

Izvorni znanstveni članak
Primljeno: 14. srpnja 2019.
UDK: 338.124.4(497.5)

Branko Krnić*
Marko Ban**

LIKVIDNOST NEFINANCIJSKIH PODUZEĆA HRVATSKOG GOSPODARSTVA – RAZLIKE IZMEĐU GOSPODARSKIH DJELATNOSTI U RAZDOBLJU RECESIJE

Sažetak

Cilj je ovog rada istražiti performanse nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva s aspekta likvidnosti te identificirati razlike po toj osnovi između gospodarskih djelatnosti u razdoblju recesije. U tu se svrhu analizira razina i dinamika promjena odabranih pokazatelja. U obuhvat je uključeno prvih sedam djelatnosti prema ostvarenom udjelu u ukupnim prihodima ili ukupno zaposlenima u hrvatskom gospodarstvu, odnosno sektoru nefinancijskih poduzeća. Utvrđene su znatne razlike u razini i dinamici promjena analiziranih pokazatelja te njihova značajna pogoršanja u razdoblju recesije hrvatskog gospodarstva. Identificirane su također sličnosti i razlike u jačini povezanosti sastavnica tih pokazatelja. U razdoblju recesije utvrđene su znatne razlike između gospodarskih djelatnosti u razini likvidnosti. Nalazi istraživanja mogu biti relevantni na makrorazini nositeljima regulacije i ekonomskih politika u spoznavanju promjena razine likvidnosti u hrvatskom gospodarstvu, što kao analitička podloga može pridonijeti pronalaženju mjera za poboljšanja na tom području.

Ključne riječi: pokazatelji likvidnosti, nefinancijska poduzeća, gospodarske djelatnosti, hrvatsko gospodarstvo

1. Uvod

Cilj je ovog rada istražiti likvidnost nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva i identificirati sličnosti i razlike po toj osnovi između odabranih gospodarskih djelatnosti u razdoblju recesije. U tu se svrhu analizira razina i dinamika promjena pokazatelja likvidnosti i aktivnosti na razini cijelog gospodarstva i odabranih djelatnosti.

* dr. sc. Branko Krnić, predstojnik Katedre za financije, računovodstvo i pravo, Veleučilište VERN¹, Zagreb, branko.krnic@vern.hr

** Marko Ban, struč. spec. oec., vanjski suradnik Veleučilišta VERN¹, Zagreb, marban32@gmail.com

U razmatrani obuhvat uključeno je prvih sedam djelatnosti po ostvarenom udjelu u ukupnim prihodima ili ukupno zaposlenima u hrvatskom gospodarstvu, odnosno sektoru nefinancijskih poduzeća. Istraživanje likvidnosti poduzeća na temelju financijskih pokazatelja istraživački je problem ovog rada. Istraživanje likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva i utvrđivanje razlika po toj osnovi između gospodarskih djelatnosti u razdoblju recesije predmet je istraživanja. Radi potpunijeg uvida u razinu likvidnosti i aktivnosti nefinancijskih poduzeća u recesijskom razdoblju (od 2009. do 2014.) odabrani se pokazatelji na razini nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva razmatraju u šesnaestogodišnjem razdoblju od 2001. do 2016., a na razini gospodarskih djelatnosti (prema podjeli po područjima definiranoj Odlukom o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007. – NKD 2007.) u devetogodišnjem razdoblju od 2008. do 2016.

U ostvarivanju definiranog cilja istraživanja postavljaju se sljedeća istraživačka pitanja: 1. *Kakva je dinamika promjena razine pokazatelja likvidnosti i aktivnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u cijelom promatranom razdoblju (tj. od 2001. do 2016.)?* 2. *Kakva je jačina i smjer povezanosti sastavnica svakog od odabranih pokazatelja u cijelom promatranom razdoblju?* 3. *Kakve se sličnosti i razlike u razini likvidnosti mogu identificirati između odabranih gospodarskih djelatnosti u Hrvatskoj u razdoblju recesije (tj. od 2009. do 2014.)?*

Ostvarivanje cilja istraživanja i odgovori na istraživačka pitanja mogu biti relevantni na makrorazini za nositelje regulacije i ekonomskih politika u smislu spoznavanja promjena razine likvidnosti u hrvatskom gospodarstvu i razlika po toj osnovi između gospodarskih djelatnosti, što kao analitička podloga može pridonijeti pronalaženju mjera za poboljšanja na tom području. U tu svrhu od osobitog značaja mogu biti i spoznaje dobivene usporedbom razine likvidnosti u gospodarstva iz pojedinih faza promatranog razdoblja (tj. fazama ekspanzije, stagnacije ili kontrakcije gospodarskih aktivnosti). Praćenje pokazatelja likvidnosti i aktivnosti po gospodarskim djelatnostima može omogućiti prepoznavanje problema nedovoljne likvidnosti prije njihova povećanja na dimenzije koje ugrožavaju stabilnost gospodarskog sustava.

U radu se nakon prvog poglavlja, odnosno uvoda, u drugom poglavlju iznosi teorijski okvir u vezi s primjenom financijskih pokazatelja u analizi financijskih performansi poduzeća. U trećem poglavlju definiraju se metodologija istraživanja, obuhvat pokazatelja i izvori podataka. Rezultati istraživanja pokazatelja likvidnosti i aktivnosti nefinancijskih poduzeća iznose se u četvrtom poglavlju na razini hrvatskog gospodarstva za cijelo promatrano razdoblje te po odabranim gospodarskim djelatnostima u razdoblju recesije. U petom je poglavlju iznesen zaključak u kojem su sintetizirani nalazi istraživanja.

2. Teorijski okvir – primjena financijskih pokazatelja u analizi financijskih performansi poduzeća

Financijski se pokazatelji prema povijesnom pregledu iznesenom u Horrigen (1968) već dugo primjenjuju u financijskoj analizi. Tijekom vremena se, u usporedbi s ranijim istraživanjima (kao npr. Beaver, 1966; Altman, 1968; Gupta i Huefner, 1972; Stevens, 1973; Kester, 1986), njihova primjena znatno proširila, osobito na području istraživanja rasta poduzeća (vidjeti pregled iznesen u Coad (2009)). Na temelju financijskih pokazatelja dobivaju se uvidi u financijski položaj i uspješnost poslovanja pojedinačnih ili skupine poduzeća, djelatnosti ili cijelog gospodarstva pojedine nacionalne ekonomije. Njihova primjena omogućuje usporedbe u različitim kontekstima, ali i predviđanje budućih financijskih performansi.

Postoje u inozemnoj, ali i u domaćoj ekonomskoj literaturi, brojni pregledi financijskih pokazatelja (v. npr. Orsag, 1997; Žager, 2001; Tintor, 2009; Belak, 2014 i Žager et al., 2017). Brojna su i istraživanja u kojima se primjenom financijskih pokazatelja analiziraju različiti financijski aspekti poslovanja poduzeća u Hrvatskoj. Tako npr. Belak i Aljinović (2008) primjenjuju pokazatelje poslovne izvrsnosti i uspješnosti. Ježovita i Žager (2014) pomoću financijskih pokazatelja analiziraju zaduženost poduzeća. Ježovita (2015a) istražuje sigurnost poslovanja poduzeća realnog sektora u Hrvatskoj i analizira razlike u financijskim pokazateljima ovisno o veličini poduzeća (2015b). Krnić (2016) u istraživanju rizika financijske stabilnosti, uz široki obuhvat makroekonomskih i mikroekonomskih pokazatelja, koristi i odabrane financijske pokazatelje. Bajo i Primorac (2016) istražuju financijsko stanje, ključne trendove u poslovanju te razvojne perspektive državnih poduzeća u Hrvatskoj. U Krnić (2017) uspoređuju se financijske performanse poduzeća i banaka u Hrvatskoj na temelju omjera njihovih osnovnih bilančnih stavki i pozicija računa dobiti i gubitka, udjela komponenti u rasporedu dodane vrijednosti, dodatnih pokazatelja banaka o njihovim kamatnim prihodima i troškovima rezerviranja za gubitke, odabranih pokazatelja za ocjenu likvidnosti i zaduženosti poduzeća te pokazatelja profitabilnosti poduzeća i banaka. Uz istraživanja financijskih performansi poduzeća, djelatnosti, sektora ili cijelog gospodarstva, pojedine sastavnice hrvatskog gospodarstva istraživane su i s drugih aspekata (v. npr. Čondić-Jurkić, 2010; Buturac, 2008; Lovrinčević, Buturac i Mikulić, 2015; Buturac, Lovrinčević i Mikulić, 2017).

Analiza dosadašnjih istraživanja pokazuje da su u domaćoj ekonomskoj literaturi još uvijek nedovoljno zastupljeni radovi u kojima se za višegodišnje razdoblje uspoređuju promjene financijska obilježja poduzeća na razini cijelog nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva te nefinancijskih poduzeća u okviru pojedinih gospodarskih djelatnosti. Stoga se u ovom radu, uz ostvarenje eksplicitnog cilja istraživanja i pružanja uvida u financijske performanse nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva

i odabranih gospodarskih djelatnosti, nastoji s aspekta likvidnosti ukazati i na korisnost upotrebe nalaza takvih istraživanja na makrorazini. Usmjeravanje na takvu njihovu primjenu može znatno pridonositi boljem spoznavanju obilježja funkcioniranja ključnih sastavnica realne sfere ekonomije.

Likvidnost u kontekstu ovog istraživanja predstavlja sposobnost poduzeća da izvršava svoje kratkoročne obveze. Osim na razini poduzeća, likvidnost se može ocjenjivati i na razinama razreda, skupina, odjeljaka i područja gospodarskih djelatnosti, ali i gospodarstva nacionalne ekonomije u cjelini. Koriste se i različiti obuhvati pokazatelja za ocjenu likvidnosti. S obzirom na to da i o brzini obrtaja imovine (npr. zaliha i potraživanja) ovisi imobiliziranost novčanih sredstava u ne-novčanoj imovini te da o tome ovisi likvidnost poduzeća, za ocjenu likvidnosti često se koriste i pokazatelji aktivnosti (vidjeti obuhvate pokazatelja u Belak (2014)). Pokazatelji za ocjenu likvidnosti poduzeća u financijskoj se analizi uspoređuju s izračunatim prosjekom i kontrolnom mjerom (standardom) gospodarske djelatnosti (razreda, skupine i odjeljaka).

3. Podaci i metodologija istraživanja

U istraživanju se koriste podaci Financijske agencije (FINA) iz godišnje publikacije *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske* i to za sve godine promatranog razdoblja, tj. od 2001. do 2016. te dodatno i *Registar godišnjih financijskih izvještaja*. Podaci po gospodarskim djelatnostima prikupljeni su najvećim dijelom u procesu izrade rada Ban (2017), a dio obrade pokazatelja na razini nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva nastao je u procesu izrade rada Krnić (2017).

Pod *poduzećem* se u kontekstu objavljivanja Financijske agencije podrazumijevaju poduzetnici koji su obveznici poreza na dobit, ali bez uključivanja banaka, osiguravajućih društava i drugih financijskih institucija. Prema klasifikaciji monetarne statistike takav obuhvat predstavlja sektor *nefinancijskih poduzeća*. Povezano s tim, sektor *nefinancijskih poduzeća* u radu se još naziva nefinancijski dio hrvatskog gospodarstva. Istraživanje se provodi za nefinancijska poduzeća na razini hrvatskog gospodarstva i na razini odabranih gospodarskih djelatnosti. Područja gospodarskih djelatnosti prema Odluci o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007. – NKD 2007. iznesena su u okviru 1. Odlukom su u okviru područja definirani odjeljci, skupine i razredi gospodarskih djelatnosti. Nacionalna klasifikacija djelatnosti NKD 2007 usklađena je s europskim standardima i odgovara NACE rev. 2 klasifikaciji koja se primjenjuje u zemljama članicama Europske unije.

Likvidnost i aktivnost analiziraju se na temelju financijskih pokazatelja iznesenih u okviru 2. Pokazatelji se utvrđuju na razini nefinancijskog dijela gospodarstva i odabranih gospodarskih djelatnosti po godinama i djelatnostima. Na taj se način

Okvir 1. Područja gospodarskih djelatnosti

Područja	Naziv
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo
B	Rudarstvo i vađenje
C	Prerađivačka industrija
D	Opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija
E	Opskrba vodom; uklanjanje otpadnih voda, gospodarenje otpadom, djelatnosti sanacije okoliša
F	Građevinarstvo
G	Trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikla
H	Prijevoz i skladištenje
I	Djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane
J	Informacije i komunikacije
K	Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja
L	Poslovanje nekretninama
M	Stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti
N	Administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti
O	Javna uprava i obrana; obvezno socijalno osiguranje
P	Obrazovanje
Q	Djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi
R	Umjetnost, zabava i rekreacija
S	Ostale uslužne djelatnosti
T	Djelatnost kućanstava kao poslodavaca

Izvor: Odluka o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007. – NKD 2007. (Vlada Republike Hrvatske, 2007).

omogućuje ostvarivanje eksplicitnog cilja istraživanja, ali i namjere da se ovim radom ukaže na korisnost njihovog praćenja u svrhu makroekonomskog upravljanja. Međutim, korištenje agregiranih podataka i na temelju njih izračunatih pokazatelja za nefinancijski dio gospodarstva i odabrane gospodarske djelatnosti u interpretaciji nalaza komparativne financijske analize nailazi na različita ograničenja. Njihovo je otklanjanje moguće samo provođenjem daljnjih analiza po odjeljcima, skupinama i razredima, tj. sve do razine poduzeća. Tako npr. bez provođenja daljnje analize u kojoj bi se identificirala promjena gospodarske strukture (po osnovi *ulazaka* poduzeća na tržište i *izlazaka* s tržišta), iz agregiranih podataka i pokazatelja na razini nefinancijskog dijela gospodarstva i odabranih gospodarskih djelatnosti nije moguće utvrditi je li poboljšanje ili pogoršanje razine likvidnosti u nekom razdoblju nastalo u promijenjenom ili nepromijenjenom obuhvatu poduzeća. Naime, tek bi se nekim daljnjim postupkom kao što je npr. Jeon-Millerova dekompozicija (primijenjen za raščlanjivanje osnova promjene profitabilnosti u Jeon i Miller (2005)) moglo u nekom budućem istraživanju utvrditi koliko su promjene razine likvidnosti nastale po osnovi promjena likvidnosti postojećih poduzeća, a koliko po osnovi ulaska i izlaska poduzeća s

tržišta. Nadalje, razvrstavanje poduzeća po *pretežnoj djelatnosti* može utjecati na razine pokazatelja likvidnosti i aktivnosti iskazanih za pojedinu djelatnost. Pored toga, promjena u razini likvidnosti pojedine djelatnosti može nastati po osnovi promjena likvidnosti pretežnog broja poduzeća koja su u nju razvrstana ili npr. samo jednog ili dva koja prema ukupnom prihodu predstavljaju njezin značajan dio. Tek provođenjem daljnjih analiza moguće je spoznati osnovu promjene razine likvidnosti razmatrane djelatnosti, a iz toga i stvarne uzroke te promjene. Zbog navedenih, a i drugih ograničenja koja se mogu pojaviti, analiza na temelju agregiranih podataka na razini nefinancijskog dijela gospodarstva i odabranih gospodarskih djelatnosti, u funkciji makroekonomskog upravljanja, može biti tek prva faza, odnosno polazište za daljnju financijsku analizu u okviru pojedinačnih djelatnosti.

Okvir 2. Odabrani financijski pokazatelji likvidnosti i aktivnosti

Kratica	Pokazatelj	Izračun
Pokazatelji likvidnosti		
KTL	Koeficijent tekuće likvidnosti	$\frac{\text{Kratkotrajna imovina}}{\text{Kratkoročne obveze}}$
KUL	Koeficijent ubrzane likvidnosti	$\frac{\text{Kratkotrajna imovina} - \text{Zalihe}}{\text{Kratkoročne obveze}}$
RK/UI	Omjer radnog kapitala i ukupne imovine, u %	$\frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupna imovina}} \times 100$
RK/UIP	Omjer radnog kapitala i ukupnih prihoda, u %	$\frac{\text{Radni kapital}}{\text{Ukupni prihodi}} \times 100$
Pokazatelji aktivnosti		
KOUI	Koeficijent obrtaja ukupne imovine	$\frac{\text{Ukupni prihodi}}{\text{Ukupna imovina}}$
KOKI	Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	$\frac{\text{Ukupni prihodi}}{\text{Kratkotrajna imovina}}$
KOZH	Koeficijent obrtaja zaliha	$\frac{\text{Ukupni prihodi}}{\text{Zalihe}}$
KOKP	Koeficijent obrtaja kratkotrajnih potraživanja	$\frac{\text{Ukupni prihodi}}{\text{Kratkotrajna potraživanja}}$
Napomena: <i>radni kapital</i> koristi se u značenju <i>neto radnog kapitala</i> (neto radni kapital = kratkotrajna imovina – kratkoročne obveze).		

Izvor: vlastito strukturiranje odabranih pokazatelja prema Belak (2014) i Krnić (2017).

Istraživanje obuhvaća djelatnosti koje su u 2016. u okviru sektora nefinancijskih poduzeća ostvarile udjel u ukupnim prihodima veći od 5 % ili udjel u ukupno zaposlenima veći od 5 %. Djelatnosti s udjelom u ukupnim prihodima iznad 5 % su C, D, F, G, H, a s udjelom u ukupno zaposlenima iznad 5 % su C, F, G, H, I, M. Dakle, istraživanje obuhvaća djelatnosti C, D, F, G, H, I, M koje predstavljaju 84 % ukupnih pri-

hoda i 78 % zaposlenih u nefinancijskom dijelu hrvatskog gospodarstva (prema izračunu iz navedenih izvora Financijske agencije).

Odnosi između odabranih prosječnih godišnjih pokazatelja analiziraju se u okviru korelacijske i regresijske analize i interpretiraju na temelju regresijske *output* tablice, tj. uzimajući u obzir: koeficijent korelacije (*Multiple R*), koeficijent determinacije (*R Square*), prilagođeni koeficijent determinacije (*Adjusted R Square*) i značajnost (*Significance F*).

S obzirom na to da se u radu primjenjuju financijski pokazatelji koji predstavljaju relativni odnos stavki iz istog razdoblja ili datuma bilance za njihovu usporedbu nije potrebno deflacioniranje sastavnica pokazatelja. Međutim, razinu i dinamiku promjena apsolutnih iznosa sastavnica pokazatelja treba tumačiti i u kontekstu prosječnih godišnjih stopa inflacije (potrošačkih cijena) u Hrvatskoj. U nastavku navodimo njihovo kretanje od 2008. do 2016. 2008.: 6,1; 2009.: 2,4; 2010.: 1,1; 2011.: 2,3; 2012.: 3,4; 2013.: 2,2; 2014.: -0,2; 2015.: -0,5; 2016.: -1,1 (HNB, 2018).

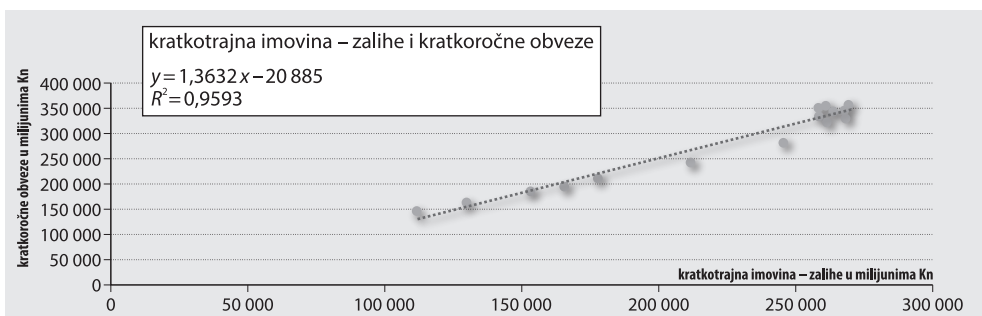
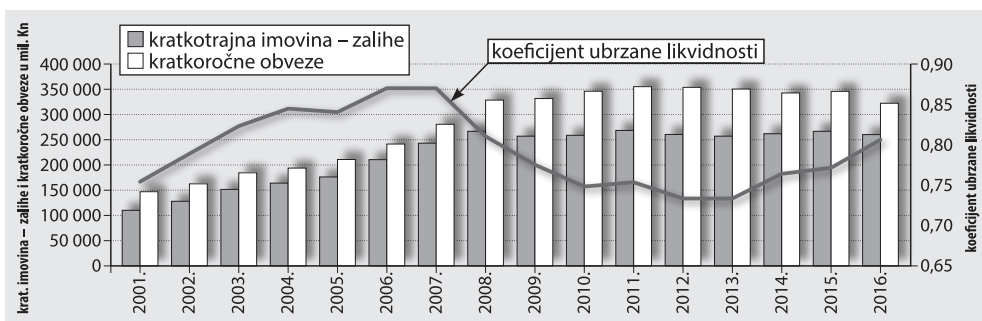
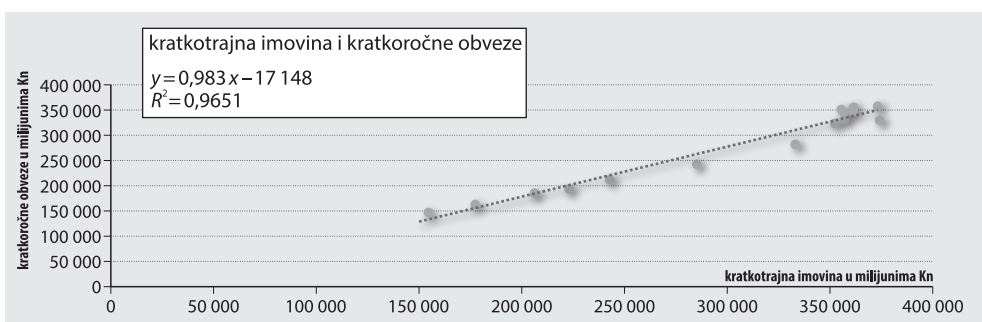
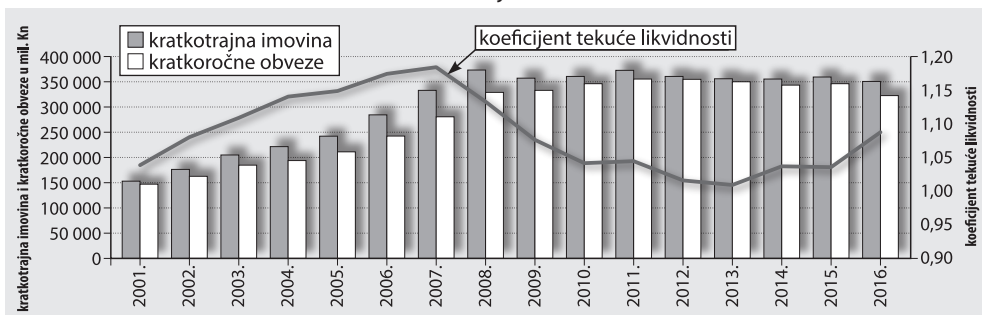
U usporedbi s obuhvatom i metodologijom analiza koje objavljuje Financijska agencija, ovim se istraživanjem proširuju aspekti analiziranja. Uvedeni su pokazatelji: *omjer radnog kapitala i ukupne imovine* i *omjer radnog kapitala i ukupnih prihoda*. Nadalje, sastavnice pokazatelja i pokazatelji razmatraju se i u okviru koncepta povezanosti za višegodišnje razdoblje te se u komparativnoj analizi identificiraju sličnosti i razlike u razini likvidnosti između gospodarskih djelatnosti za višegodišnje razdoblje.

4. Likvidnost nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva i odabranih djelatnosti - rezultati istraživanja

4.1. Ocjena likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva na temelju pokazatelja likvidnosti

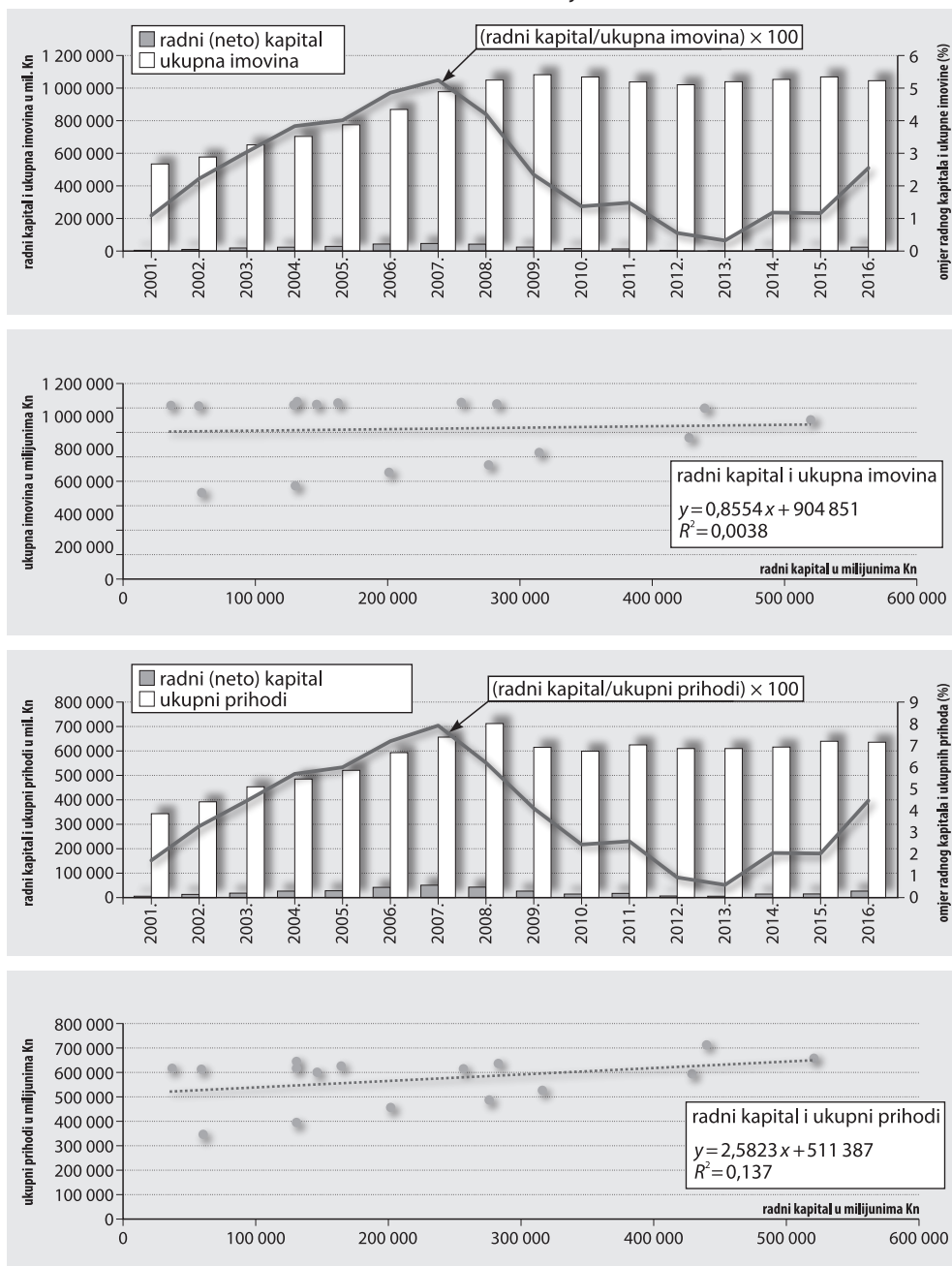
Na grafičkom prikazu 1 vidljivo je kretanje koeficijenta tekuće i ubrzane likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016. i odnos sastavnica tih koeficijenata. Ako se uspoređi s kontrolnim mjerama za tekuću i ubranu likvidnost poduzeća (v. Belak, 2014), razina izračunatih pokazatelja u promatranom je razdoblju vrlo niska. Međutim, njihova se razina razlikuje ovisno o pripadnosti poduzeća pojedinom razredu, skupini i odjeljku u gospodarskoj djelatnosti. U interpretiranju koeficijenata likvidnosti na razini cijelog nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva, ali i pojedine gospodarske djelatnosti, kao što je već prethodno navedeno, u obzir bi na temelju daljnjih analiza trebalo uzimati i promjene njihove strukture.

Grafički prikaz 1. Koeficijent tekuće likvidnosti i koeficijent ubrzane likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016. i odnos sastavnica koeficijenata



Izvor: vlastiti izračuni i prikazi na temelju podataka preuzetih iz pojedinačnih godišnjih publikacija FINE *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske* za godine od 2001. do 2016.

Grafički prikaz 2. Omjer (u %) radnog kapitala i ukupne imovine i radnog kapitala i ukupnih prihoda nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016. i odnos sastavnica omjera



Izvor: vlastiti izračuni i prikazi na temelju podataka preuzetih iz pojedinačnih godišnjih publikacija FINE *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske* za godine od 2001. do 2016.

Na grafičkom su prikazu 1 vidljiva razdoblja povećanja i smanjenja razmatranih koeficijenata. Početkom recesijskog razdoblja započelo je smanjenje pokazatelja i tekuće i ubrzane likvidnosti, a povećanje je uslijedilo tek na kraju razdoblja recesije hrvatskog gospodarstva.

Na grafičkom prikazu 2 vidljivo je kretanje omjera (u %) radnog kapitala i ukupne imovine te radnog kapitala i ukupnih prihoda nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016. i odnos sastavnica tih omjera. U vezi s tim treba imati u vidu da se razina radnog kapitala razlikuje od poduzeća do poduzeća. Ta razina ne ovisi samo o specifičnim obilježjima pojedinog poduzeća, nego i o njegovoj pripadnosti određenom razredu, skupini i odjeljku u gospodarskoj djelatnosti. Stoga su i u interpretiranju razine radnog kapitala u odnosu na ukupnu imovinu ili ukupne prihode cijelog nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva ili pojedine gospodarske djelatnosti relevantne iznesene napomene o potrebi daljnjih analiza kako bi se otklonila ograničenja koja proizlaze iz analize provedene na temelju agregiranih podataka i iz njih izračunatih pokazatelja.

U interpretaciji radnog kapitala na razini cijelog nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva ili pojedine gospodarske djelatnosti treba imati u vidu i različite upravljačke koncepte koji se provode na razini poduzeća. Naime, razlikuje se upravljanje s ciljem osiguranja likvidnosti i upravljanje s ciljem oslobađanja likvidnosti (više u Internationaler controller Verein (2016)). S aspekta osiguranja likvidnosti pretpostavlja se da je izvršavanje kratkoročnih obveza vjerojatnije uz veći radni kapital. S aspekta oslobađanja likvidnosti radni kapital bi trebao biti što manji (tj. da je što manje kratkotrajne imovine imobilizirano u potraživanjima i zalihama) ili čak negativan (tj. kada su kratkoročne obveze veće od kratkotrajne imovine i kada se npr. koristi tzv. *razvlačenje* obveza prema dobavljačima). Međutim, smanjenje radnog kapitala i poslovanje uz negativan radni kapital po osnovi *razvlačenja* obveza prema dobavljačima ima svoje granice održivosti (npr. smanjenje radnog kapitala dok to ne ugrožava sigurnost poslovnog procesa i stabilnost poslovanja, a negativni radni kapital i razvlačenje obveza prema dobavljačima dok to nema negativan utjecaj na poslovne odnose s dobavljačima).

Iz grafičkog prikaza prepoznaju se razdoblja povećanja i smanjenja razmatranih omjera. Recesijsko razdoblje obilježeno je niskim omjerom radnog kapitala i ukupne imovine. Od razine 5,28 % u 2007. smanjio se u 2013. na razinu od 0,34 %. Slična su kretanja i omjera radnog kapitala i ukupnih prihoda. Od razine 7,28 % u 2007. taj se omjer smanjio na razinu od 0,59 % u 2013. Ti omjeri potvrđuju nisku razinu likvidnosti hrvatskog gospodarstva u razdoblju recesije koja je već iskazana niskim koeficijentima tekuće i ubrzane likvidnosti.

Između sastavnica razmatranih pokazatelja likvidnosti iskazani su u promatranom razdoblju različiti stupnjevi povezanosti. U tablici 1 izneseni su u vezi s tim po-

daci o povezanosti sastavnica razmatranih pokazatelja, reprezentativnosti iznesenih regresijskih modela i statističke značajnosti izračunatih koeficijenata korelacije.

Tablica 1. Izvod iz *output* tablice regresijske analize za sastavnice pokazatelja likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016.

	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Significance F
KI, KO	0,982405	0,965119	0,962627	1,34E-11
KI – ZALIHE, KO	0,979455	0,959332	0,956427	3,92-E-11
RK, UI	0,061393	0,003769	-0,067390	0,821307
RK, UP	0,370096	0,136971	0,075326	0,158246

Izvor: vlastiti izračuni na temelju podataka preuzetih iz pojedinačnih godišnjih publikacija FINE *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske za godine od 2001. do 2016.*

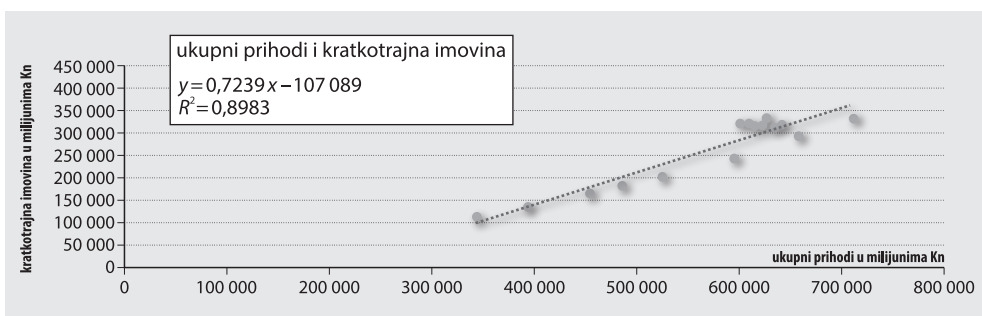
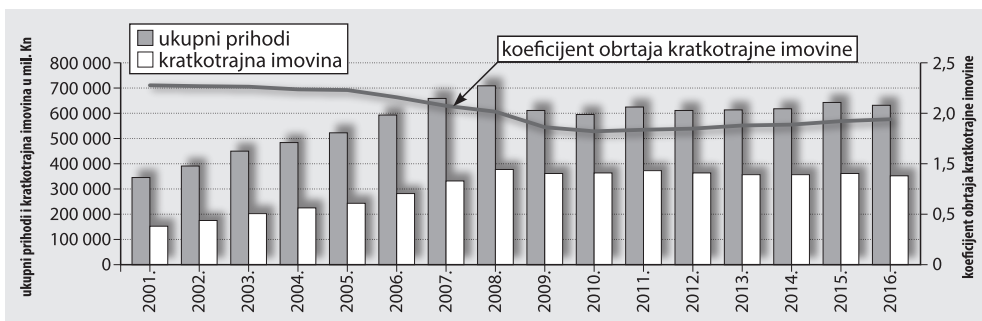
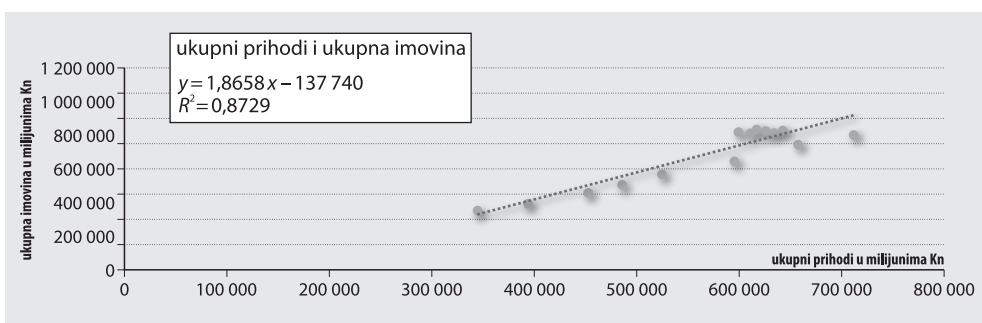
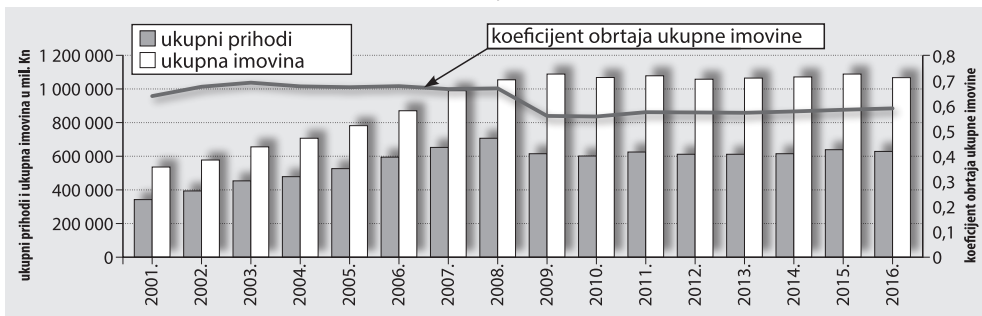
Između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza te kratkotrajne imovine umanjene za zalihe i kratkoročnih obveza iskazuju se jake pozitivne veze. U *output* tablici regresijske analize potvrđeni su i reprezentativnost iznesenih regresijskih modela (prilagođenim koeficijentima determinacije) i statistička značajnost izračunatih povezanosti sastavnica razmatranih koeficijenata (pri pouzdanosti od 95 % *Significance F* ili *P-value* su manji od 0,05, što znači da su izračunati koeficijenti korelacije statistički značajni). Nadalje, između radnog kapitala i ukupne imovine povezanost je neznatna, a između radnog kapitala i ukupnog prihoda relativno slaba (reprezentativnost modela i statistička značajnost koeficijenata korelacije za njih nisu potvrđeni). Takve disproporcije u kretanju sastavnica razmatranih pokazatelja ukazuju na moguće nastajanje problema likvidnosti.

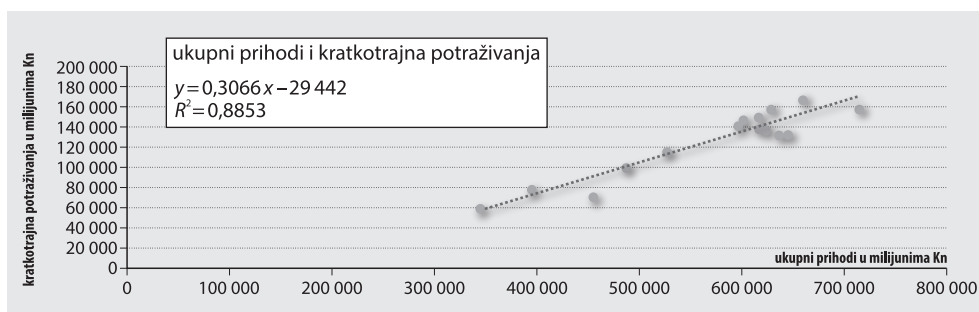
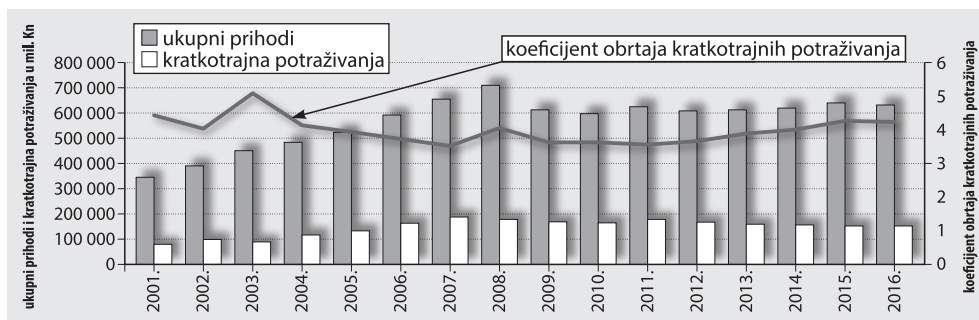
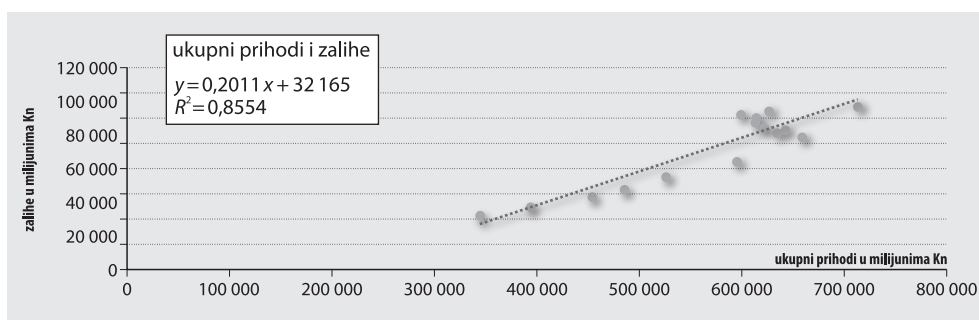
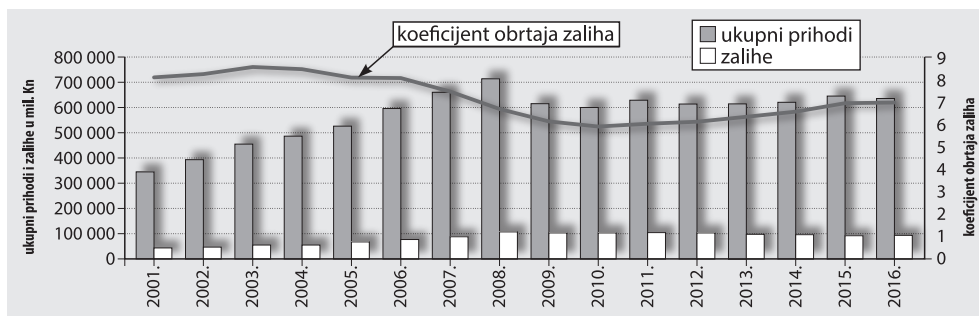
Iz toga proizlazi da bi za praksu makroekonomskog upravljanja barem u jednom dijelu bilo korisno i praćenje stupnja povezanosti sastavnica odabranih pokazatelja u višegodišnjem razdoblju. Naime, praćenje stupnja povezanosti kretanja kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza te kratkotrajne imovine umanjene za zalihe i kratkoročnih obveza mogu omogućiti pravovremeno prepoznavanje disproporcija u njihovom kretanju. Takve disproporcije ukazuju na potrebu daljnjih analiza i u slučaju da nije bilo znatnije promjene gospodarske strukture po osnovi ulaska i izlaska poduzeća s tržišta, mogu biti signal ranog upozorenja na probleme likvidnosti u nefinancijskom dijelu hrvatskog gospodarstva.

4.2. Ocjena likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva na temelju pokazatelja aktivnosti

Na grafičkom prikazu 3 prikazani su financijski pokazatelj aktivnosti za ocjenu likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva i odnos sastavnica

Grafički prikaz 3. Financijski pokazatelji aktivnosti za ocjenu likvidnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016. i odnos sastavnica koeficijenata





Izvor: vlastiti izračuni i prikazi na temelju podataka preuzetih iz pojedinačnih godišnjih publikacija FINE *Analiza finansijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske* za godine od 2001. do 2016.

koeficijenta u razdoblju od 2001. do 2016. Koeficijenti obrtaja izneseni na grafičkom prikazu 3 uglavnom su na nižoj razini u prvom dijelu razdoblja recesije u usporedbi s razinom iz predrecijskog razdoblja. Ako se dosadašnji nalazi sintetiziraju, vidljivo je podudaranje nižih razina razmatranih koeficijenata obrtaja s nižim razinama koeficijenata likvidnosti i nižim razinama analiziranih omjera radnog kapitala u razdoblju recesije u usporedbi s ostalim dijelovima cijelog promatranog razdoblja. To ukazuje na činjenicu da se likvidnost nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva može ocijeniti na temelju pokazatelja likvidnosti, ali i analiziranjem pokazatelja aktivnosti. Tako npr. veći koeficijent obrtaja potraživanja ili zaliha znači kraće razdoblje imobilizacije novčanih sredstava u nenovčanoj imovini, što smanjuje razinu potrebnih likvidnih sredstava, tj. smanjuje potrebu za zaduživanjem, a manja razina zaduživanja rezultira manjim kamatnim troškovima (osim u situaciji kada kamatne stope rastu zbog uvjeta na financijskom tržištu), što pridonosi ostvarivanju pozitivnog financijskog rezultata.

U makroekonomskom upravljanju pokazatelji aktivnosti mogli bi se koristiti ne samo za ocjenu postojećeg stanja, nego i kao signali ranog upozorenja na probleme likvidnosti. To bi pridonijelo pravovremenom iniciranju daljnjih analiza u okviru gospodarskih djelatnosti s aspekta likvidnosti, a sve u cilju prepoznavanja problema u poduzećima koja mogu imati znatniji utjecaj na stabilnost gospodarskog i financijskog sustava. Na taj način bi se izbjegle situacije da problemi nelikvidnosti prerastaju u probleme insolventnosti u znatnom dijelu poduzeća te da zbog dimenzija naraslih problema postanu rizik za gospodarski i financijski sustav. Odgađanja pravovremenog razrješavanja problema nelikvidnosti (uz izostajanje otklanjanja restrukturiranja po različitim osnovama) često je rezultiralo insolventnošću znatnog broja poduzeća u hrvatskom gospodarstvu. To se može ilustrirati brojnim poduzećima u predstečajnoj nagodbi ili poduzećima nad kojima je poduziman neki drugi oblik državne intervencije.

Sustavni pristup praćenju pokazatelja aktivnosti poduzeća nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva omogućio bi i u uvjetima pridržavanja tržišnih načela privređivanja – neophodne *institucionalne intervencije*. Intervencija može biti usmjerena na promjenu normativnog okvira kojom se redefiniraju opći uvjeti privređivanja s različitim aspektata, ali i na pojedino poduzeće čiji bi problemi s likvidnošću mogli ugroziti stabilnost financijskog i gospodarskog sustava.

U tablici 2 izneseni su podaci iz *output* tablice regresijske analize o povezanosti sastavnica razmatranih pokazatelja, reprezentativnosti iznesenih regresijskih modela i statističke značajnosti izračunatih koeficijenata korelacije.

Tablica 2. Izvod iz *output* tablice regresijske analize za sastavnice pokazatelja aktivnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2001. do 2016.

	Multiple R	R Square	Adjusted R Square	Significance F
UP, UI	0,934312	0,872938	0,863863	1,19E-07
UP, KI	0,947812	0,898347	0,891086	2,46E-08
UP, ZALIHE	0,924856	0,855358	0,845026	2,97E-07
UP, KP	0,940914	0,885319	0,877128	5,76E-08

Izvor: vlastiti izračuni na temelju podataka preuzetih iz pojedinačnih godišnjih publikacija FINE *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske* za godine od 2001. do 2016.

Iskazana je jaka pozitivna povezanost između svih sastavnica razmatranih koeficijenata. Potvrđeni su i reprezentativnost iznesenih regresijskih modela (prilagođenim koeficijentima determinacije) i statistička značajnost izračunatih povezanosti sastavnica razmatranih koeficijenata (pri pouzdanosti od 95 % *Significance F* ili *P-value* su manji od 0,05, što znači da su izračunati koeficijenti korelacije statistički značajni). Utvrđena je jaka pozitivna povezanost kretanja razmatranih sastavnica u cijelom promatranom razdoblju, a istodobno koeficijenti obrtaja jasno odražavaju fazu kontrakcije gospodarskih aktivnosti i njihovo smanjenje u razdoblju recesije. Financijski pokazatelji aktivnosti u znatnoj mjeri potvrđuju nalaze dobivene primjenom pokazatelja likvidnosti. Potvrđuje se da za makroekonomsko upravljanje relevantni nalazi mogu proizlaziti i iz praćenja sastavnica pokazatelja aktivnosti u okviru koncepta povezanosti. Njihova se korisnost može i povećati kada se analiza koncepta povezanosti sastavnica pokazatelja proširi i na gospodarske djelatnosti.

4.3. Ocjena likvidnosti nefinancijskih poduzeća u odabranim gospodarskim djelatnostima hrvatskog gospodarstva na temelju pokazatelja likvidnosti i aktivnosti

U tablici 3 prikazani su financijski pokazatelji likvidnosti nefinancijskih poduzeća u odabranim gospodarskim djelatnostima hrvatskog gospodarstva od 2008. do 2016.

U tablici 4 prikazani su financijski pokazatelji aktivnosti nefinancijskih poduzeća u odabranim gospodarskim djelatnostima hrvatskog gospodarstva od 2008. do 2016.

Tablica 3. Financijski pokazatelji likvidnosti nefinancijskih poduzeća u odabranim gospodarskim djelatnostima hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2008. do 2016.

KTL	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	Prosjek
C	1,096	1,051	1,062	1,126	1,122	1,193	1,186	1,178	1,132	1,127
D	0,905	0,857	0,981	0,882	0,940	1,039	1,130	1,170	1,224	1,014
F	1,121	1,053	1,004	1,006	0,904	0,796	0,864	0,850	0,889	0,943
G	1,134	1,094	1,027	1,030	0,984	0,972	0,968	1,007	1,171	1,043
H	1,047	0,968	0,920	0,993	0,935	0,998	1,025	1,210	1,302	1,044
I	0,615	0,547	0,506	0,458	0,461	0,484	0,503	0,533	0,583	0,521
M	1,304	1,368	1,419	1,378	1,271	1,135	1,096	1,046	1,116	1,237
Prosjek	1,032	0,991	0,988	0,982	0,945	0,945	0,967	0,999	1,060	0,990
KUL										
C	0,743	0,726	0,748	0,800	0,765	0,810	0,807	0,789	0,750	0,771
D	0,802	0,788	0,902	0,814	0,89	0,974	1,014	1,081	1,139	0,934
F	0,698	0,631	0,594	0,592	0,528	0,451	0,558	0,557	0,601	0,579
G	0,745	0,723	0,671	0,670	0,639	0,634	0,623	0,637	0,744	0,676
H	0,866	0,804	0,771	0,856	0,794	0,876	0,903	1,083	1,170	0,903
I	0,512	0,423	0,396	0,366	0,368	0,391	0,419	0,443	0,485	0,423
M	1,069	1,141	1,174	1,168	1,077	0,964	0,936	0,938	0,990	1,051
Prosjek	0,776	0,748	0,751	0,752	0,723	0,729	0,751	0,790	0,840	0,762
RK/UI										
C	3,54	1,89	2,49	5,07	4,73	7,09	6,85	6,43	5,03	4,79
D	-0,02	-0,03	-0,00	-0,03	-0,02	0,01	0,03	0,04	0,04	0,00
F	2,87	1,26	0,10	0,14	-2,31	-5,13	-3,32	-3,61	-2,64	-1,40
G	6,72	4,37	1,38	1,64	-0,90	-1,56	-1,77	0,37	8,32	2,06
H	1,08	-0,75	-1,98	-0,16	-1,63	-0,05	0,55	4,06	5,44	0,73
I	-7,24	-9,63	-11,46	-13,56	-14,11	-13,69	-12,68	-12,19	-10,23	-11,64
M	9,18	9,80	12,21	10,76	7,97	4,39	3,43	1,68	3,95	7,04
Prosjek	2,30	0,99	0,39	0,55	-0,90	-1,28	-0,99	-0,46	1,42	0,23
RK/UP										
C	4,15	2,65	3,27	6,24	5,41	8,45	8,04	7,37	5,93	5,72
D	-5,24	-7,75	-0,96	-6,49	-4,07	1,95	6,28	8,82	10,36	0,32
F	8,57	4,55	0,46	0,68	-11,69	-26,04	-16,79	-17,47	-12,54	-7,81
G	4,73	3,74	1,19	1,27	-0,71	-1,20	-1,36	0,27	5,74	1,52
H	1,77	-1,52	-3,96	-0,33	-3,31	-0,10	1,06	7,92	10,63	1,35
I	-30,06	-41,85	-50,74	-56,76	-54,82	-45,67	-41,36	-36,68	-30,17	-43,12
M	19,24	25,52	30,08	27,24	21,64	11,76	8,34	4,35	10,28	17,61
Prosjek	0,45	-2,09	-2,95	-4,02	-6,79	-7,26	-5,11	-3,63	0,03	-3,45

C = prerađivačka industrija, D = opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija, F = građevinarstvo, G = trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikla, H = prijevoz i skladištenje, I = djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane, M = stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti. KTL = koeficijent tekuće likvidnosti, KUL = koeficijent ubrzane likvidnosti, RK/UI = omjer radnog kapitala i ukupne imovine, RK/UP = omjer radnog kapitala i ukupnih prihoda.

Izvor: vlastiti izračuni na temelju podataka preuzetih iz publikacije *Registar godišnjih financijskih izvještaja* (FINA).

Tablica 4. Financijski pokazatelj aktivnosti nefinancijskih poduzeća u odabranim gospodarskim djelatnostima hrvatskog gospodarstva u razdoblju od 2008. do 2016.

KOUI	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	Prosjek
C	0,853	0,715	0,762	0,812	0,874	0,839	0,852	0,872	0,848	0,825
D	0,377	0,396	0,421	0,432	0,432	0,449	0,458	0,433	0,400	0,422
F	0,335	0,278	0,222	0,208	0,198	0,197	0,198	0,207	0,210	0,228
G	1,419	1,167	1,157	1,297	1,271	1,305	1,303	1,390	1,451	1,307
H	0,612	0,495	0,500	0,499	0,493	0,505	0,516	0,512	0,512	0,516
I	0,241	0,230	0,226	0,239	0,257	0,300	0,307	0,331	0,339	0,274
M	0,477	0,384	0,406	0,395	0,368	0,373	0,411	0,386	0,384	0,398
Prosjek	0,616	0,524	0,528	0,555	0,556	0,567	0,578	0,590	0,592	0,567
KOKI										
C	2,106	1,84	1,798	1,788	2,014	1,916	1,948	2,055	1,965	1,937
D	1,998	2,145	1,999	2,061	1,579	1,924	1,834	1,65	1,768	1,884
F	1,26	1,113	0,937	0,917	0,903	0,987	0,94	1,009	0,995	1,007
G	2,496	2,296	2,229	2,296	2,319	2,39	2,438	2,582	2,547	2,399
H	2,536	2,155	2,198	2,07	2,106	2,206	2,3	2,19	2,184	2,216
I	2,081	1,978	1,928	2,083	2,136	2,333	2,386	2,385	2,373	2,187
M	1,212	1,054	0,982	1,008	0,985	1,011	1,051	1,011	1,012	1,036
Prosjek	1,956	1,797	1,724	1,746	1,720	1,824	1,842	1,840	1,835	1,809
KOZH										
C	6,545	5,945	6,075	6,173	6,333	5,976	6,1	6,219	5,822	6,132
D	17,562	26,602	24,694	26,839	30,028	30,729	17,808	21,565	25,511	24,593
F	3,342	2,779	2,293	2,226	2,173	2,28	2,653	2,929	3,065	2,638
G	7,281	6,772	6,4354	6,562	6,618	6,87	6,85	7,021	6,986	6,823
H	14,664	12,719	13,562	15,001	13,993	18,038	19,294	20,871	21,39	16,615
I	12,395	8,745	8,876	10,374	10,613	12,1	14,316	14,081	14,174	11,742
M	6,713	6,345	5,678	6,612	6,454	6,706	7,187	9,815	8,984	7,166
Prosjek	9,786	9,987	9,659	10,541	10,887	11,814	10,601	11,786	12,276	10,815
KOKP										
C	4,333	3,771	3,763	3,43	4,22	4,063	4,313	4,723	4,406	4,114
D	2,375	2,44	2,476	2,471	1,82	2,291	2,492	2,319	2,651	2,371
F	2,854	2,544	2,447	2,337	2,286	2,617	2,115	2,308	2,264	2,419
G	5,238	4,822	4,669	4,838	4,842	5,483	5,727	6,206	6,093	5,324
H	5,104	4,015	4,26	3,993	3,951	4,435	4,752	4,874	4,886	4,474
I	5,368	5,071	5,126	5,489	5,866	6,978	8,043	8,345	9,15	6,604
M	2,913	2,552	2,593	2,559	2,491	2,908	2,895	2,995	2,876	2,754
Prosjek	4,026	3,602	3,619	3,588	3,639	4,111	4,334	4,539	4,618	4,008

C = prerađivačka industrija, D = opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija, F = građevinarstvo, G = trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikla, H = prijevoz i skladištenje, I = djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane, M = stručne, znanstvene i tehničke djelatnosti. KOUI = koeficijent obrtaja ukupne imovine, KOKI = koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine, KOZH = koeficijent obrtaja zaliha, KOKP = koeficijent obrtaja kratkotrajnih potraživanja.

Izvor: vlastiti izračuni na temelju podataka preuzetih iz publikacije *Registar godišnjih financijskih izvještaja* (FINA).

Pokazatelji likvidnosti su iskazani kao prosjeci (aritmetičke sredine) po godinama i djelatnostima. Zapažaju se sličnosti i razlike između djelatnosti u kretanju razine likvidnosti. U dijelu razdoblja recesije uglavnom se iskazuju niže razine pokazatelja likvidnosti. Daljnja bi analiza pokazala da se razine likvidnosti mogu znatnije razlikovati i između razreda, skupina i odjeljaka u okviru iste gospodarske djelatnosti. Praćenje pokazatelja po gospodarskim djelatnostima u višegodišnjem razdoblju može omogućiti identifikaciju odstupanja od iskazanog prosjeka. Pogoršanje koeficijenta likvidnosti ukazalo bi na potrebu za daljnjom analizom strukture te djelatnosti sve do razine poduzeća, osobito onih od značaja za stabilnost gospodarskog sustava.

Pokazatelji aktivnosti iskazani također kao prosjeci (aritmetičke sredine) po godinama i djelatnostima ukazuju na sličnosti, ali i značajne razlike u njihovoj razini u promatranom razdoblju. U dijelu razdoblja recesije uglavnom se iskazuju niže razine pokazatelja aktivnosti. Pokazatelji pružaju uvide u razine aktivnosti pojedinih djelatnosti, ali predstavljaju i polazište za daljnja istraživanja njihove strukture s aspekta aktivnosti radi ocjene likvidnosti. Naime, pogoršanje koeficijenta aktivnosti ukazalo bi također na potrebu za daljnjom analizom strukture te djelatnosti sve do razine poduzeća. U tom smislu sustavno praćenje pokazatelja likvidnosti i aktivnosti po djelatnostima može biti osnova iz koje se pravovremeno dobivaju *signali ranog upozorenja* na probleme likvidnosti, što može pridonositi njihovom učinkovitijem reduciranju ili otklanjanju.

5. Zaključak – sinteza nalaza istraživanja

Cilj je ovoga rada bio istražiti likvidnost nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva i identificirati sličnosti i razlike po toj osnovi između odabranih gospodarskih djelatnosti u razdoblju recesije. U tu je svrhu analizirana razina i dinamika promjena pokazatelja likvidnosti i aktivnosti na razini cijelog gospodarstva i za odabrane gospodarske djelatnosti. U usporedbi s obuhvatom analize i primijenjenom metodologijom u navedenoj publikaciji Financijske agencije, ovim se istraživanjem proširuju aspekti analiziranja. Naime, uvedeni su pokazatelji *omjer radnog kapitala i ukupne imovine* i *omjer radnog kapitala i ukupnih prihoda*, a sastavnice pokazatelja i pokazatelji razmatraju se dodatno i u okviru koncepta povezanosti za višegodišnje razdoblje. Pored toga, prezentiraju se u komparativnoj analizi za devetogodišnje razdoblje pokazatelji likvidnosti i aktivnosti po odabranim gospodarskim djelatnostima. U istraživanje je uključeno prvih sedam djelatnosti po ostvarenom udjelu u ukupnim приходima ili ukupno zaposlenima u hrvatskom gospodarstvu. To su: *prerađivačka industrija, opskrba električnom energijom, plinom, parom i klimatizacija; građevinarstvo, trgovina na veliko i na malo; popravak motornih vozila i motocikla, prijevoz i skladištenje; djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane i stručne,*

znanstvene i tehničke djelatnosti. Te djelatnosti prema podacima za 2016. predstavljaju 84 % ukupnih prihoda i 78 % zaposlenih u nefinancijskom dijelu hrvatskog gospodarstva.

Istraživanje je omogućilo dobivanje odgovora na postavljena istraživačka pitanja i ostvarivanje postavljenog cilja rada. Utvrđena je razina pokazatelja likvidnosti i aktivnosti nefinancijskih poduzeća hrvatskog gospodarstva u cijelom promatranom razdoblju te jačina i smjer povezanosti sastavnica svakog od odabranih pokazatelja. Nadalje, izračunati su odabrani pokazatelji iz kojih se mogu utvrditi sličnosti i razlike u razini likvidnosti između odabranih gospodarskih djelatnosti u razdoblju recesije.

U cijelom promatranom razdoblju od 2001. do 2016. pokazatelji likvidnosti i aktivnosti nefinancijskih poduzeća uglavnom se iskazuju na nezadovoljavajućoj razini ako se usporede s kontrolnim mjerama za tekuću i ubrzanu likvidnost poduzeća (za tekuću likvidnost 2, a za ubrzanu 1), a u razdoblju recesije hrvatske ekonomije još su i znatnije pogoršani. Pogoršanje likvidnosti poduzeća u razdoblju recesije izraženo je smanjenjem koeficijenta tekuće i ubrzane likvidnosti, ali još izražajnije omjerima radnog kapitala i ukupne imovine te radnog kapitala i ukupnih prihoda. Recesijsko razdoblje obilježeno je niskim omjerom radnog kapitala i ukupne imovine. Od razine 5,28 % u 2007. taj se omjer u 2013. smanjio na razinu od 0,34 %. Slična su kretanja i omjera radnog kapitala i ukupnih prihoda koji se od razine 7,28 % u 2007. smanjio u 2013. na razinu od 0,59 %. Na temelju podataka za cijelo promatrano razdoblje od 2001. do 2016. utvrđena je jaka pozitivna veza između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza te kratkotrajne imovine umanjene za zalihe i kratkoročnih obveza. Međutim, u cijelom tom razdoblju neznatna je ili slaba povezanost između radnog kapitala i ukupne imovine te radnog kapitala i ukupnog prihoda, što je samo po sebi indikator postojanja disproporcija u kretanju sastavnica razmatranih pokazatelja koje ukazuju na probleme likvidnosti.

Pogoršanje aktivnosti poduzeća izraženo je znatnijim smanjenjem ukupnih prihoda u recesijskom razdoblju, a to je onda posljedično otežavalo i stvaranje pozitivnog novčanog tijeka. Utvrđeni koeficijenti obrtaja uglavnom su na nižoj razini u razdoblju recesije u usporedbi s razinom iz predrecesijskog razdoblja. Iskazana je jaka pozitivna povezanost između svih sastavnica razmatranih pokazatelja aktivnosti.

Između razmatranih gospodarskih djelatnosti u razdoblju recesije hrvatskog gospodarstva mogu se na temelju pokazatelja iznesenih u tablici 3 i 4 identificirati sličnosti i razlike po osnovi pokazatelja likvidnosti i aktivnosti. S obzirom na to da u pojedinačnim autorskim istraživanjima, kao ni u publikacijama institucija, do sada nisu za promatrano razdoblje prezentirani pokazatelji u navedenom obuhvatu po gospodarskim djelatnostima, to može biti korisno polazište za daljnja istraživanja njihove strukture radi potpunije ocjene njihove likvidnosti.

Izračuni pokazatelja u ovom radu temelje na podacima za ukupni nefinancijski dio gospodarstva i odabrane gospodarske djelatnosti, tj. bez analitičkih podataka za razrede, skupine i odjeljke, pa ih je moguće interpretirati samo pod pretpostavkom stabilne strukture. Takvo ograničenje ovog istraživanja moguće je otkloniti u budućim istraživanjima detaljnijom analizom strukture pojedinih djelatnosti.

Nalazi istraživanja mogu biti relevantni na makro razini za nositelje regulacije i ekonomskih politika u smislu spoznavanja promjena razine likvidnosti u hrvatskom gospodarstvu i razlika po toj osnovi između gospodarskih djelatnosti. Osobito mogu biti korisni s aspekta boljeg spoznavanja likvidnosti nefinancijskog dijela hrvatskog gospodarstva u razdoblju kontrakcije gospodarskih aktivnosti, tj. kao pouka iz razdoblja recesije. Kao analitička podloga mogu znatnije pridonijeti prepoznavanju problema likvidnosti i pronalaženju mjera za poboljšanja na tom području.

Literatura

1. Altman, E. I. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance*, 23 (4): 589–609. doi:10.2307/2978933.
2. Bajo, A. i Primorac, M. 2016. Financial performance of major public enterprises in Croatia from 2006 to 2014. *Economia pubblica*, 3: 117–148. doi:10.3280/EP2016-003005.
3. Ban, M. 2017. *Usporedba financijskih pokazatelja odabranih gospodarskih djelatnosti u Republici Hrvatskoj*. Specijalistički diplomski stručni rad. Zagreb: Veleučilište VERN⁷.
4. Beaver, W. 1966. Financial Ratios as Predictors of Failure. *Journal of Accounting Research*, 4: 71–111. doi:10.2307/2490171.
5. Belak, V. i Aljinović Barać, Ž. 2008. *Tajne tržišta kapitala: BEX indeks, analiza financijskih izvještaja, pokazatelji efikasnosti ulaganja i modeli odlučivanja*. Zagreb: Belak Excellens.
6. Belak V. 2014. *Analiza poslovne uspješnosti – 130 ključnih pokazatelja performanse i mjera za kontroling*. Zagreb: RRIF Plus.
7. Buturac, G. 2008. Komparativne prednosti i izvozna konkurentnost hrvatske prerađivačke industrije. *Economic research - Ekonomska istraživanja*, 21 (2): 47–59. <https://hr-cak.srce.hr/38169>.
8. Buturac, G., Lovrinčević, Ž. i Mikulić, D. 2017. International competitiveness and restructuring of the Croatian food industry. *Acta Oeconomica*, 67 (3): 435–462. doi:10.1556/032.2017.67.3.7.
9. Coad, A. 2009. *The growth of firms: a survey of theories and empirical evidence*. New perspectives on the modern corporation series. Cheltenham, UK: Edward Elgar Publishing.
10. Čondić-Jurkić, I. 2010. Analiza sektorskih promjena u hrvatskom gospodarstvu između 2000. – 2007. godine. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 8 (1): 173–192.
11. Financijska agencija. *Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske, razne godine*.
12. Financijska agencija. *Registar godišnjih financijskih izvještaja*. <http://rgfi.fina.hr/JavnaObjava-web/jsp/prijavaKorisnika.jsp>.

13. Gupta, M. i Huefner, R. 1972. A Cluster Analysis Study of Financial Ratios and Industry Characteristics. *Journal of Accounting Research*, 10 (1): 77–95. doi:10.2307/2490219.
14. Horrigan, J. 1968. A Short History of Financial Ratio Analysis. *The Accounting Review*, 43 (2): 284–294. <http://www.jstor.org/stable/243765>.
15. HNB 2018. *Bilten*, 242. <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/bilten>.
16. Internationaler controller Verein. 2016. *Working Capital Management / Upravljanje radnim kapitalom*. Zagreb: Kontroling Kognosko.
17. Jeon, Y. i Miller, S. M. 2005. An ‚Ideal‘ Decomposition of Industry Dynamics: An Application to the Nationwide and State Level U.S. Banking Industry. *Economics Working Papers*, 200525. http://digitalcommons.uconn.edu/econ_wpapers/200525. 21. kolovoza 2017.
18. Ježovita, A. i Žager, L. 2014. Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 12 (1): 1–22. <https://hrcak.srce.hr/124753>.
19. Ježovita, A. 2015a. Ocjena sigurnosti poslovanja poduzeća realnog sektora u Republici Hrvatskoj. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 13 (1): 75–91. <https://hrcak.srce.hr/141097>.
20. Ježovita, A. 2015b. Variation between financial ratios for evaluating financial position related to the size of a company. *Review of Innovation and Competitiveness: A Journal of Economic and Social Research*, 1 (1): 115–136. <https://hrcak.srce.hr/155600>.
21. Kester, W. 1986. Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations. *Financial Management*, 15 (1): 5–16. <http://eds.b.ebscohost.com/eds/pdfviewer/pdfviewer?vid=8&sid=cbcf03df-45dc-4c83-836fdb8b3ebc1799%40sessionmgr102>.
22. Krnić, B. 2016. Risks to financial stability of Croatia in international comparison. *Journal of Accounting and Management*, 6 (2): 1–24. <https://hrcak.srce.hr/177191>.
23. Krnić, B. 2017. Financijske performanse poduzeća i banaka u Hrvatskoj – identifikacija nesrazmjera. U: *Zbornik radova 18. međunarodne znanstvene i stručne konferencije – Računovodstvo i financije – RiM*, ur. Jurić, Đ., 101–126. Zagreb: Hrvatski računovođa i RRIF Visoka škola za financijski menadžment. <https://www.hrvatski-racunovodja.hr/data/pub/2017-rim-zbornik-znanstveni.pdf>.
24. Lovrinčević, Ž., Buturac, G. i Mikulić, D. 2015. Export performance of the Croatian wood industry and its contribution to the overall Croatian economy. *Forest Products Journal*, 65 (3–4): 159–165. doi: 10.13073/FPJ-D-14-00063.
25. Orsag, S. 1997. *Vrednovanje poduzeća*. Zagreb: Infoinvest.
26. Stevens, D. 1973. Financial Characteristics of Merged Firms: A Multivariate Analysis. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 8 (2): 149–158. doi:10.2307/2330007.
27. Tintor, J. 2009. *Poslovna analiza*. Zagreb: Masmedia.
28. Vlada Republike Hrvatske. 2007. Odluka o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti 2007. – NKD 2007. *Narodne novine*, 58/2007. https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2007_06_58_1870.html.
29. Žager, L. 2001. Analiza financijskih izvještaja – poduzeće, banka. U: *TEB-ov bankovni priručnik – seminarske*, ur. Krnić, B. i Miloslavić, V., 147–162. Zagreb.
30. Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever Mališ, S., Ježovita, A. i Žager, L. 2017. *Analiza financijskih izvještaja – načela, postupci, slučajevi*. Treće izmijenjeno i dopunjeno izdanje. Zagreb: Hrvatska zajednica računovodstvenih i financijskih djelatnika.



Liquidity of nonfinancial companies of the Croatian economy – differences between economic activities in the period of recession

Abstract

The aim of this research is to investigate the performance of nonfinancial companies of the Croatian economy from the aspect of liquidity and to identify the differences on that basis between the economic activities in the period of recession. For this purpose, we analyzed the level and dynamic of the changes of the selected financial indicators. The analysis covered the first seven economic activities based on the highest share in total revenues or the total number of employees in the Croatian economy, or more precisely, in the sector of non-financial companies. Significant differences were identified in the level and dynamic of the changes of the analyzed financial indicators as well as their serious worsening in the period of recession of the Croatian economy. Also, we identified the similarities and differences between the direction and strength of the connection between the components of these financial indicators. In the period of recession, major differences between the economic activities in the level of liquidity were identified. The findings of this research may be relevant on the macro level for regulators and economic policy makers in the understanding the differences of the level of liquidity in the Croatian economy, which can, as an analytical base, contribute to finding measures for improvements in that area.

Key words: liquidity indicators, nonfinancial companies, economic activities, Croatian economy