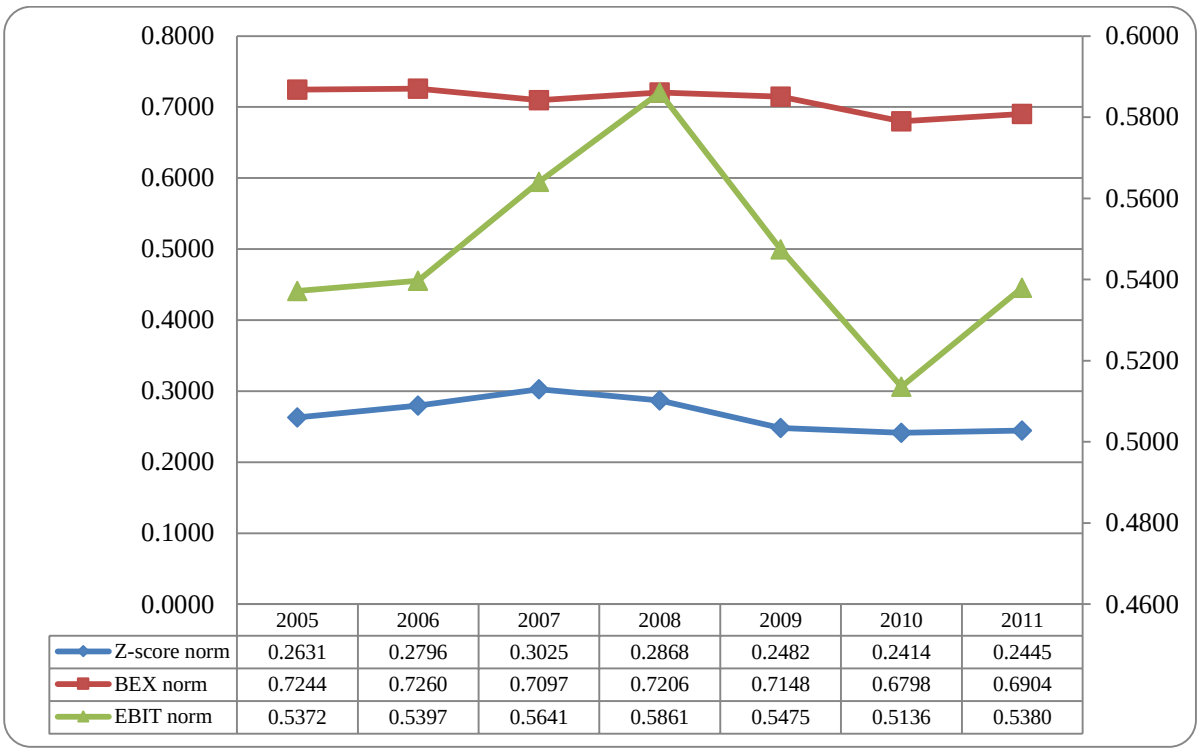


	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Z-score	2.3106	2.9209	3.7706	3.1878	1.7578	1.5043	1.6182
BEX	1.0423	1.0717	0.7635	0.9693	0.8592	0.1977	0.3988
EBIT	32,410,797	33,703,413	46,129,323	57,349,025	37,651,797	20,370,351	32,822,126

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u MS Office Excel alatu.

S obzirom da odabrane varijable koriste različite skale i imaju različite minimalne i maksimalne vrijednosti uzoraka, radi usporedbe zbirnih pokazatelja - podaci su normirani pomoću formule: (izvorna vrijednost – minimum uzorka) / (maksimum uzorka – minimum uzorka), čime se vrijednosti zbirnih pokazatelja i operativne dobiti svode na interval od 0 do 1. Grafički prikaz normiranih vrijednosti prikazan je u nastavku.

Grafikon 22. Normirane vrijednosti zbirnih pokazatelja i operativne dobiti odabranih dioničkih društava u razdoblju od 2005. do 2011. godine



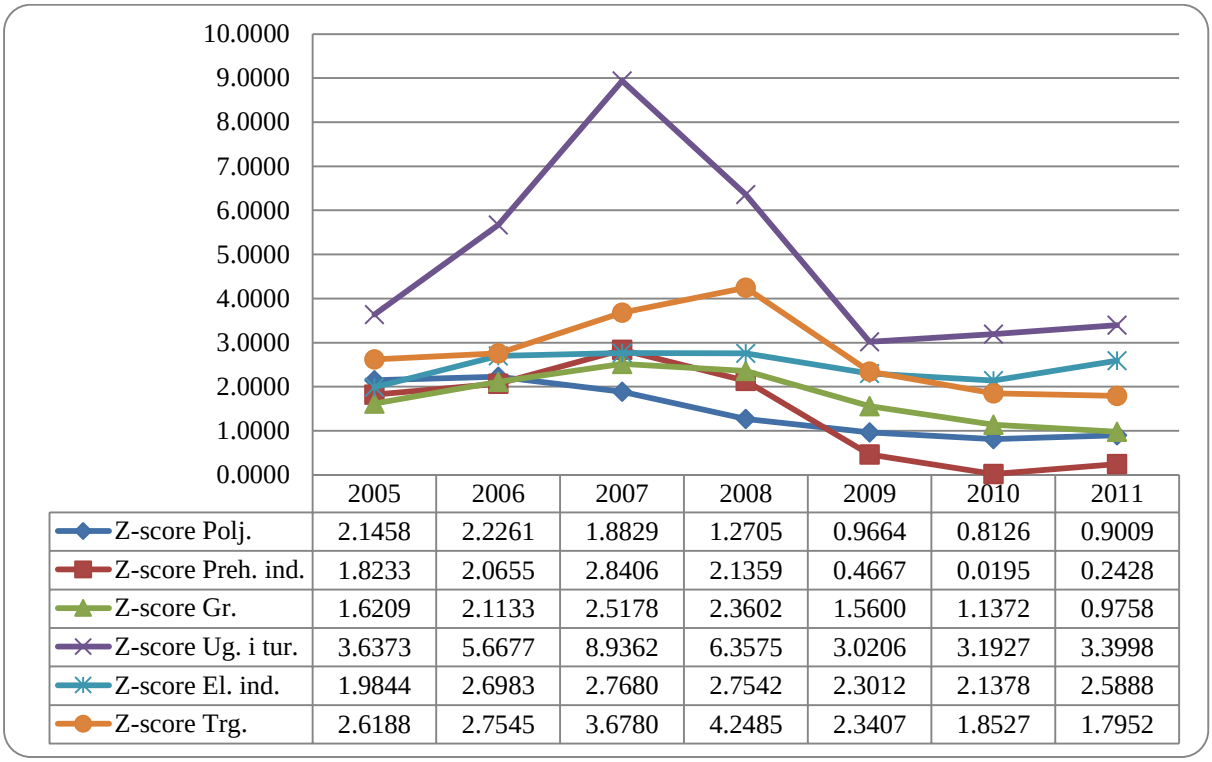
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Z-score norm	0.2631	0.2796	0.3025	0.2868	0.2482	0.2414	0.2445
BEX norm	0.7244	0.7260	0.7097	0.7206	0.7148	0.6798	0.6904
EBIT norm	0.5372	0.5397	0.5641	0.5861	0.5475	0.5136	0.5380

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u MS Office Excel alatu.

Iz prethodnih grafikona vidljivo je kako se nakon 2008. godine dogodio značajan pad prosječnih vrijednosti odabranih pokazatelja. Promatrajući reagibilnost na krizu pojedinog pokazatelja, vidljivo je da Z-score bilježi negativan trend od 2008. godine, BEX blaži negativni trend od 2007. godine, dok EBIT pokazatelj pada tek od 2009. godine. S obzirom da je BEX pokazatelj formiran za specifične hrvatske uvjete, pretpostavka je da realnije oslikava stanje u hrvatskom gospodarstvu pa s obzirom na njegovu blažu reagibilnost na globalnu krizu zaključujemo da su prosječne poslovne performanse odabranih dioničkih društava oslikane preko vrijednosti ovog zbirnog pokazatelja bile problematične - i prije negativnih posljedica svjetske krize. Normirane vrijednosti odabranih varijabli pokazuju da BEX pokazatelj ima višu prosječnu normiranu vrijednost od Z-score pokazatelja.

U nastavku je analiziran trend Z-score zbirnog pokazatelja za sve odabrane djelatnosti i u razdoblju od 2005. do 2011. godine.

Grafikon 23. Analiza trenda Z-score pokazatelja za odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine



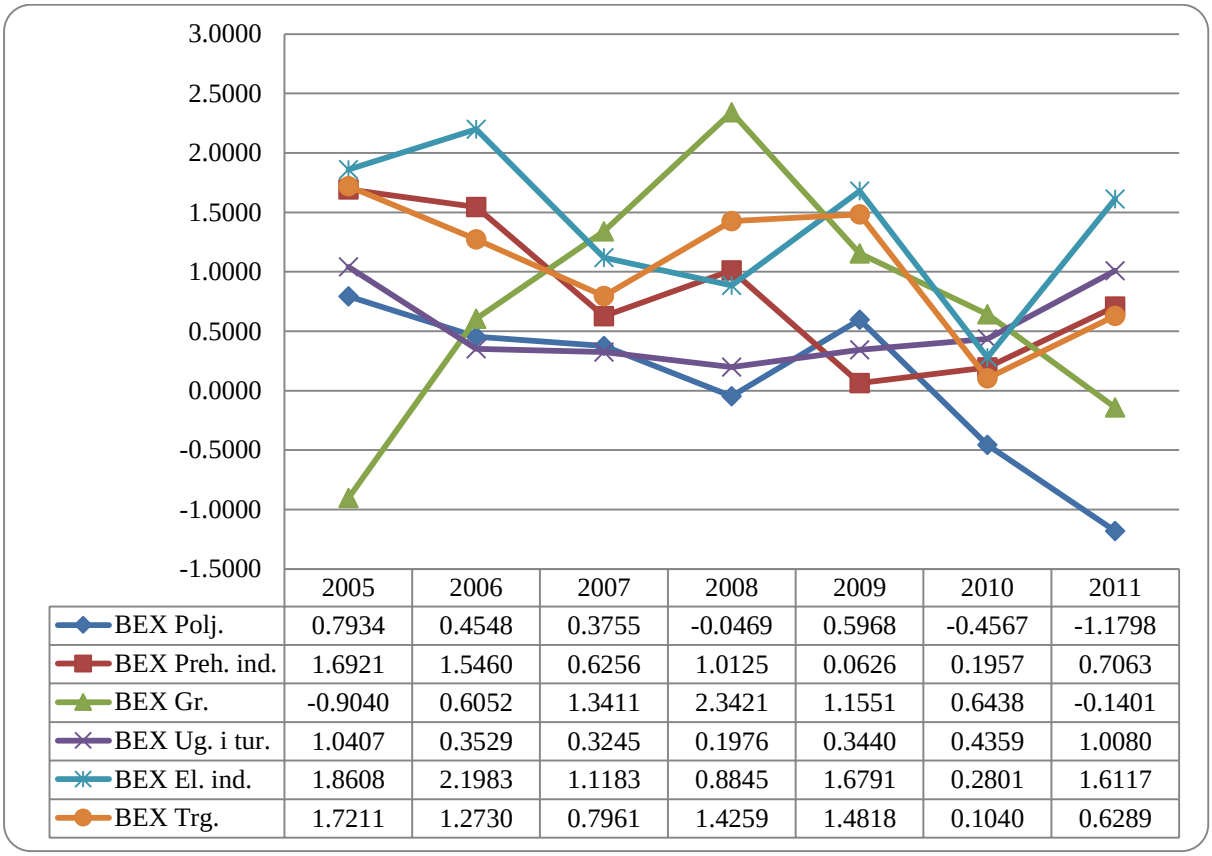
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Z-score Polj.	2.1458	2.2261	1.8829	1.2705	0.9664	0.8126	0.9009
Z-score Preh. ind.	1.8233	2.0655	2.8406	2.1359	0.4667	0.0195	0.2428
Z-score Gr.	1.6209	2.1133	2.5178	2.3602	1.5600	1.1372	0.9758
Z-score Ug. i tur.	3.6373	5.6677	8.9362	6.3575	3.0206	3.1927	3.3998
Z-score El. ind.	1.9844	2.6983	2.7680	2.7542	2.3012	2.1378	2.5888
Z-score Trg.	2.6188	2.7545	3.6780	4.2485	2.3407	1.8527	1.7952

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u MS Office Excel alatu.

Na grafičkom prikazu uočava se značajan pad vrijednosti Z-score pokazatelja u 2008. godini za sve odabrane djelatnosti. Negativan trend vrijednosti Z-score pokazatelja zadržao se do 2010. godine, nakon čega je u 2011. godini slijedio blagi oporavak.

U nastavku je analiziran trend BEX zbirnog pokazatelja za sve odabrane djelatnosti i u razdoblju od 2005. do 2011. godine.

Grafikon 24. Analiza trenda BEX pokazatelja za odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine



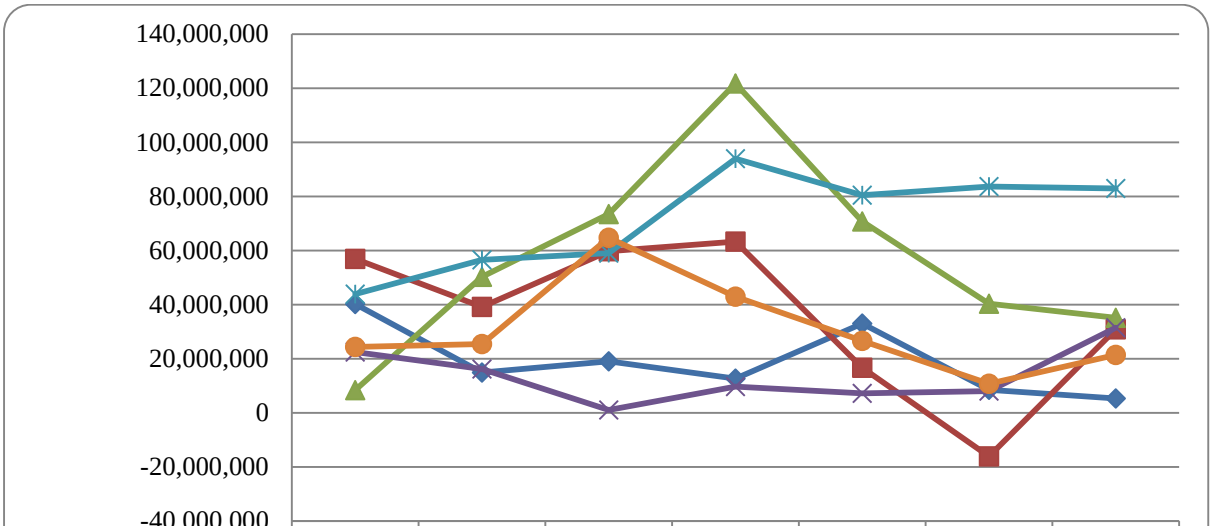
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
BEX Polj.	0.7934	0.4548	0.3755	-0.0469	0.5968	-0.4567	-1.1798
BEX Preh. ind.	1.6921	1.5460	0.6256	1.0125	0.0626	0.1957	0.7063
BEX Gr.	-0.9040	0.6052	1.3411	2.3421	1.1551	0.6438	-0.1401
BEX Ug. i tur.	1.0407	0.3529	0.3245	0.1976	0.3440	0.4359	1.0080
BEX El. ind.	1.8608	2.1983	1.1183	0.8845	1.6791	0.2801	1.6117
BEX Trg.	1.7211	1.2730	0.7961	1.4259	1.4818	0.1040	0.6289

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u MS Office Excel alatu.

Na grafičkom prikazu uočava se problematično stanje poslovnih performansi odabranih dioničkih društava i prije utjecaja globalne krize u 2008. godini. Za sve odabrane djelatnosti zabilježen je pad vrijednosti BEX pokazatelja već u 2007. godini. Zaključak je da je BEX pokazatelj formiran za specifično hrvatsko tržište, da je iz tog razloga reagibilniji na krize od Z-score pokazatelja i da prikazane vrijednosti BEX pokazatelja upućuju na zaključak da je prosječno stanje u odabranim dioničkim društvima bilo problematično i prije utjecaja svjetske krize. Negativan trend prisutan je do 2011. godine u kojoj je vidljiv oporavak pojedinih djelatnosti.

U nastavku je analiziran trend operativnog dobitka za sve odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine.

Grafikon 25. Analiza trenda operativnog dobitka za odabrane djelatnosti u razdoblju od 2005. do 2011. godine



	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT Polj.	40,164,835	14,867,286	18,945,546	12,567,698	32,925,024	8,458,243	5,274,847
EBIT Preh. Ind.	56,894,218	39,139,688	59,678,110	63,254,724	16,659,960	-16,143,36	30,891,880
EBIT Gr.	8,297,793	50,188,710	73,391,269	121,758,06	70,777,305	40,289,015	35,116,737
EBIT Ug. i tur.	22,462,398	16,181,327	1,039,114	9,706,676	7,157,398	7,951,691	31,466,535
EBIT El. ind.	43,860,778	56,489,737	59,031,447	93,953,115	80,395,212	83,589,892	82,860,042
EBIT Trg.	24,335,568	25,353,729	64,690,450	42,853,871	26,544,566	10,720,534	21,330,295

Izvor: Analiza samostalno prikupljenih podataka iz javno dostupnih financijskih izvještaja Zagrebačke burze u MS Office Excel alatu.

Na grafičkom prikazu uočava se značajan pad operativnog dobitka nakon 2008. godine za većinu djelatnosti – vidljiv je *time lag* u kojem zbirni pokazatelji padaju u 2008. godini, dok se EBIT posljedično smanjuje tek u 2009. godini. Negativan trend prisutan je do 2011. godine u kojoj je vidljiv oporavak.

S obzirom na posljednji grafikon koji prikazuje pozitivan trend operativne dobiti do 2008. godine i pad koji je uslijedio kao posljedica krizne situacije, da bismo analizirali na koju od odabranih djelatnosti je kriza najnepovoljnije utjecala (druga hipoteza drugog zadanog problema istraživanja) koristit ćemo individualni bazni indeks. Kao baza je postavljena 2008. godina, a godina u kojoj promatramo utjecaj krize je posljednja godina u kojoj je zabilježen pad – 2010. godina. Kao rezultat analize i s obzirom na odabrana dionička društva, djelatnost koja je od 2008. do 2010. godine zabilježila najveći pad operativne dobiti (i ukupno negativan rezultat) je – Prehrambena industrija. Prehrambenu industriju slijedi Trgovina, zatim Graditeljstvo, Poljoprivreda, Ugostiteljstvo i turizam, i na kraju Elektronička industrija, na koju je svjetska kriza u razdoblju od 2008. do 2010. godine utjecala najmanje nepovoljno.

Individualni bazni indeks prikazuje postotni gubitak promatran unutar iste djelatnosti, dok bi se za bolju sliku o utjecaju svjetske krize na pojedinu djelatnost mogla koristiti apsolutna razlika, koja promatra gubitke u milijunima. Ukoliko se promatra apsolutni gubitak, prethodno navedeni poredak se mijenja pa je na prvom mjestu SODD Graditeljstva (81 milijuna kuna gubitka), koju slijede: SODD Prehrambene industrije (79 milijuna kuna gubitka), SODD Trgovine (32 milijuna kuna gubitka), SODD Elektroničke industrije (10 milijuna kuna gubitka), SODD Poljoprivrede (4 milijuna kuna gubitka) pa SODD Ugostiteljstva i turizma (milijun kuna gubitka).

6. ZAKLJUČAK

Svi dionici uključeni u poslovanje i prisutnost dioničkog društva na nekom tržištu, zainteresirani su za informaciju o njegovim poslovnim performansama. Pouzdana kvantitativno-financijska informacija ključan je čimbenik u učinkovitom poslovnom odlučivanju u kojem Zakon o računovodstvu Republike Hrvatske osigurava izvještavanje o poslovanju poduzeća putem temeljnih financijskih izvještaja: bilance, računa dobiti i gubitka, izvještaja o novčanom tijeku, izvještaja o promjenama kapitala te bilješki.

Uz horizontalnu i vertikalnu analizu koje uspoređuju stavke financijskih izvještaja u razdoblju od jedne ili više godina, u praksi je često korištena analiza pomoću financijskih omjera koja opisuje poslovne performanse poduzeća pomoću pokazatelja likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja. Znanstvenim istraživanjima utvrđena je povezanost financijskih omjera i stečaja društava, gdje su uz statistički značajne omjere stavki iz financijskih izvještaja definirani i ponderi utjecaja.
Najpopularniji zbirni pokazatelj formiran 1968. godine je Altmanov Z-score model koji definira pet financijskih omjera i pet pondera za procjenu stabilnosti poslovanja. U razdoblju do danas, Z-score je prihvaćen i primjenjivan na svim svjetskim tržištima, i iako je formiran na uzorku američkih poduzeća, popularizirao se kao alat za procjenu stabilnosti i ranu prognozu budućeg poslovanja poduzeća, neovisno o geografskom području na kojem tržište egzistira.
Istraživanja ranih signala neuspjeha u Republici Hrvatskoj rezultirala su sa Business excellence modelom, kreiranim 2007. godine od strane prof.dr.sc. Vinka Belaka i dr.sc. Željane Aljinović Barač sa Ekonomskog fakulteta u Splitu, i to na uzorku hrvatskih dioničkih društava. BEX model sastoji se od četiri financijska omjera, četiri pondera te sedam kategorija pomoću kojih opisuje poslovne performanse i predviđa poslovanje društva u bliskoj budućnosti.

U životnom vijeku dioničkog društva, poslovne krize su česte i uključuju gubitak za većinu interesnih skupina: vlasnicima prijeti gubitak u vidu kamata na kapital ili dijela uloženog kapitala; menadžerima prijeti otkaz i gubitak povjerenja u sposobnosti; zaposlenicima prijeti gubitak radnog mjesta, egzistencije, obrazovanja i napredovanja; dobavljačima prijeti zastoj u plaćanjima, kao i gubitak kupaca. Većinu nacionalnih gospodarstava svijeta u 2008. godini je obilježila globalna financijska kriza, koja je započela u Sjedinjenim Američkim Državama.

Svjetska kriza utjecala je nepovoljno na likvidnost i solventnost poslovnih subjekata, pravnih i fizičkih osoba u Republici Hrvatskoj, koje su do kraja 2012. godine bilježile uglavnom nepovoljan trend. Tako je u studenom 2012. godine ukupna vrijednost neizvršenih osnova za plaćanje od strane blokiranih poslovnih subjekata iznosila 43,7 milijardi kuna.

U pripremnoj fazi istraživanja, za odabrana dionička društva Zagrebačke burze u razdoblju od 2005. do 2011. godine analizirane su pojedinačne stavke financijskih izvještaja i utvrđene su poslovne poteškoće dioničkih društava nakon 2008. godine, koje se manifestiraju kroz (najčešće) smanjenje ukupne aktive, smanjenje prihoda i rashoda, odnosno ukupni neto gubitak dioničkih društava. Također, uočen je negativan utjecaj svjetske krize nakon 2008. godine na pojedinačne stavke financijskih izvještaja odabranih dioničkih društava Zagrebačke burze, gdje kriza različitim intenzitetom utječe na različite djelatnosti. Cilj istraživanja bio je ispitati odnos krizne situacije i poslovnih performansi poduzeća koje se mjere Z-score i BEX zbirnim pokazateljem.

U okviru prvog problema u praktičnom dijelu istraživanja ispitivale su se hipoteze o odnosu Z-score i BEX pokazatelja poslovnih performansi. S obzirom na srednje vrijednosti Z-score i BEX pokazatelja, zaključak je da se s obzirom na odabrani uzorak dioničkih društava, prosječno društvo nalazi u sivoj, neizvjesnoj zoni, gdje se poboljšanja mogu očekivati samo ako se pristupi unaprjeđenjima. Također, s obzirom na rezultate regresijske analize odabranog uzorka dioničkih društava prihvaća se prva postavljena hipoteza da su Z-score i BEX zbirni pokazatelji pozitivno korelirani s operativnom dobiti dioničkog društva za određenu godinu, odnosno da veća vrijednost zbirnih pokazatelja ukazuje na veću operativnu dobit. Ukupni postotak objašnjene varijance iznosi 37,7% te sveukupno regresijska analiza upućuje na BEX pokazatelj kao dovoljan prediktor operativne dobiti određenog dioničkog društva. S obzirom da standardizirani koeficijent regresijske analize ukazuje na BEX zbirni pokazatelj kao značajan prediktor operativne dobiti određenog dioničkog društva (za razliku od Z-score pokazatelja), i s obzirom da BEX pokazatelj ima veći Pearsonov koeficijent korelacije sa operativnom dobiti (u usporedbi sa Z-score pokazateljem), prihvaća se druga postavljena hipoteza prvog problema istraživanja koja pretpostavlja da je BEX pokazatelj, u odnosu na Z-score pokazatelj, značajnije povezan sa uspješnim poslovnim performansama – operativnom dobiti dioničkog društva. Zaključak je da BEX pokazatelj, formiran na uzorku hrvatskih poduzeća, bolje oslikava stanje i poslovne performanse, za razliku od Z-score

pokazatelja koji je formiran na uzorku poduzeća stranog tržišta. Vezano za treću postavljenu hipotezu, prema rezultatima istraživanja prosječne vrijednosti Z-score pokazatelja i operativne dobiti razlikuju se statistički značajno s obzirom na varijablu Djelatnost kojoj pojedino dioničko društvo pripada, dok za BEX nisu utvrđene statistički značajne razlike. Specifično, utvrđeno je da se SODD Ugostiteljstva i turizma statistički značajno razlikuje od dijela preostalih odabranih djelatnosti. U skladu s prethodnim rezultatima analize odbacuje se treća postavljena hipoteza koja pretpostavlja da se prosječne vrijednosti Z-score i BEX pokazatelja pojedine djelatnosti dioničkih društava značajno ne razlikuju.

Drugi problem istraživanja usmjeren je na utvrđivanje reakcije dioničkih društava i pojedinih djelatnosti na nastupajuću svjetsku krizu iz 2008. godine. S obzirom na rezultate normiranih vrijednosti Z-score i BEX pokazatelja te s obzirom na grafičke prikaze vrijednosti Z-score i BEX pokazatelja za 30 odabranih dioničkih društava Zagrebačke burze vidljivo je da se nakon 2008. godine dogodio značajan pad prosječnih vrijednosti odabranih pokazatelja. Promatrajući reagibilnost na krizu pojedinog pokazatelja, vidljivo je da Z-score bilježi negativan trend od 2008. godine, BEX blaži negativni trend od 2007. godine, dok EBIT pokazatelj pada tek od 2009. godine. Za varijablu operativne dobiti vidljiv je time lag, koji upućuje na činjenicu da se poslovne performanse opisane preko operativne u praksi vide godinu (i više) nakon što su na njih ukazali zbirni pokazatelji. S obzirom da je BEX pokazatelj formiran za specifične hrvatske uvjete pretpostavka je da realnije oslikava stanje u hrvatskom gospodarstvu pa s obzirom na njegovu raniju reagibilnost na globalnu krizu u usporedbi sa Z-score pokazateljem, zaključujemo da su prosječne poslovne performanse odabranih dioničkih društava oslikane preko vrijednosti ovog zbirnog pokazatelja bile problematične - i prije negativnih posljedica svjetske krize. Posljedično, prihvaća se prva postavljena hipoteza drugog problema istraživanja koja pretpostavlja da će svjetska financijska kriza negativno utjecati na poslovne performanse i zbirne pokazatelje promatranih dioničkih društava. Za dokaz druge postavljene hipoteze drugog problema istraživanja, prema rezultatima istraživanja odabrat će se analiza koja predstavlja gubitke u milijunima jer ona omogućava međusobnu usporedbu promatranih djelatnosti. Ukoliko se promotre gubici u razdoblju od 2008. do 2010. godine kada je trend bio negativan za većinu odabranih djelatnosti, prihvaća se druga hipoteza drugog problema istraživanja koja pretpostavlja Graditeljstvo kao djelatnost na koju je svjetska kriza iz 2008. godine imala najveći negativni utjecaj.

Vezano uz ograničenja zbirnih pokazatelja kao identifikatora poslovnih performansi i prediktora budućih, važno je napomenuti njihovo ograničenje isključivo na kvantitativne informacije o poduzeću. Da bi analiza određenog poduzeća bila potpunija, uz kvantitativne informacije preporuča se uključivanje kvalitativnih informacija. Također, ograničenje istraživanja bila bi veličina uzorka na kojoj se temelje rezultati. Doprinos ovog istraživanja odnosi se na područje ranih signala upozorenja na opasnosti i zbirnih pokazatelja kao alata za antikrizno djelovanje, gdje s obzirom na rezultate istraživanja, zaključujemo da su zbirni pokazatelji učinkovita metoda za kontinuirano praćenje poslovnih performansi promatranog poduzeća. Dokazano je i da je BEX pokazatelj dovoljan prediktor, odnosno da ga se može samostalno primjenjivati. Također, dokazana reagibilnost BEX pokazatelja na krize preporuča njegovu primjenu. Ukoliko rezultate istraživanja povežemo sa stanjem stečajnih postupaka u Republici Hrvatskoj, nepovoljnim okolnostima za poslovanje dioničkih društava pridonosi činjenica da do danas nije uspostavljeno sustavno i kvalitetno praćenje provedenih stečajnih postupaka od strane nadležnih institucija u Republici Hrvatskoj. Također, pretpostavlja se da iako pojedina dionička društva bilježe poslovne poteškoće, ne postoje dovoljni napori menadžmenta da krizu riješe kvalitetnim restrukturiranjem kroz stečajni postupak jer samo pravodobno uočavanje krize može dovesti do eventualnog restrukturiranja. Menadžment u Republici Hrvatskoj je nemotiviran za pokretanje samog stečaja: zakoni penaliziranja neprovođenja stečaja se ne provode, a s obzirom da menadžment radi za vlasnike koji u slučaju stečaja gube svoju imovinu, rezultat su najčešće – zakašnjele intervencije.

Sveukupno, u budućnosti se očekuje primjena zbirnih pokazatelja kao prvog jednostavno primjenjivog sredstva na liniji obrane od poslovnih kriza. Menadžment i vlasnici su dužni odgovorno upravljati poduzećima, poštujući zakonske i primjenjujući svoje stručne obveze. Ukoliko identifikatori poslovnih performansi ukazuju na stečaj i ispunjeni su uvjeti za njegovo pokretanje – odgovorno upravljanje nalaže pokretanje stečajnog postupka. Pokretanje stečajnog postupka ne znači nužno i smrt poduzeća, jer nakon detaljne analize i potencijalnog restrukturiranja, poduzeće ima mogućnost opstanka i nastavka poslovanja.
U cjelini, može se zaključiti da zbirni pokazatelji imaju ograničenu ulogu kao identifikatori i prediktori poslovnih performansi, međutim važno ih je razmatrati zajedno s drugim kvalitativnim i kvantitativnim faktorima, kako bi doprinijeli boljem razumijevanju ponašanja i opstanka dioničkih društava.

LITERATURA

1. Altman, E. (1968). Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy, Journal of Finance, V XXIII, N 4, str. 589-609.
2. Altman, E. (2000). Predicting Financial Distress of Companies. Izvor: http://pages.stern.nyu.edu/~ealtman/Zscores.pdf, str. 1-54.
3. Altman, E., Haldeman, R., Narayanan, P. (1977). Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations, Journal of Banking & Finance, V LIV, N 5, str. 1855-1868.
4. Balcaen, S. Ooghe, H. (2004). Alternative methodologies in studies on business failure: do they produce better results than the classic statistical methods?, Vlerick Leuven Gent Management School Working Paper Series 2004-16, Vlerick Leuven Gent Management School.
5. Beaver, W. (1966). Financial Ratios as Predictor of Failure - Empirical Research in Accounting: Selected Studies, dodatak u Journal of Accounting Research, str. 91-101.
6. Belak, V, Barač Aljinović, Ž. (2008). Tajne tržišta kapitala, Zagreb, Sinergija.
7. Belak, V. (1995). Menadžersko računovodstvo, Zagreb, RRIF.
8. Bibeault, B. (1999). Corporate Turnaround: How Managers Turn Losers Into Winners, Washington DC., Beard Books.
9. Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., Lang, M. – Hrvatska narodna banka (2010). Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj, Zagreb. Izvor: http://www.hnb.hr/publikac/istrazivanja/i-025.pdf.
10. Bourque, D. (1987). A Conceptual and Analytical Look at Information Reporting – zbornik radova Management of the Firm Under Conditions of Discontinuity, Beograd, Ekonomski fakultet.
11. Buble, M. (2009). Menadžment, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu..
12. Crandall, W., Parnell, A.J., Spillan, E.J. (2010). Crisis management in the new strategy landscape, Sage publications Inc.
13. Dalmacijanews portal (2012). Stupio na snagu novi Ovršni zakon. Izvor: http://www.dalmacijanews.com/Hrvatska/View/tabid/77/ID/101858/Stupio-na-snagu-novi-Ovrsni-zakon.aspx.
14. Davis, G.B., Olson, M.H. (1985). Management information systems, New York, McGraw Hill Book Company.

15. DiNapoli, D. (1999). Workouts and Turnarounds II, Global Restructuring Strategies for the Next Century, John Wiley&Sons.
16. Filozofijski rječnik (1989). Nakladni zavod Matice hrvatske, Zagreb.
17. Financijska agencija Republike Hrvatske (2012). Sažetak za objavu o insolventnosti u Republici Hrvatskoj: 12/2011; 06/2012; 09/2012; 11/2012, Izvor: www.fina.hr.
18. Fink, S. (2002). Crisis Management: Planning for the Inevitable, iUniverse, Lincoln.
19. Fitzpatrick, P. (1931). Symptoms of Industrial Failures, Catholic Universita of America Press.
20. Fitzpatrick, P. (1932). A Comparison of the Ratios of Succesful Industrial Enterprises with Those of Failed Companies, Certified Public Accountant, str. 598-605.
21. Gilman, S. (1925). Analyzing financial statements, The Ronald Press Company.
22. Goldman, S.B., Traverso, D.K. (1997). Don't look now, but you are having a crisis, Risk management, V 44, N 7, str. 42-46.
23. Grupa autora (2002). Helping businesses overcome financial difficulties, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg.
24. Grupa autora (2006). Insolvency and Restructuring, Law Business Research, London, Freshfields Bruckhaus Deringer.
25. Grupa autora: Insolvencies in Europe, Creditreform Economic Research Unit 2005/2006, 2006/2007, 2007/2008, 2008/2009, 2009/2010, 2010/2011, 2011/2012.
26. Hrvatska gospodarska komora, Centar za makroekonomske analize (2011). Stanje hrvatskog gospodarstva krajem 2011. godine, Zagreb.
27. Jozić, D. – Poslovni.hr (2012). Za 10 dana Linić kreće u bitku protiv nelikvidnosti. Izvor: http://www.poslovni.hr/vijesti/za-10-dana-linic-krece-u-bitku-protiv-nelikvidnosti---216429.aspx.
28. Kowalski, T., Kraft, E., Mullineux, A., Vensel, V., Wihlborg, C. (2003). Bankruptcy procedures, Corporate Governance and Banks' Credit policy in Croatia, Estonia, and Poland - Draft version, The ninth Dubrovnik Economic Conference, 26-28 lipanj 2003.
29. Krummenacher, A. (1981). Krisenmanagement, Industrielle Organisation, Zurich, str 1-148.
30. Kružić, D. (2012). Krizni management – radni materijali Poslijediplomskoj specijalističkog studija 2009/2010, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu.
31. Luecke, R. (2005). Upravljanje kriznim situacijama, Zgombić&Partneri, Zagreb.

32. Merwin, C. (1942). Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries in 1926-1936, National Bureau of Economic Research, str 1-167.
33. Mitroff, I. (2004). Crisis Leadership: Planning for the Unthinkable, John Wiley & Sons.
34. Mitroff, I., Pearson, C., Harrington, L. (1996). The essential guide to managing corporate crises: A stepby-step handbook for surviving major catastrophes, Oxford University Press.
35. Novak, B., Sajter, D., Hadrović Zekić, B. (2006). Mora li stečaj biti i 'smrt' trgovačkog društva? Odgovori Europske unije i Hrvatske, XXVII. Wissenschaftliches Symposium Osijek - Pforzheim: "Wie real ist ein Europa der zwei Geschwindigkeiten", Marijanović, Goran; Wentzel, Dirk (ur.). Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku i Fachhochschule Pforzheim.
36. Osmanagić Bedenik, N. (2003). Kriza kao šansa: kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Zagreb, Školska knjiga.
37. Papp, L. (1979). A konyvviteli informacios rendszer elmeleti kerdesei, Budapest, Tankonykiodo.
38. Platt, H. (1998). Principles of Corporate Renewal, University of Michigan Press.
39. Ramser, J., Foster, L. (1931). A Demonstration of Ratio Analysis, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business Research, Bulletin N 40.
40. Rozga, A., Grčić, B. (2009). Poslovna statistika, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu..
41. Sajter, D. (2008). Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, doktorska disertacija, Sveučilište u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.
42. Sajter, D. (2009). Pregled određenih metoda i istraživanja poslovnih poteškoća uz predviđanje stečaja, Ekonomska misao i praksa, G XVIII, B 2, str. 429-451.
43. Sajter, D., Hudaček., L. (2009). Temeljni pojmovi i nazivi stečajnog prava, Rasprave instituta za hrvatski jezik i jezikoslovlje.
44. Smith, R., Winakor, A. (1930). A Test Analysis of Unsuccessful Industrial Companies, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, Bulletin N 31.
45. Smith, R., Winakor, A. (1935). Changes in the Financial Structure of Unsuccessful Industrial Corporations, Urbana, University of Illinois, Bureau of Business research, Bulletin N 51.

46. Stečajni zakon Republike Hrvatske, urednički pročišćeni tekst, Narodne novine broj 44/1996 do 25/2012. Izvor: http://www.poslovni-savjetnik.com/propisi/stecaj-opci-dio/stecajni-zakon-urednicki-procisceni-tekst-nn-br-441996-do-252012.
47. Škrtić, M., Tisovec, M. (2006). Predviđanje stečaja upotrebom financijskih pokazatelja, Zagreb, RRiF.
48. Tamari, M. (1966). Financial Ratios as a Means of Forecasting Bankruptcy, Management International Review (MIR), V 6, I 4, str. 15-21.
49. Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima, u: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb.
50. Ucelly, L. (2002). The CEO's "how to" guide to crisis communications, Strategy & Leadership, V 30, N 2, str. 21-24.
51. Vidučić, Lj. (2008). Financijski menadžment, Zagreb, RRIF plus.
52. Vujević, I. (2005). Financijska analiza u teoriji i praksi, Split, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu.
53. Webster's Online Dictionary, Izvor: websters-online-dictionary.org.
54. Whitney, J. (1999). Taking charge: management guide to troubled companies and turnarounds, Washington DC., Beard Books.
55. Wihlborg, C. (2002). Insolvency and Debt Recovery Procedures in Economic Development – An Overview of African Law, United Nations University – WIDER Discussion Paper.
56. Zakon o računovodstvu Republike Hrvatske, Narodne novine broj 109/07. Izvor: www.fina.hr/lgs.axd?t=16&id=11528.
57. Zelenika, R. (2000). Metodologija i tehnika izrade znanstvenog i stručnog djela, Rijeka, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci..
58. Žager, K., Žager, L. (1999). Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia.