

# Poslovne krize i uloga menadžmenta poduzeća u njihovom ranom otkrivanju pomoću Altmanovog i Bex modela

---

**Dvornik, Vinko Tino**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2017**

*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://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:818272>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-06**

*Repository / Repozitorij:*

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



UNIVERSITY OF SPLIT



**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**DIPLOMSKI RAD**

**POSLOVNE KRIZE I ULOGA MENADŽMENTA  
PODUZEĆA U NJIHOVOM RANOM  
OTKRIVANJU POMOĆU ALTMANOVOG I BEX  
MODELA**

**Mentor:**

**doc. dr. sc. Ivana Bilić**

**Student:**

**Vinko Tino Dvornik**

**Split, kolovoz, 2017.**

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD.....</b>	<b>3</b>
<b>1.1 Problem i predmet istraživanja.....</b>	<b>3</b>
<b>1.2 Ciljevi istraživanja.....</b>	<b>5</b>
<b>1.3 Metode istraživanja .....</b>	<b>6</b>
<b>1.4 Istraživačke hipoteze .....</b>	<b>7</b>
<b>1.5 Doprinos istraživanja .....</b>	<b>8</b>
<b>1.6 Struktura diplomskog rada .....</b>	<b>8</b>
<b>2. TEMELJNE ODREDNICE KRIZE I KRIZNOG MENADŽMENT 10</b>	
<b>2.1 Pojam krize .....</b>	<b>10</b>
2.1.1 Vrste kriza .....	12
2.1.2 Izvori kriza .....	13
2.1.3 Uzroci kriza .....	15
2.1.4 Faze i simptomi kriza .....	19
2.1.5 Posljedice kriza .....	21
<b>2.2 Menadžment u vrijeme krize i upravljanje krizom .....</b>	<b>23</b>
2.2.1 Uloga menadžera u poduzeću.....	23
2.2.2 Krizni menadžment .....	24
2.2.3 Krizno komuniciranje.....	26
2.2.4 Krizne strategije .....	28
<b>3. RANI SIGNALI NEUSPJEHA POSLOVANJA PODUZEĆA .....</b>	<b>31</b>
<b>3.1 Identifikacija poslovne krize.....</b>	<b>31</b>
<b>3.2 Financijski izvještaji i njihovo analiziranje .....</b>	<b>31</b>
<b>3.3 Zbirni pokazatelji ranih signala neuspjeha poduzeća.....</b>	<b>37</b>
3.3.1 Altmanov Z-score model.....	38
3.3.2 Business Excellence (BEX) indeks model .....	40
<b>4. ANALIZA ODABRANIH PODUZEĆA .....</b>	<b>44</b>
<b>4.1 Odabrana poduzeća i njihove karakteristike.....</b>	<b>44</b>
<b>4.2 Deskriptivna analiza odabranih poduzeća i značajke promatranih kriza.....</b>	<b>46</b>
<b>4.3 Usporedba odabranih poduzeća i rezultati istraživanja .....</b>	<b>77</b>
<b>5. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>85</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>87</b>
<b>POPIS TABLICA .....</b>	<b>89</b>
<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>89</b>
<b>POPIS GRAFIKONA .....</b>	<b>90</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>92</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>93</b>

# 1. UVOD

## 1.1 Problem i predmet istraživanja

U svakidašnjem govoru kriza označava tešku situaciju, a krizno razdoblje uglavnom čini vrijeme vrhunca ili preokreta opasnog razvoja (Osmanagić Bedenik 2007:11). Dakle, poimanjem krize ukazuje se na neki težak period, događaj sa nepredvidivim i katkada dramatičnim posljedicama. Krize se javljaju u mnogim područjima života, u ekonomiji, politici, medicini i sl.

Poslovne krize su negativni razvoj poslovanja poduzeća te mogu biti interno i eksterno generirane. One nastaju kao posljedica događaja iz okoline kao što su ekonomske, tehnološke promjene, promjene u zakonodavstvu i/ili događajima unutar organizacije kao što su pogrešne poslovne odluke uprave poduzeća, štrajkovi zaposlenika i drugo. Sve to dovodi do negativnih reakcija raznih interesnih skupina tj. dionika kao što su kupci, dobavljači, poslovni partneri, kreditori, vjerovnici, šira javnost. Poslovna kriza definira se najčešće kao neplaniran i neželjen proces ograničenog trajanja i mogućnosti utjecanja, koji šteti primarnim ciljevima, s ambivalentnim ishodom (Topfer, prema Osmanagić Bedenik 2007:11). Primarni ciljevi, od vitalne važnosti za poduzeće, čije neispunjavanje vodi ka propasti poduzeća su: održavanje likvidnosti da bi poduzeće očuvalo platežnu sposobnost, postizanje minimalne dobiti barem na dugi rok te stvaranje i očuvanje dovoljnih potencijala uspjeha (Birker, prema Osmanagić Bedenik 2007:12).

Problem koji će se istražiti u ovom radu su upravo navedene poslovne krize te njihovo rano otkrivanje kroz prepoznavanje simptoma koji upućuju na krizu. Svako poduzeće se tijekom svog postojanja, bez obzira koliko uspješno bilo, susretne s nekom kriznom situacijom. Od presudne je važnosti za egzistenciju poduzeća izbjeći krizu ili ako je već zahvaćeno krizom, pronaći najefikasniji najbezbolniji način izlaska iz krize.

Poslovni proces koji je zadužen za upravljanje u kriznim uvjetima naziva se krizni menadžment. Krizni menadžment nastoji spriječiti ili umanjiti negativne ishode krize i na taj način zaštititi organizaciju, dionike i/ili industriju od šteta (Coombs 1999, prema Coombs i Holladay 2010:20). Njegova uloga je poduzimanje aktivnosti koje se odnose na preventivno djelovanje prije pojave krize, te na upravljanje poduzećem kojeg je zahvatila kriza. Najbolji način da poduzeće nastavi pozitivan trend poslovanja u kojem ostvaruje zadovoljavajuću

razinu dobiti je detektirati rane signale koji upućuju na mogućnost upadanja poduzeća u krizu. Menadžment poduzeća može koristiti modele koji predviđaju uspjeh ili neuspjeh poduzeća u bliskoj budućnosti kao što su Altmanov model te Business Excellence (BEX) model, koji je izrađen upravo za domaće tržište.

Prvi model u kojemu počinje primjena multivarijantnog pristupa za izračunavanje rizičnosti poslovanja poduzeća bio je Altmanov Z-score model (Altman 1968:189). Altmanov model (engl. Altman's model), je postupak ocjene financijskog zdravlja poduzeća, te se često koristi i za ocjenu njegova boniteta. Razvijen je 1968. godine (i u kasnijim verzijama unaprijeđen) u SAD-u, a sastoji se od pet poslovnih pokazatelja, ponderiranih i zbrojenih. Zbroj ponderiranih pokazatelja naziva se još i Z-faktor i on omogućuje ukupnu ocjenu poslovanja poduzeća. Model je sintetički pokazatelj koji predviđa stečaj poduzeća u roku od jedne ili dvije godine (Žager i drugi, 2008:270).

Business Excellence (BEX) model primarno je izrađen za procjenu poslovne izvrsnosti tvrtki na tržištu kapitala u Hrvatskoj, ali njegova primjena je moguća i za procjenu poslovne izvrsnosti kompanija koje posluju na ostalim tržištima (Belak, Aljinović Barać 2008: 27). BEX indeks (Autori: Belak i Aljinović Barać, 2007) sintetički i analitički oslikava sadašnju, a djelomično i buduću poslovnu izvrsnost svakog poduzeća ili pojedine djelatnosti. Ovaj model sastoji se od četiri pokazatelja s određenim ponderima utjecaja, a nastao je na temelju javno dostupnih financijskih izvještaja poduzeća na tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj.

Sukladno problemu istraživanja izvodi se i sam predmet istraživanja koji se odnosi na ulogu menadžmenta poduzeća u kriznim situacijama, ponajprije u njihovom izbjegavanju koristeći alate za predviđanje uspjeha ili neuspjeha poduzeća. Nadalje, predmet istraživanja ovoga rada je upotrebljivost i korisnost navedenih modela za izračunavanje rizičnosti poslovanja poduzeća (Altmanov model) te modela za procjenu poslovne izvrsnosti (BEX model). Također, na temelju primjera izabranih poduzeća će se vršiti komparacija ovih modela da bi se utvrdilo koji je od njih prije predvidio krizu te s kolikom preciznošću.

U svrhu ispitivanja točnosti i pouzdanosti ovih modela te njihove komparacije u radu će se detaljno uzeti devet dioničkih društava koja posluju na području Republike Hrvatske. Odabrana poduzeća su: Agrokor d.d.- Zagreb, Varteks d.d.- Varaždin, Optima telekom d.d.-

Zagreb, Magma d.d.- Zagreb, Badel 1862 d.d.- Zagreb, Viro tvornica šećera d.d.- Zagreb, Atlantik grupa d.d.- Zagreb, Čakovečki mlinovi d.d.- Čakovec i Saponia d.d.- Osijek.

Kriterij za sudjelovanje u ovom istraživanju je da poduzeće ima javno dostupne konsolidirane financijske izvještaje u razdoblju od 2009. do 2016. Prilikom odabira uzorka vodit će se računa o tome da se odabrana poduzeća međusobno razlikuju prema djelatnosti, broju zaposlenika, mjestu i veličini poslovanja. Također, poduzeća se razlikuju u uspješnosti poslovanja (izabrana su poduzeća koja su u razdoblju od 2009. do 2016. godine ušla u krizu, kao i poduzeća koja u navedenom razdoblju uspješno posluju). Dodatno, izabran je koncern Agrokor, za koji u 2016. godini nije objavljena informacija o prezaduženosti, odnosno o krizi u poslovanju (iako je bilo jasno da su svi unutarnji alarmi upućivali na to), što s obzirom na veličinu koncerna i njegov udio na hrvatskom tržištu, može imati posljedice na cjelokupno hrvatsko gospodarstvo.

U radu će se analizirati pojedinačne stavke njihovih konsolidiranih financijskih izvještaja u razdoblju od 2009. do 2016. godine te utvrditi postoje li poslovne poteškoće navedenih poduzeća u kriznim uvjetima (smanjenje ukupne aktive, smanjenje prihoda i rashoda i/ili neto gubitak). Na temelju financijskih izvještaja ovih poduzeća te na temelju podataka o njihovim dionicama sa zagrebačke burze izračunat će se i analizirati Z-score i BEX indeks izabranih poduzeća te će se ispitati s kolikom točnošću navedeni modeli predviđaju buduće poslovne performanse, odnosno krizne situacije. Obavit će se usporedba pokazatelja dobivenih na temelju Z-score i BEX modela te će se izvesti zaključak koji od dva modela je točnije predvidio krizu i s kolikom preciznošću. Komparacija tj. usporedba ovih modela će se izvršiti na način da će se za svako poduzeće i za svaku godinu izračunati oba modela da bi se vidjelo koji je pokazatelj prije predvidio krizu i s kolikom preciznošću odnosno koji pokazatelj bolje predviđa budućnost poduzeća u raznim slučajevima.

## **1.2 Ciljevi istraživanja**

Na temelju postavljenih problema i predmeta istraživanja definiraju se i ciljevi istraživanja. Osnovni cilj ovog istraživanja je pokazati koji od modela, Altmanovog i BEX modela, je prije ukazivao na krizu, a što je mogao biti signal menadžmentu kako bi mogao pravovremeno djelovati. U istraživanju će se usporediti oba modela na uzorku odabranih poduzeća te će se doći do zaključka koji je prije signalizirao problem. Također, cilj je ispitati

točnost, upotrebljivost te korisnost ovih dvaju pokazatelja ranih signala neuspjeha poduzeća. U skladu s rezultatima analiza promatranih slučajeva, pokušat će se utvrditi jesu li modeli predvidjeli stvarno buduće stanje u kojima su se našla odabrana poduzeća te koji model preciznije i prije predviđa krizu.

Dodatni cilj ovog istraživanja je identificirati i prikazati strategije koje su koristili menadžeri u odabranim poduzećima te ukazati, odnosno dati preporuku koje strategije su se mogle koristiti s ciljem da poluče bolje efekte.

### 1.3 Metode istraživanja

Rad je podijeljen na teorijski i istraživački dio. Teorijski dio se temelji na prikupljanju i proučavanju relevantne stručne i znanstvene literature. Istraživački dio se sastoji od proučavanja financijskih izvještaja, izračuna potrebnih omjera i pokazatelja, te izradi dijagrama i tablica na temelju tih izračuna.

Nakon proučavanja prikladne literature u vidu knjiga, izvora s interneta, stručnih članaka te financijskih izvještaja primijenit će se sljedeće metode istraživanja (Zelenika 2000:323-341):

- Metoda analize - raščlanjivanje složenih cjelina na njihove manje sastavne dijelove
- Metoda sinteze – spajanje, odnosno grupiranje više jednostavnih dijelova u složenije
- Metoda indukcije – izvođenje općih zaključaka zapažanjem pojedinačnih slučajeva
- Metoda dedukcije – izvođenje pojedinačnih zaključaka iz općih sudova
- Metoda apstrakcije – odvajanje bitnih od nebitnih elemenata predmeta istraživanja
- Metoda klasifikacije - podjela općeg pojma na posebne
- Metoda deskripcije – postupak detaljnijeg opisivanja činjenica, predmeta, procesa

- Komparativna metoda – uspoređivanje stanja u poduzećima koja su predmet istraživanja

## **1.4 Istraživačke hipoteze**

### **H1 – Z-score uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću**

Z-score se koristi za utvrđivanje poslovnih performansi poduzeća, te s određenom točnošću predviđa i buduće poslovne performanse. Dakle, model predviđa budućnost poduzeća, a kako se u ovom radu obrađuje tematika poslovnih kriza, nastoji se istražiti je li Z-score pokazatelj koji uspješno prognozira buduću krizu u poslovanju. Za potvrdu ove hipoteze analizirat će se poslovanje devet poduzeća koja su upala u poteškoće u poslovanju. Te poteškoće su kod nekih poduzeća prerasle u poslovnu krizu koja je kod nekih rezultirala otvaranjem predstečajne nagodbe, dok su druga poduzeća nastavila uspješno poslovati. Ovom hipotezom se nastoji potvrditi da Z-score uspješno predviđa poslovnu krizu te da je koristan alat kojeg menadžeri mogu rabiti kako bi na vrijeme otkrili poteškoće u poslovanju, te na vrijeme primijenili odgovarajuće poslovne strategije u cilju izbjegavanja propasti poduzeća.

### **H2 – BEX indeks uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću**

Isto kao i kod hipoteze H1, ovom hipotezom se nastoji utvrditi koliko drugi analizirani pokazatelj ranog neuspjeha poslovanja poduzeća, tj. BEX indeks, uspješno predviđa buduću poslovnu krizu u poduzeću, te koliko je koristan alat menadžmentu poduzeća u ranom otkrivanju poteškoća u poslovanju. BEX indeks također predviđa budućnost poduzeća, a za potvrdu ove hipoteze koristit će se istih devet poduzeća kao i za potvrdu prethodne hipoteze.

### **H3 – Poduzeća koja su kontinuirano pratila financijske pokazatelje poslovanja te primijenila odgovarajuće strategije su uspješno poslovala u promatranom razdoblju**

Ovom hipotezom se nastoji utvrditi jesu li poduzeća koja su pratila pokazatelje na temelju kojih se može procijeniti budućnost poduzeća na vrijeme otkrila potencijalnu poslovnu krizu. Također se nastoji utvrditi je li menadžment koji na vrijeme uoči poteškoće u poslovanju može primijeniti odgovarajuće strategije da bi vratio poduzeće na pravi put. Ovom hipotezom nastoji se potvrditi da kada menadžment poduzeća prati financijske pokazatelje poslovanja da bi previdio potencijalne poteškoće, te kada poduzme odgovarajuće poslovne strategije, poduzeće uspješno posluje bez upadanja u veće krize. Ranije navedenih devet



poduzeća i analiza njihova poslovanja u promatranom razdoblju će se koristiti i za potvrdu hipoteze H3.

## **1.5 Doprinos istraživanja**

S obzirom na ciljeve rada, doprinos će se ogledati u prikazu korištenih metoda i reakcija menadžera promatranih poduzeća s obzirom na podatke koje su mogli dobiti iz ovih modela, te strategija koje su poduzeli, u odnosu na one koje su mogli poduzeti. Doprinos rada će se vidjeti u prikazu načina na koje menadžment može izbjeći krizu tako da na vrijeme detektira njene simptome.

Također, doprinos ovog istraživanja se odnosi na područje ranih signala koji ukazuju na moguće problematične situacije. U ovom radu razmatrat će se dva pokazatelja ranih signala neuspjeha poduzeća koji se izračunavaju putem Altmanovog i BEX modela. Pomoću provedenog istraživanja na poduzećima koja su zapala u krizu prikazat će se koliko su točni u predviđanju kriza, te njihova upotrebljivost i korisnost kao alata koji menadžerima mogu olakšati upravljanje poduzećem. Na kraju će se iznijeti zaključak na temelju provedenog istraživanja iz kojeg će biti vidljivo jesu li navedeni pokazatelji učinkoviti za praćenje poslovnih performansi poduzeća, te koji od dva navedena modela koristiti u kojem slučaju za predviđanje budućnosti poduzeća. Također, sastavni dio zaključka činit će preporuke u kojima će se ukazati na metode i strategije koje su menadžeri odabranih poduzeća mogli koristiti kako bi na vrijeme detektirali krizu.

## **1.6 Struktura diplomskog rada**

Ovaj rad se sastoji od šest poglavlja.

U prvom, uvodnom poglavlju definiraju se problem i predmet istraživanja, ciljevi istraživanja, metode koje će biti korištene u istraživanju, doprinos istraživanja te struktura rada.

U drugom poglavlju rada definirat će se sam pojam poslovne krize, koje vrste takvih kriza postoje, što ih uzrokuje, koje su njihove faze i simptomi te koje posljedice one ostavljaju za sobom. Nadalje, pojmovno će biti definiran krizni menadžment i krizno komuniciranje.

Prikazat će se koja je uloga menadžmenta u slučaju kada poduzeću prijete kriza ili je već zahvaćeno krizom, te koje mu krizne strategije i strategije preokreta stoje na raspolaganju.

Treće poglavlje rada odnosi se na definiranje ranih signala neuspjeha poduzeća te identifikaciji simptoma koji upućuju na krizu. Glavni izvori ovih informacija su podaci iz financijskih izvještaja poduzeća. Ovdje će se pojmovno definirati i uputiti na važnost dva najpoznatija zbirna pokazatelja ranih signala neuspjeha poduzeća, odnosno pokazatelji iz Altmanovog modela i Business Excellence (BEX) modela za procjenu poslovne izvrsnosti poduzeća.

U četvrtom poglavlju izvršit će se istraživanje putem analize odabranih poduzeća. Prikazat će se karakteristike poduzeća odabranih u svrhu lakšeg razumijevanja tematike poslovnih kriza i korisnosti modela za predviđanje uspjeha poduzeća. Nakon prikaza stanja u pojedinim poduzećima slijedi deskriptivna analiza poduzeća kroz izračun Altmanovog i BEX modela te kasnije njihova usporedba. Na kraju ovog dijela će biti prikazani rezultati istraživanja koji će dati odgovor na pitanje je li korišteni modeli točno prognoziraju budućnost poduzeća. Obavit će se usporedba navedena dva modela te će se izvesti zaključak koji od dva modela je točnije predvidio pojedinu krizu i s kolikom preciznošću.

U zadnjem, petom poglavlju nalazi se zaključak, a zatim i popis korištene literature, popis tablica, slika i grafikona, te sažetak rada na hrvatskom i engleskom jeziku.

## 2. TEMELJNE ODREDNICE KRIZE I KRIZNOG MENADŽMENTA

### 2.1 Pojam krize

U ovom dijelu rada će se detaljno razraditi pojam poslovnih kriza. Prikazat će se što ih uzrokuje, koji su njihovi izvori te koje vrste poslovnih kriza postoje. Također će se obraditi pojam krize kroz sve faze njenog djelovanja na poduzeće te će se na kraju prikazati koje posljedice one za sobom ostavljaju.

Postoje mnoge definicije pojmova krize i poslovne krize. Kriza (grč. krisis) znači prijelom, prolazno teško stanje u svakom, prirodnom, društvenom i misaonom procesu (Filipović 1989:182). U staroj Grčkoj riječ „kriza“ označavala je „odluku.“ U samoj biti krize jest da treba odlučiti, a još nije odlučeno. U suvremeno doba kriza označava prije svega razlikovanje ili sposobnost razlikovanja, izbor, sud, odluku, također i izlaz, rješenje konflikta, pojašnjenje (Krummenacher 1981, prema Osmanagić Bedenik 2010:103). Kriza označava neku tešku situaciju, težak period ili događaj sa nepredvidivim i katkada dramatičnim posljedicama. Krize se javljaju u raznim područjima života kao što su ekonomija, politika, medicina i sl.

Najkraće se može za krizu kazati kako je to situacija koja (Osmanagić Bedenik 2007:13):

- označuje točku preokreta nekog razvoja ili naglu promjenu jedne ili više temeljnih varijabli što dovodi u opasnost ostvarenje dosadašnjih osnovnih normi i ciljeva, čime se dovodi u pitanje opstanak sustava
- jest proces odlučivanja pod vremenskim pritiskom
- odražava postojanje problema upravljanja

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 (Mitroff i drugi, prema Tipurić 2012:2). Nijedno poduzeće ne može biti sasvim sigurno da neće upasti u krizu jer je uzroka i izvora krize mnogo, a neki od njih nisu pod utjecajem menadžmenta nego nastaju kao posljedica događaja iz okoline poduzeća. Kriza označava stanje koje dovodi u opasnost opstanak poduzeća te se ne mogu svi problemi u

poduzeću nazivati krizom. Karakteristike krizne situacije su faktor iznenađenja, nedostatak informacija, brzi razvoj događaja, pomno proučavanje reakcija poduzeća od strane okruženja (Argenti 2009:259).

Poslovna kriza je negativni razvoj poslovanja poduzeća, koja nastaje kao posljedica događaja iz okruženja i/ili pogrešnih poslovnih poteza menadžmenta, koji izaziva negativne reakcije interesnih skupina i zahtijeva restrukturiranje poslovanja (Internet izvor: <http://www.ebizmags.com/koji-su-uzroci-poslovne-krize/>).

Poslovna kriza se u literaturi najčešće definira kao neplaniran i neželjen proces ograničenog trajanja i mogućnosti utjecanja, koji šteti primarnim ciljevima poduzeća, s ambivalentnim ishodom (Internet izvor: <http://www.ebizmags.com/koji-su-uzroci-poslovne-krize/>). Primarni ciljevi poduzeća su ciljevi čije neispunjavanje može dovesti do propasti poduzeća. To su vitalno važni, egzistencijalni ciljevi (Birker, Pepels, prema Osmanagić Bedenik 2007:12):

- *Načelo likvidnosti*: očuvanje platežne sposobnosti u svakom trenutku, odnosno načelo financijske ravnoteže
- *Postizanje minimalne dobiti*: (barem dugoročno), u posebnim situacijama pokriće troškova, dakle izbjegavanje neuravnoteženih ili pretjeranih gubitaka
- *Stvaranje i očuvanje dovoljnih potencijala uspjeha*

Neispunjavanjem ovih ciljeva poduzeće može upasti u krizu likvidnosti, krizu uspjeha ili pak u stratešku krizu, koje će biti detaljno objašnjene u sljedećem dijelu.

Postoje tri tipa poduzeća u poslovnoj krizi. Prvi tip su tek pokrenuta ili start-up poduzeća. To su najčešće mala i srednja poduzeća koja nikada ne ostvare zadovoljavajući nivo poslovanja. Većina ovih poduzeća traje veoma kratko, a čak pola ih propadne u roku pet godina od osnutka. Druga vrsta su spektakularno narasla poduzeća. Odlika ovih poduzeća je da u kratkom roku jako narastu zbog velikih ambicija menadžmenta što na kraju rezultira propašću. Postoje još i etablirana starija poduzeća sa zrelim i profesionalnim vodstvom. Ovakva poduzeća posluju duži niz godina u jednoj grani, a u krizu upadaju najčešće kada izgube kontakt sa potrebama kupaca i tržištem. Zbog toga im se smanjuje zarada pa se dodatno zadužuju zbog zadržavanja svoje veličine.

### 2.1.1 Vrste kriza

Postoji mnogo vrsta poslovnih kriza, ovisno o kriterijima po kojima se krize razlikuju. Svaka kriza je specifična te se po nečemu razlikuje od ostalih, no u svrhu lakšeg razumijevanja postoje mnogobrojne podjele prema raznim kriterijima. Tipologija poslovnih kriza uzima u obzir sljedeće kriterije razlikovanja (Birker, Pepels, prema Osmanagić Bedenik 2007: 17):

- *Uzrok krize*: eksterno i interno uzrokovane poslovne krize
- *Broj uzroka krize*: unikauzalno i multikauzalno uzrokovane poslovne krize
- *Trajanje krize*: kratkotrajne i dugotrajne poslovne krize
- *Stupanj opažanja*: potencijalne, latentne i akutne krize
- *Ovladivost kriznim procesom*: konačno ovladive, privremeno ovladive i neovladive poslovne krize
- *Vrsta posljedica*: krize s pretežito destruktivnim ili pretežito konstruktivnim posljedicama
- *Lokalizacija posljedica*: krize s pretežito internim ili pretežito eksternim posljedicama
- *Ciljevi poduzeća*: strategijska kriza, kriza uspjeha, kriza likvidnosti
- *Stadij krize*: kriza opasna za opstanak poduzeća i kriza koja uništava poduzeće te ono ne postoji više u dosadašnjem obliku
- *Predvidivost krize*: predvidive i nepredvidive

Najpoznatija, i u literaturi najčešće spominjana je podjela kriza prema ciljevima poduzeća. U prethodnom dijelu spomenuti su primarni ciljevi poduzeća koji su od vitalne važnosti za opstanak poduzeća. Neispunjavanje tih ciljeva može dovesti do strateške krize, krize uspjeha ili pak krize likvidnosti.

Neispunjavanje prvog od tri primarna cilja poduzeća tj. neispunjavanje načela likvidnosti dovodi do nelikvidnosti odnosno do nemogućnosti poduzeća da podmiruje svoje obaveze. Nelikvidnost poslovanja je nesposobnost neometanog tijekom bitnih faktora poslovnog procesa i njihova pretvaranja iz novčanih u materijalne oblike i iz materijalnih u novčane (Internet izvor: <http://www.poslovni.hr/leksikon/nelikvidnost-1445>). Nelikvidnost je problem financijske nestabilnosti, a označava je negativan financijski rezultat, nelikvidnost,

insolventnost te nemogućnost plaćanja obaveza te je za izlazak iz nje potreban potpuni preokret poslovanja.

Neostvarivanje drugog cilja, odnosno nepostizanje minimalne dobiti ili poslovanje s gubitkom, dovodi do smanjenja vlastitog kapitala, a problem u kojem se takvo poduzeće nalazi naziva se kriza uspjeha. Smanjenje kapitala može rezultirati prikupljanjem kapitala izvana što može dovesti do prezaduženosti. Prezaduženost je čest uzrok nelikvidnosti, problema kod neispunjenja prethodnog cilja. Uzrok ove vrste poslovne krize je u slabom marketingu, zastarjelim proizvodima, nedovoljnoj diverzifikaciji proizvoda u odnosu na konkurente itd. te bi na tom području trebalo djelovati za izlazak iz krize uspjeha. Ukoliko se ne ostvare prva dva cilja može doći do insolventnosti i stečaja poduzeća.

Strateška kriza je uobičajen naziv za neostvarivanje potencijala uspjeha, izostanak odgovarajućih znanja, proizvoda, usluga, tržišta, kupaca (Osmanagić Bedenik 2007:13). Nedostatak potencijala uspjeha može rezultirati gubitkom sposobnosti za budući uspjeh poduzeća u određenim područjima poslovanja. Menadžeri često ne shvaćaju ozbiljno indikatore koji upućuju na stratešku krizu te se zbog toga pogrešno procjenjuje stanje poduzeća pa se donose odluke koje poduzeće udaljavaju s tržišta. Imati potencijal uspjeha je nužno za uspješno dugoročno poslovanje poduzeća, odnosno za dugoročno održavanje likvidnosti i ostvarivanje dobiti. Drugim riječima, očuvanje potencijala uspjeha je ključno za izbjegavanje prethodne dvije vrste kriza.

### **2.1.2 Izvori kriza**

Jedno od pitanja se uvijek postavlja kada je riječ o poslovnoj krizi i kada ona zahvati poduzeće je koji je izvor te krize. Govoreći o izvorima krize pokušava se doznati je li izvor krize unutar samog poduzeća ili je pak izvor u njegovoj okolini, drugim riječima jesu li za uspjeh poduzeća primarni unutarnji čimbenici uspjeha ili je primarna okolina, primjerice pripadnost grani. Sukladno navedenom, postoje dva pristupa ovom problemu; resursni pristup prema kojem uspjeh poduzeća ovisi o jedinstvenim resursima poduzeća te strukturalistički pristup, prema kojem je ključni faktor uspjeha struktura industrije. Empirijska istraživanja u svijetu i Hrvatskoj podupiru resursnu teoriju i dokazuju kako stopa povrata ovisi o samom poduzeću (u Hrvatskoj je utjecaj poduzeća na uspješnost oko 93%, utjecaj industrije oko 7% (Osmanagić Bedenik 2007:23).

Najčešća podjela izvora poslovnih kriza je na unutarnje i vanjske izvore. Vanjski izvori krize proizlaze iz okoline poduzeća. Nepovoljne poslovne uvjete koji vladaju u grani u kojoj poduzeće posluje ili pak u cijelom gospodarstvu, ne može se spriječiti već je zadatak menadžmenta poduzeća da razvije i koristi odgovarajuće instrumente koji će pravodobno upozoriti na moguća negativna kretanja u okolini da bi primijenio odgovarajuću poslovnu strategiju. Vanjske izvore poslovnih kriza čine krize grane i krize gospodarstva. S druge strane, unutarnji izvori, kako im samo ime kaže, nalaze se unutar poduzeća, a još se nazivaju i „kućne krize“. Za unutarnju poslovnu krizu najveću odgovornost snosi menadžment poduzeća.

Kućne krize su najčešći i najopasniji izvor krize poduzeća, te su posljedica greški menadžmenta. Prema različitim istraživanjima procjenjuje se kako je u 60% do 80% primjera menadžment osnovni uzrok propasti poduzeća (Osmanagić Bedenik 2007:25). Ove krize najčešće nastaju zbog toga što menadžment ne promatra poduzeće kao promjenjiv organizam u promjenjivoj okolini zbog čega se poduzeće teže prilagođava promjenama u okolini. Kućne krize se javljaju u poduzećima u kojima je menadžment najviše fokusiran na kratkoročne ciljeve, dok gledajući na dugi rok nema spremnu poslovnu strategiju za moguće nadolazeće promjene.

Kriza grane najčešće nastaje zbog događaja iz uže okoline poduzeća. Ove krize najčešće nastaju u fazi stagnacije tržišta te kod zastarijevanja ili pomlađivanja proizvoda. Uzrokuje ih pojava novih, supstitutivnih proizvoda, novih tehnologija te promjene u ponašanju kupaca, a krize grane su najčešće vremenski neograničene.

Kriza gospodarstva označava pogoršanje ukupnog gospodarskog razvoja. Dakle, ovakva kriza zahvaća sva poduzeća, a u ovisnosti o sposobnosti menadžmenta i unutarnjim snagama poduzeća neka od njih će bolje prebroditi krizno razdoblje odnosno iz krize će izaći sa manjim posljedicama. Pogoršanje ukupnih gospodarskih uvjeta, tj. recesija uvijek je ograničenoga trajanja, no nepoznati su njezina dubina i trajanje (Osmanagić Bedenik 2007:27). Bitno je naglasiti da recesija ne djeluje jednako na sve grane te da može pozitivno utjecati na neke grane.

### 2.1.3 Uzroci kriza

Poslovna kriza zahvaća poduzeća u njihovom poslovanju zbog mnogih razloga. Ti razlozi nazivaju se uzroci poslovnih kriza a najopćenitija njihova podjela je na unutarnje i vanjske uzroke kriza. Svako poduzeće se susreće sa velikim brojem različitih rizika/uzroka krize koji utječu na izvršenje njegovih ciljeva, te obuhvaćaju sve dijelove poslovanja, poslovne procese, planove poduzeća itd. Jako je teško dovoljno precizno odrediti jesu li pojedinu poslovnu krizu uvjetovali vanjski ili unutarnji uzroci. Na ovladavanje vanjskim rizicima se može vrlo malo utjecati, a ovladavanje rizicima unutar poduzeća ovisi o menadžmentu poduzeća. Teško je utvrditi je li menadžment trebao biti spreman na vanjske utjecaje, ili se ipak na njih nije moglo djelovati. U većini slučajeva ne radi se o jednom, već o kombinaciji različitih uzroka koji dovode do poslovne krize (Internet izvor: <http://www.ebizmags.com/koji-su-uzroci-poslovne-krize/>).

Vanjski uzroci kriza nastaju izvan poduzeća, a menadžment ih treba prihvatiti i što prije ih prepoznati i adekvatno djelovati na njih jer su oni za poduzeće neizbježni. Mnoge vanjske uzroke ipak je teško ili nemoguće predvidjeti, dok su neki predvidivi. Isto tako, na neke menadžment ne može djelovati kao što su političke, ekonomske i regulatorne promjene, te treba pokušati poslovati unutar njih. Druga vrsta vanjskih uzroka, za koje menadžment mora znati i treba ih predvidjeti, su promjene u okruženju poduzeća.

U „dobrim vremenima“ mnogo pogrešaka i mana ostaje nekažnjeno, ali nepovoljne promjene u ekonomskom okruženju često uzrokuju propast poduzeća koja su, do tada, bila pojam uspješnosti (Sučević 2010:15-16). Najčešće promjene u ekonomskom okruženju su opći pad potražnje, monetarna kriza, rast kamatnih stopa, pad kreditnih plasmana, nepovoljna promjena tečaja valuta stranih partnera, inflacija, recesija. Potražnja u cijelim industrijama može pasti tijekom vremena, što uzrokuje pad prihoda poduzeća. Mnoga poduzeća ne prežive vrijeme recesije, dok iznimna poduzeća ponekad posluju još bolje nakon recesije. Ukoliko je menadžment dobro pripremljen i koristi odgovarajuću strategiju, on može ublažiti te ponekad čak i iskoristiti loše ekonomske uvjete.

Velika većina poduzeća, izuzev poduzeća koja imaju monopolistički položaj, tijekom cijelog svoj poslovanja vode bitku sa konkurencijom. Konkurencija cijenama i konkurencija proizvodima čest su uzrok propadanja tvrtki (Slatter, Lovett 2011:54). Prema Michaelu Porteru postoji pet konkurentskih sila: pregovaračka snaga kupaca i dobavljača, opasnost od



supstituta, rivalstvo sa postojećim konkurentima te ulazak novih konkurenata na tržište u kojem poduzeće posluje (Cingula 2006:98). Ako menadžment ne prati ove promjene, poduzeće gubi svoje konkurentske prednosti, te se može naći na putu izumiranja.

Političke promjene, bile one na lokalnoj, državnoj ili međunarodnoj razini, utječu na poslovanje poduzeća. Političari ponekad donose nove zakone bez kvalitetne analize utjecaja i posljedica tih zakona. Prilagodba novom zakonu uzrokuje promjene u konkurentnoj poziciji nekih poduzeća. Političke promjene zahtijevaju velike inicijalne troškove te mijenjanje načina poslovanja jer se moraju mijenjati računalni programi, načini obračunavanja i sl. Neki od primjera političkih promjena su porast poreza i socijalnih davanja, novi zahtjevi zaštite okoliša, promjene u državnoj konjunkturi. Sve ove promjene događaju se vrlo brzo i jako je teško da se poduzeća na njih pravovremeno prilagode.

Za razliku od tržišnih promjena i političkih promjena koje se događaju vrlo brzo i poduzeće se uglavnom ne može za njih dobro pripremiti, socijalne se promjene u pravilu mogu predvidjeti godinama unaprijed (Sučević 2010:19). No to može biti i problem za menadžment jer se često ne zna kada su ove promjene točno nastupile pa ih se lako može zanemariti. Neke od socijalnih promjena su: promjene u stilu života, prehrani, starosnoj distribuciji, modi, zdravom načinu življenja, ekologiji. U nekim industrijama je od vitalne važnosti za uspjeh poslovanja praćenje socijalnih promjena.

Tehnološke promjene događaju se sve brže i brže, gotovo svakodnevno. Novi materijali, procesi i proizvodne tehnike, zajedno s brzim razvojem informatike i telekomunikacija mijenjaju svijet naočigled svih nas (Sučević 2010:20). Neusvajanje novih tehnologija može ograničiti ili smanjiti poduzeće, a u iznimno rijetkim slučajevima, ako se ne implementiraju u dugom vremenskom periodu, mogu biti uzrok propasti poduzeća.

Uz navedene vanjske izvore poslovnih kriza, postoje i unutarnji uzroci, koji su gotovo uvijek rezultat krivih odluka ili propusta menadžmenta. Najčešće pogreške menadžmenta poduzeća u krizi svode se na loše odluke o kreditnom zaduženju, prekapacitiranost proizvodnje, nereagiranje na promjene u okolini, gubitak operativne kontrole, naročito nad tijekom gotovine, troškovima i uspješnosti poslovanja, što nerijetko rezultira prezaduženošću i/ili smanjivanjem konkurentnosti (Internet izvor: <http://web.efzg.hr/dok/OIM/dhruska/2014-10%20-%20SM%20i%20upravljanje%20krizama.pdf>). Jedini unutarnji uzrok koji nije pod

utjecajem menadžmenta je promjena vlasništva, odnosno promjena nadzornog odbora, koji svojim ovlastima može bitno utjecati na rad menadžmenta, te on bira vodstvo poduzeća.

U većini slučajeva, poslovne krize su uzrokovane unutarnjim faktorima koji su pod kontrolom menadžera. Prema raznim istraživanjima postotak direktne ili indirektno krivnje menadžmenta uvijek iznosi oko 80% (Sučević 2010:21-22). Brojni su razlozi neefikasnosti menadžmenta. Jedan od razloga je što su na menadžerskim pozicijama ljudi koji za to nisu sposobni, a koji su do tu došli napredovanjem i dobrim radom na prethodnim funkcijama i dugim radnim stažem u poduzeću pa ih nije lako ukloniti sa visokih funkcija, a svoj limit su već dosegli na prethodnoj razini organizacijske hijerarhije. Drugi problem je umijeće rada sa ljudima i komunikacije sa podređenima i ostalim dionicima koje ne posjeduju svi menadžeri. Prisutnost autokratskog, dominantnog direktora, obilježje je mnogih tvrtki koje su krenule prema propasti (Slatter, Lovett 2011:34). Takvi direktori često sami donose odluke bez konzultiranja sa ostalim članovima poduzeća. Također, loši menadžeri su oni koji preferiraju poznate poslove nauštrb učenja i rješavanja nepoznatih ili složenih problema. Još jedan primjer lošeg menadžmenta je kod promoviranja pogrešnih ljudi, koji su bili najbolji u nekom dijelu poslovanja no nemaju dovoljno znanja i iskustva u ostalim područjima bitnim za vođenje poduzeća. Postoji problem nedostatka dubine u menadžmentu; nedostatak menadžerskih vještina na razinama ispod izvršnog direktora bitno pridonosi uzrocima propadanja tvrtke (Slatter, Lovett 2011:36). Uzroci krize mogu biti i u pogrešnom ili nejasnom definiranju ciljeva, pogrešno definiranim strategijama, neučinkovitim upravnim odborima, zanemarivanju glavnog dijela poslovanja. Svi navedeni problemi, a ima ih još mnogo, teško su uočljivi izvan poduzeća (Sučević 2010:23).

Sljedeći unutarnji uzrok poslovnih kriza je loše upravljanje financijama. Mnoga poduzeća su izrasla na svojim proizvodima i prodaji, dok se malo pažnje pridavalo financijama i kontrolingu. Financijsko upravljanje i politika poduzeća, upravljanje imovinom i kapitalom, odnosi vlastitog i tuđih izvora financiranja, definiranje izvora financiranja, planiranje i budžetiranje, predviđanje novčanog tijeka su stvari od vitalne važnosti za poslovanje poduzeća. Novac je krvotok poduzeća, a ne imati adekvatne ljude koji će upravljati financijama znači vrlo veliku vjerojatnost pojavljivanja poslovne krize.

Poduzeće koje ima značajno više troškove poslovanja od konkurencije na duži rok sigurno ulazi u probleme (Sučević 2010:26). Ovo vrijedi i za tvrtke koje pozitivno posluju, ali

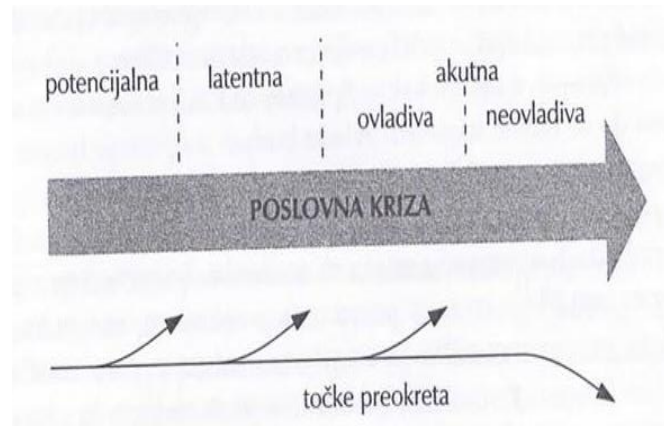
s višim troškovima od konkurenata. Razlog viših troškova može biti unutar samog poduzeća kao što su neefikasni procesi koji su rezultat lošeg upravljanja. Ovi razlozi su češći od vanjskih razloga viših troškova poput velikog iskustva ili ekonomije obujma konkurenata. Također uzroci mogu biti i nedostupnost resursa, nepovoljna lokacija, skupa radna snaga.

Još jedan unutarnji uzrok poslovnih kriza je i namjerno štetno ponašanje kupaca, zaposlenika i uprave. Najčešći oblik štetnog ponašanja kupaca je izbjegavanje podmirivanja obveza prema poduzeću (Sučević 2010:26). Kupci mogu i namjerno naštetiti ugledu poduzeća, što je često potaknuto od strane konkurencije. Zaposlenici koji se najčešće štetno ponašaju su oni koji su nezadovoljni a to mogu činiti tako da zlouporabljaju sustav internih kontrola ili da namjerno loše rade. Najviše poduzeću šteti štetno ponašanje uprave. Zloupotrebljavanje ovlasti seže od uporabe resursa poduzeća za vlastite potrebe, preko plaćanja cijena viših od tržišnih ili prodaje ispod tržišnih cijena poduzećima povezanim s menadžmentom, pa sve do namjernog osiromašenja poduzeća kako bi ga preuzela konkurencija (Sučević 2010: 27). Čest slučaj je iskrivljavanje stanja u poduzeću putem krivih financijskih izvještaja u kojima se primjerice skrivaju dugovi poduzeća. Kreativno ili manipulativno računovodstvo naziv je koji se koristi kod upotreba i zloupotreba računovodstvenih tehnika i načela da bi se prikazali financijski rezultati koji namjerno odstupaju od istinitog i fer prikaza (Jurjević 2012:3).

Osim navedenih uzroka poslovnih kriza, postoji niz ostalih uzroka, vanjskih i unutarnjih. Neki od njih su: nedostatak marketinških napora, pretjerana prodaja, korištenje pogrešnih kanala prodaje, veliki projekti, preuzimanja, organizacijska inercija i zbunjenost, pripadnost grani koja je podložna krizama, veličina i starost poduzeća, itd. Često se radi o kombinaciji unutarnjih i vanjskih uzroka, pogrešnim odlukama i zanemarenom utjecaju okoline, no ipak je različite uzroke krize moguće svesti na neprikladnost menadžmenta u ovladavanju izazovima posla (Osmanagić Bedenik 2007:31). Pri bilo kojem slučaju uzroka krize, ključno je njegovo (njihovo) prepoznavanje, a većina poslovnih kriza može se znatno uspješnije zaustaviti ranim aktivnostima umjesto zakašnjelim reakcijama (Internet izvor: <http://www.ebizmags.com/koji-su-uzroci-poslovne-krize/>).

#### 2.1.4 Faze i simptomi kriza

Proces poslovne krize ograničenog je trajanja i s ambivalentnim ishodom (Osmanagić Bedenik 2007:18). Svaka kriza ima svoj početak i kraj nakon kojeg će poduzeće prebroditi krizu i nastaviti s poslovanjem ili će nestati u obliku u kojem je do tada postojalo. Uobičajeno se ističu sljedeće faze procesa krize:



**Slika 1: faze kriznog procesa**

Izvor: Osmanagić Bedenik 2007:19

Potencijalna kriza nije stanje krize, već je to samo mogućnost pojave krize (Osmanagić Bedenik 2007:19). Loše odluke menadžmenta poduzeća ili nepoduzete mjere, zajedno sa nepovoljnim uvjetima u poslovnoj okolini poduzeća mogu uzrokovati ili pojačati moguću krizu. Potencijalnu krizu ne obilježavaju nikakvi simptomi, a potencijalni uzroci krize postoje kada jedan ili više rizika uz druge okolnosti prijete ostvarenju primarnih ciljeva poduzeća. Iako se nepovoljni uvjeti u okolini poduzeća i u cjelokupnom gospodarstvu ne mogu izbjeći, zadatak menadžmenta je da ih na vrijeme prepozna ili predvidi te sukladno njima primjeni odgovarajuću poslovnu strategiju. U praksi se često događa da organizacije ne prepoznaju simptome krize, što dovodi do toga da su potpuno nespremne kada ona nastupi (Faulkner 2001:135).

Stanje u kojem se iz potencijalne krize razvila opasnost naziva se latentna kriza. Ova opasnost je i dalje skrivena ta su za njenu spoznaju potrebni napredni instrumenti poput indikatora ranog upozorenja. Takvu krizu obilježava relativno veliki vremenski horizont za djelovanje; kod latentne krize ima dovoljno prostora da se pored uočavanja vlastitih snaga i slabosti te vanjskih prilika i opasnosti razmotre šanse i rizici daljnjeg razvoja (SWOT analiza) (Osmanagić Bedenik 2007:20). Kada menadžment spozna da je poduzeće u krizi još u

latentnoj fazi, ima još dosta prostora i vremena za djelovanje da izvuče poduzeće iz krize. Bitno je na vrijeme spoznati šanse i rizike jer njihovim zanemarivanjem poduzeće ulazi sve dublje u krizu što na kraju može rezultirati čak i stečajem.

Zadnja faza u životnom vijeku poslovnih kriza naziva se akutna kriza. U ovoj fazi simptomi su neposredno vidljivi, a njeno osnovno obilježje je da je poduzeće u nemogućnosti ostvarenja svojih primarnih ciljeva. Akutna kriza podrazumijeva mali vremenski horizont i relativno visok pritisak za brzo djelovanje; kad su potrebne brze i prave odluke uz istodobno ograničene mogućnosti djelovanja pa su akutne krize značajan generator promjena (Osmanagić Bedenik 2007:20). Postoje dva načina izlaska iz ove krize a to su sanacija i likvidacija, odnosno nastavak poslovanja ili propast poduzeća. Akutna ali neovladiva kriza nastaje kao posljedica dugotrajnog zanemarivanja kriznog razvoja poduzeća i u tom stadiju poduzeće više nema potencijala izlaska iz krize (Osmanagić Bedenik 2007:20).

Djelovanje na poslovnu krizu moguće je tek kada se spozna da je poduzeće upalo u krizu ili kada se prepozna nadolazeća kriza. Da bi se kriza prepoznala u što ranijoj fazi potrebno je pratiti mnogobrojne simptome koji mogu ukazivati na krizu. Bitno je razlikovati simptome od uzroka krize, jer su simptomi samo znak krize koji upućuje menadžment na istraživanje uzroka krize na koje treba djelovati. U poslovnoj ekonomiji ima znatno više uzroka nego simptoma, što odražava svu složenost i slojevitost istraživanja uzroka poslovne krize (Osmanagić Bedenik 2007:27).

Postoji velik broj simptoma koji pokazuju da se poduzeće nalazi u krizi. Oni koji se nalaze najbliže tvrtki (njen menadžment i zaposlenici) obično početke problema uoče ranije od onih koji tvrtku promatraju izvana i čiji se zaključci o stanju njezina poslovanja temelje na javno dostupnim financijskim podacima (Slatter, Lovett 2011:28). Problem kod čekanja objave financijskih podataka je što prođe izgledno vrijeme, vrijeme u kojem se već moglo početi djelovati na poslovnu krizu koja ja zahvatila poduzeće. Postoje mnogi nefinancijski simptomi poslovnih kriza koje je potrebno utvrditi što ranije.

Simptomi krize su vidljivi i u financijskom području i u području ostvarenja učinaka (Picot, prema Osmanagić Bedenik 2007:21):

*U financijskom području* simptomi krize jesu:

- Smanjenje prometa
- Smanjenje rentabilnosti
- Povećanje stupnja zaduženosti
- Smanjenje novčanog toka
- Smanjenje likvidnosti

U *području ostvarenja učinaka* simptomi krize mogu se promatrati putem pojedinih područja:

- U *području prodaje*; smanjenje tržišnog udjela, smanjenje narudžbi, kašnjenje u rokovima i sl.
- U *području zaposlenika*; nezadovoljstvo radnika i štrajkovi, visoka stopa fluktuacije
- U *području nabave*; povećanje dana vezivanja zaliha, povećanje učestalosti grešaka, porast kašnjenja isporuka i sl.
- U *području proizvodnje*; smanjenje proizvodnosti, smanjenje stupnja iskorištenja kapaciteta, porast škarta i otpada, porast opterećenja fiksnih troškova
- U *tehnološkom području*; smanjenje stupnja investiranja, smanjenje stupnja istraživanja i razvoja, porast neefikasnosti poslovnog procesa.

### **2.1.5 Posljedice kriza**

Posljedice krize najčešće se definiraju kao oslobođenje iz zapletene situacije, dok Kuhn definira krizu kao pripremu puta za ostvarenje neke imovine, jer nam ona pokazuje kada i gdje treba poduzeti duboke promjene (Osmanagić Bedenik 2007:14-15). Posljedice kriza mogu biti nova orijentacija, promjena ponašanja pa sve do preispitivanja dosadašnjih ciljeva poduzeća. Krize utječu na unutarnje i vanjske subjekte; unutarnji su vlasnici i zaposlenici, dok se u vanjske subjekte ubrajaju razni dionici tj. interesne skupine kao što su kupci, dobavljači, poslovni partneri, kreditori, vjerovnici, šira javnost. Ukratko vanjski subjekti su svi oni koji su poslovno ili drukčije povezani sa poduzećem. Posljedice krize ne moraju uvijek biti nešto loše te postoje destruktivne i konstruktivne posljedice poslovnih kriza.

U kronološkom slijedu poduzeće se najprije susreće s *destruktivnim posljedicama* (Osmanagić Bedenik 2007:15):

*Vlasnicima* se smanjuje stopa ukamaćivanja vlastitog kapitala, a u slučaju velikih gubitaka ili insolventnosti, vlasnici mogu izgubiti dio ili cjelinu uloženog kapitala, dok društva s osobnom odgovornošću mogu izgubiti i privatnu imovinu. Ako je vlasnik ujedno i zaposlenik, može izgubiti radno mjesto.

*Zaposlenici* mogu potpuno promijeniti orijentaciju koja utječe na njihovu daljnju egzistenciju

*Poslovni partneri* su pred izazovom redefiniranja svojih ciljeva, a mogu biti i egzistencijalno ugroženi. Posljedice mogu stvarati i kriznu situaciju davatelju kapitala.

*Dobavljačima* poslovna kriza znači zastoj u plaćanjima, dakle gubitak, a može značiti i gubitak kupca, što za male i srednje dobavljače velikih kupaca može značiti vlastitu poslovnu krizu.

*Konkurencija* može profitirati od krize poduzeća, no može osjetiti i negativne posljedice ako kriza zahvati cijelu granu.

*Regionalne i državne institucije* također mogu osjetiti posljedice krize poduzeća kroz izostanak plaćanja poreza i ostalih davanja, porast nezaposlenosti itd.

Poslovna kriza, iako se uglavnom spominje u negativnom kontekstu, može imati i pozitivne posljedice. Kriza se može shvatiti kao šansa, prilika za novi početak zahvaljujući pozitivnim tj konstruktivnim posljedicama. Krizna situacija može osloboditi dodatne snage i pojačati spremnost okoštalih struktura na promjene, inicirati inovacije proizvoda i procesa, potaknuti buđenje stvaralačkih potencijala kako bi se budućim izazovima spremnije izlazilo u susret (Osmanagić Bedenik 2007:16).

Za vlasnike i zaposlenike poslovna kriza predstavlja izazov u kojem moraju poboljšati cjelokupno poslovanje, organizacijske strukture, način vođenja, poslovno komuniciranje. Konstruktivne posljedice ovise o tome koliko se među vlasnicima i zaposlenicima rabe dodatni resursi i potencijali te u kojoj mjeri su uzajamno usklađeni i usmjereni prema cilju (Osmanagić Bedenik 2007:16). Kriza može rezultirati u spremnosti bržeg napuštanja zastarjelih proizvoda i neadekvatnih poslovnih procesa. Kriza povećava sposobnost poduzeća na prilagodbu u otežanim uvjetima te sposobnost jačeg okretanja budućnosti tj. iznalaženju budućih mogućnosti pomoću kojih će poduzeće izaći iz krize.

Poticaj za konstruktivno ovladavanje krizom mora dolaziti i iz okoline poduzeća u krizi, a posljedice se ogledaju u boljim odnosima s vlasnicima tuđega kapitala, intenzivnijoj

suradnji s dobavljačima i kupcima, jačanju konkurentskih prednosti (Osmanagić Bedenik 2007:16). Također, ako poduzeće uspješno izađe iz krize, i država će imati više prihode od poreza i drugih davanja te manju nezaposlenost.

Ako se kriza shvaća kao neuspjeh i nedostatak vjere u vlastite sposobnosti, to će rezultirati zanemarivanjem simptoma krize i njenim negiranjem čime se samo dublje zapada u krizu što nerijetko ima pogubne posljedice. Na svaku krizu treba reagirati odmah po uočavanju prvih simptoma, jer su krize neizbježan dio u poslovanju svakog poduzeća te se jedino tako mogu iznijeti konstruktivna rješenja kojima će poduzeće izaći iz krizne situacije sa što manjim negativnim posljedicama.

## **2.2 Menadžment u vrijeme krize i upravljanje krizom**

### **2.2.1 Uloga menadžera u poduzeću**

Menadžment je funkcija u poduzeću koja koordinira ljudske napore da izvrše određene ciljeve koristeći raspoložive resurse. Drugim riječima, menadžment je proces postizanja željenih rezultata efikasno koristeći ljudske i materijalne resurse. Sastoji se od pet funkcija; planiranje, organiziranje, kadrovanje, vođenje i kontroliranje. Menadžer je osoba čiji primarni zadaci proizlaze iz procesa menadžmenta – on planira i donosi odluke, organizira rad i poslovanje, angažira i vodi ljude, te kontrolira ljudske, financijske, fizičke i informacijske resurse (Buble 2006:6). Smatra se da je efektivni menadžer aktivan vođa koji kreira pozitivnu radnu okolinu u kojoj poduzeće i njegovi zaposlenici imaju mogućnost i poticaj za ostvarenje visoke razine performansi (Bateman, prema Buble 2006:8). Najčešće se razlikuju tri tipa menadžmenta, ovisno o hijerarhijskoj razini u poduzeću postoje low, middle i top menadžment, odnosno menadžment prve, srednje i najviše razine.

Menadžeri na svim razinama izvršavaju svih pet funkcija menadžmenta, a ovisno o razini menadžmenta, različit je udio vremena menadžera u ostvarivanju pojedine funkcije. Izvršavajući svoje aktivnosti menadžeri imaju različite uloge u poduzeću. Svaka uloga predstavlja aktivnosti koje menadžeri poduzimaju da bi izvršili svoje funkcije (Buble 2006:15). Uloge menadžera u poduzeću mogu se podijeliti u tri grupe: informacijska uloga, interpersonalna uloga i uloga odlučivanja.



### 2.2.2 Krizni menadžment

Riječ „kriza“ u menadžerskoj se literaturi opisuje kao situacija koja „ugrožava najviše ciljeve organizacije (dakle, njen opstanak), ograničava vrijeme potrebno za reakciju i iznenađuje donositelje odluka svojim pojavljivanjem te tako izaziva visok stupanj stresa (Hermann, prema Slatter, Lovett 2011: 63). Kad menadžment postane svjestan da je poduzeće u krizi, nastupa stres. Ključni zadatak menadžmenta koji upravlja krizom je stvaranje tima koji će se baviti krizom. Neke tvrtke pronađu uspješan i što je moguće bezbolniji izlazak iz krize dok druge, u kojima se ništa ne poduzima, nerijetko propadaju. Ključan faktor u procesu izlaska poduzeća iz krize naziva se krizni menadžment.

Krizni menadžment definira se kao aktivnost usmjerena na ovladavanje situacijom opasnom za opstanak poduzeća, planiranje i provođenje mjera za osiguranje temeljnih ciljeva poduzeća (Krummenacher, prema Osmanagić Bedenik 2007:13). Krizni menadžment također označava napore za oporavkom i reduciranjem utjecaja kriza, odnosno spremnosti za nastup budućih kriznih događaja. Radi li se o aktivnostima sprječavanja krize, tada se govori o preventivnom ili anticipativnom kriznom menadžmentu, dok se o reaktivnom kriznom menadžmentu govori u smislu osiguranja temeljnih, egzistencijalnih varijabli nakon pojave krize i obilježavaju ga jasni ciljevi poput ostvarenja određene likvidnosti ili uspjeha (Osmanagić Bedenik 2007:13). Uz preventivno i reaktivno upravljanje krizom, treća faza upravljanja krizom je identifikacija krize; kako je prepoznati, je li već nastupila, praćenje simptoma krize. Menadžeri poduzeća koje zahvati poslovna kriza moraju djelovati brzo kako bi utvrdili njen uzrok, uklonili ga i uz što manju štetu, riješili poslovnu krizu. Brza i odlučna reakcija na temelju prepoznavanja simptoma krize odlika su dobrog kriznog menadžmenta što rezultira brzom rješavanju krize sa što manjim posljedicama. Krizni menadžment treba primijeniti strategiju sukladno pojedinoj poslovnoj krizi, jer je svaka kriza po nečemu specifična. Krizne strategije će biti detaljno razrađene kasnije u ovom radu.

Poželjne karakteristike vođe kod kriznih menadžera su (Slatter i drugi, prema Sučević 2010:64):

- Brzo određivanje jasnih kratkoročnih prioriteta i ciljeva
- Vidljivo pokazivanje autoriteta
- Postavljanje očekivanja i standarda
- Odlučnost i brzo provođenje odluka

- Stalno komuniciranje sa svim osobama uključenim u poslovanje poduzeća
- Izgradnja pouzdanja i povjerenja kroz transparentnost i iskrenost
- Autokratsko vođenje kroz fazu hitnosti

Pored kriznog menadžmenta, nezamjenjiv pojam za upravljanje poslovnom krizom je krizni kontroling. Krizni kontroling bitan je faktor u svakoj fazi upravljanja krizom. Kod anticipativnog upravljanja on omogućava korištenje instrumenata proaktivnog prilagođavanja. Pomaže identificirati krizu kroz podršku u određivanju indikatora krize, dok pri reaktivnom upravljanju krizni kontroling omogućuje za jasnoću situacije i posljedica krize i pojedinih odluka ta daje prijedloge djelovanja.

Što se tiče procesa izlaska poduzeća iz krize prvi korak je priznavanje da postoji problem, odnosno saznati dubinu krize. Uprava, zaposleni, nadzorni odbor, vjerovnici i ostali partneri nisu spremni investirati novac i energiju u podršku procesu izlaska iz krize dok nisu dovoljno nezadovoljni postojećim stanjem i adekvatno informirani o mogućnostima promjene (Sučević 2010:57). Drugi korak je definirati menadžment, odnosno odlučiti hoće li se u ulozi kriznog menadžmenta naći sadašnje vodstvo ili će se angažirati netko izvana. Manje je vjerojatno da će poduzeće iz krize izvući sadašnji menadžment, jer je on poduzeće i doveo u krizu te jer je često ograničen emocijama pa će teže raditi drastične mjere poput otpuštanja radnika. Ipak, istraživanje je pokazalo da je u samo 44% slučajeva angažiran novi menadžment (Bibeault, prema Sučević 2010:63). Sljedeći korak je preuzimanje kontrole nad poduzećem od strane novog menadžmenta, iza čega slijedi faza evaluacije, u kojoj se nastoji saznati ima li poduzeće uopće šanse za nastavak poslovanja, kakvi su ljudski i financijski resursi te tržišna pozicija poduzeća. Na osnovi ove faze se definiraju daljnje strategije za izlazak iz krize. Nakon toga kreće se u rješavanje hitnih problema gdje je glavni prioritet osiguranje likvidnosti. Predzadnji korak je stabilizacija. Kada je osigurana likvidnost, napravljen dugoročni plan te su već napravljeni drastični i neophodni rezovi. Posljednja faza je sam izlazak iz krize, kada poduzeće u svakom narednom periodu ostvaruje zadovoljavajuću razinu dobiti. Bitno je naglasiti da ne mora svako poduzeće u svom izlasku iz krize slijediti gore navedenu proceduru. Negdje će se neke faze preskočiti ili spojiti u jednu, a negdje će biti nužno dodati još poneku (Sučević 2010:56). Također, kod svake faze se mora balansirati između kratkoročnog preživljavanja i dugoročne stabilnosti.

U svakom slučaju, cilj kriznog menadžmenta je jasan: zaštititi ljudski kapital, čuvati dionike organizacije i osigurati ključne poslovne procese u kratkom i dugom roku (Lockwood 2005:9). Krizni menadžment se ne treba shvaćati kao nešto nepoželjno već kao bitni i sastavni dio odgovornog upravljanja poduzećem, u kojemu se u mnoštvu poslovnih odluka procjenjuju rizici i šanse te u kojem se, osobito pri povećanoj nesigurnosti i brzim promjenama, ne mogu isključiti krizne situacije (Osmanagić Bedenik 2007:17). Uz samo sagledavanje simptoma i uzroka krize, te uočavanja grešaka i nedostataka bitno je prepoznati postojeće potencijale kako bi se kriza koju je poduzeće prebrodilo mogla iskoristiti za nešto pozitivno.

### **2.2.3 Krizno komuniciranje**

Jedno od bitnih pitanja u vrijeme krize odnosi se na to kako i koliko često komunicirati za vrijeme krize. Poslovna kriza zahtijeva od poduzeća brzo, detaljno i koordinirano komuniciranje. Cilj kriznog komuniciranja je zaštita ugleda i reputacije poduzeća te očuvanja dobrih odnosa sa svim dionicima. Nastalo temeljito proučavanje javnosti utjecat će na normalno poslovanje poduzeća, a može imati i politički, pravni, financijski i vladin utjecaj na poslovanje poduzeća (Verčić 2004:132). S obzirom na to da je svaka poslovna kriza drugačija, tako se i komuniciranje za vrijeme krize razlikuje ovisno o vrsti i dubini krize. U nekim situacijama je potrebno komunicirati sa svim ključnim dionicima; zaposlenicima, kupcima, dobavljačima i ostalim, dok će druge situacije zahtijevati da se ne komunicira sa svima jer bi to moglo dodatno produbiti krizu.

Pravila za učinkovitu komunikaciju tijekom krize (Tafra Vlahović 2011: 171):

- Odrediti ciljeve krizne komunikacije
- Prije krize razviti iskrene ravnopravne odnose s organizacijama i grupama koje su organizaciji važne
- Organizacija koja upravlja krizom svoje dionike, uključujući i medije, mora priznati kao partnere

Prvi zadatak kriznog komuniciranja je odrediti ciljeve krizne komunikacije, koji moraju biti usklađeni sa ciljevima poduzeća i očuvanjem dobrih odnosa s dionicima. Kad se ciljevi komunikacije odrede, smanjuje se i neizvjesnost vezana uz kriznu situaciju te je kriznom situacijom daleko lakše upravljati (Tafra Vlahović 2011: 162). U ovoj početnoj fazi, poduzeće mora odraditi ljude koji će biti zaduženi za krizno komuniciranje. Potrebno je

odabrati i obučiti tim za krizno komuniciranje, a nerijetko je potrebno za to angažirati stručnjake izvan poduzeća. Također, ako poduzeće ima partnerski odnos sa svim dionicima prije kriznog razdoblja, to uvelike olakšava komunikaciju u vrijeme krize.

Kada poduzeće zahvati poslovna kriza, menadžment poduzeća, odnosno krizni menadžment mora komunicirati sa unutarnjim i vanjskim dionicima. Nakon što je kriza izbila, pa čak i nakon njezinog zauzdavanja, dionici žele znati uzroke krize, mogućnosti kontakata te trenutne i buduće rizike (Tafra Vlahović 2011:165). Stoga je bitno, čim je kriza nastupila, što prije kontaktirati sve dionike, čak i kada se još ne zna uzrok krize ni priroda problema, jer je bitno da dionici vide da je organizacija spremna i otvorena za komunikaciju, odnosno da ništa ne skriva. Kada poduzeće ne komunicira u vrijeme krize, dionici i mediji špekuliraju o mogućim uzrocima, što može dodatno pogoršati situaciju te je bitno dati im do znanja u kolikoj mjeri poduzeće nadzire situaciju daljnjih mogućih rizika i kriza.

Podignute tužbe protiv poduzeća, negativna pokrivenost u medijima, pritisak nevladinih udruga, bojkoti kupaca, narušeno povjerenje javnosti i slični događaji mogu ugroziti njegovu reputaciju (Goodman 2006:55). U poslovnom smislu, kriza je značajan poslovni poremećaj koji stimulira opsežnu medijsku pozornost (Schwartz ur. 2006:12). Način na koji mediji izvještavaju o krizi u poduzeću u velikoj mjeri mogu odrediti sudbinu poduzeća. Od vitalne važnosti za poduzeće je očuvanje ugleda i reputacije, a faktor koji na to najviše utječe su mediji, koji mogu pomoći i odmoći poduzeću u borbi sa krizom. Rat s medijima je nemoguće dobiti, a umjesto da menadžment medije doživljava kao napadače, morao bi se prema njima odnositi kao prema stanovitim filtrima kroz koje se pažljivo skrojene poruke mogu plasirati do određenih dionika (Tafra Vlahović 2011:213).

Vanjski dionici na koje utječe kriza u poduzeću su kupci, dobavljači, dioničari, vjerovnici, kreditori, poslovni partneri itd. U komunikaciji s njima, poduzeće treba dokazati da je pronašlo problem i da radi na njegovoj sanaciji, također preporuča se komunicirati kroz veći broj manjih poruka, a sve loše vijesti je dobro prenijeti odjednom ako je moguće. Treba govoriti samo ono za što se zna da je apsolutno sigurno, nikako komentirati hipotetične situacije. Također, potrebno je zadržati smirenost i hladnokrvnost, omogućiti dionicima povratnu informaciju te svakako treba izbjegavati laži.

Uz vanjske dionike, poduzeće se mora pobrinuti da o nastaloj krizi pravovremeno i točno obavijesti i one unutarnje tj. zaposlenike. Najčešća pogreška koju poduzeća rade je pretpostavka da su zaposlenici dobro informirani i lojalni, što ne mora biti točno. Zaposlenici su najosjetljiviji dionici te mnogo toga doživljavaju osobno, jer se brinu za svoje zaposlenje, plaću i sl. Dakle, zaposlenici mogu postati saveznicima ili neprijateljima i u svakom slučaju veleposlanici tvrtke pa treba raditi na odnosu prema njima (Tafra Vlahović 2011:195). Na dobru komunikaciju sa zaposlenima za vrijeme krize utječe i odnos poduzeća prema njima u vremenima bez krize, a za te odnose je odgovorna služba za ljudske resurse. Sa zaposlenicima treba komunicirati otvoreno i iskreno, najbolje je to činiti licem u lice, bez previše službenih dopisa, a manjak komunikacije se može shvatiti kao izdaja i potpuno pokvariti odnose uprave i zaposlenika (Tafra Vlahović 2011:196). Dobro informirani zaposlenici mogu pomoći poduzeću u vremenima krize jer razumiju ciljeve poduzeća te mogu prenositi ključne poruke ostalim dionicima.

U svakom slučaju, u kriznoj situaciji potrebno je komunicirati istinito, iskreno, otvoreno, pravovremeno, dobrovoljno, usmjereno prema svim dionicima, te izvedeno u primjerenom kontekstu (Hearit 2006:64). Temeljni cilj kriznog komuniciranja je pomoći poduzeću da izađe iz krize, te da sačuva reputaciju i ugled poduzeća kao i dobre odnose sa svim dionicima.

#### **2.2.4 Krizne strategije**

Svako poduzeće se tijekom svog poslovanja nađe u poslovnim teškoćama. Menadžment poduzeća u situaciji kada je poduzeće u krizi, ili kada još nije u krizi, ali se osjećaju teškoće i nešto lošiji poslovni rezultati, ima nekoliko mogućnosti djelovanja. Menadžment mora pronaći uzroke zbog kojih se poduzeće našlo u poslovnim teškoćama te utvrditi može li se poslovanje spasiti ili je situacija bezizgledna. Postoje dvije vrste kriznih strategija: ofenzivne i defenzivne strategije. Ofenzivne krizne strategije su strategije: smanjenja imovine, rezanja troškova, povećanja prihoda, kombinirane strategije i reorganizacija u stečaju – stečajni plan, dok su defenzivne strategije: strategija žetve, ogoljenja, likvidacije i stečaja (Tipurić 2012:15). Cilj ofenzivnih strategija je spasiti poslovanje putem korporativne transformacije ili preokreta. Cilj je osiguranje dodatne likvidnosti da bi se poduzeće lakše nosilo sa poteškoćama u poslovanju. Ukoliko se utvrdi da poduzeće ili neki dio poduzeća nema izglednu budućnost, koriste se defenzivne strategije.

Drugi naziv za ove strategije je strategije izlaska ili napuštanja djelatnosti. U nastavku su detaljnije opisane navedene krizne strategije (prema Tipurić 2012).

Prva od kriznih strategija je strategija štednje odnosno strategija smanjenja imovine. Ova strategija najčešće znači smanjenje imovine tj. prodaju imovine da bi se došlo do neophodne likvidnosti za spašavanje ostatka poslovanja. Također, oblik štednje radi očuvanja likvidnosti može biti i neulazak u neke planirane investicije.

Drugi način da se osigura više gotovine u poduzeću je povećanje prihoda. Strategija povećanja prihoda se poduzima s ciljem porasta obujma prodaje odnosno povećanja novčanih primitaka. Povećanje prodaje se može ostvariti na više načina, a neki od njih su: uvođenje novih proizvoda, snižavanje cijena proizvoda, povećanje kvalitete proizvoda, povećanje promotivnih aktivnosti, uvođenje dodatnih servisa i jamstava za kupce.

Sljedeća je strategija smanjenja troškova. Ona uključuje restrukturiranje dugova kao što je smanjenje troškova kamata i produljenje rokova plaćanja. Troškovi s mogu smanjiti i modernizacijom proizvodnog procesa u cilju povećanja produktivnosti, eliminacijom neprofitabilnih aktivnosti, smanjenjem broja zaposlenih, smanjenjem troškova plaća.

Menadžment može koristiti i kombinirane strategije, najčešće u teškim poslovnim situacijama koje zahtijevaju brzu akciju koja pokriva široko područje, a svode se na kombinaciju prethodno navedenih strategija.

Strategija reorganizacije u stečaju ili stečajni plan se razlikuje od stečajnog postupka. Svrha stečajnog plana je održavanje djelatnosti poduzeća te utvrđivanje pravnog položaja dužnika i vjerovnika. Stečajnim planom može biti određeno da se dužniku ostavi sva ili dio imovine za nastavak poduzeća, no također može biti određeno da se mora prodati sva imovina dužnika ili da se ona prenese na jednu ili više osoba, cijela ili samo dio. Mogu se obveze dužnika pretvoriti u kredit ili se one mogu smanjiti ili odgoditi. Na početku postupka stečajnog plana navode se mjere koje su bile poduzete prije otvaranja stečajnog postupka, kako bi se moglo utvrditi ostvarivanje prava sudionika, vjerovnika, te se u planu mijenjaju pravni položaji dužnika i drugih sudionika u postupku. 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.

U 2012. stupio je na snagu Zakon o financijskom poslovanju i predstečajnoj nagodbi, koji je predvidio zakonsku osnovu i obvezu za prijavu poduzetnika u postupak predstečajne nagodbe u slučaju nelikvidnosti i/ili nesolventnosti poslovanja. Postupak predstečajne nagodbe provodi se s ciljem da se dužniku koji je postao nelikvidan i/ili insolventan omogući financijsko restrukturiranje na temelju kojeg će postati likvidan i solventan, te vjerovnicima omoguće povoljniji uvjeti namirenja njihovih tražbina od uvjeta koje bi vjerovnik ostvario da je protiv dužnika pokrenut stečajni postupak.

Kod strategije žetve ili strategije ubiranja plodova menadžment vrši sve manje investicija kako bi se povećala likvidnost odnosno povećali novčani primitci u razdoblju izlaska poduzeća iz industrije. Kada poduzeće izlazi iz industrije, menadžment nastoji iskoristiti tu situaciju što je bolje moguće.

Ako se prethodnim strategijama ne može doći do potrebne likvidnosti, menadžment može prijeći na strategiju prodaje/ogoljenja u kojoj se prodaju dijelovi poduzeća ili uhodanog poslovanja, a u iznimnim situacijama može se prodati i cijelo poduzeće. Cilj je doći do dovoljne količine novca potrebne za provođenje ostalih strategija.

Posljednja strategija koja je još relativno atraktivna, no najmanje poželjna uz strategiju stečaja, je strategija likvidacije. Ona minimizira gubitke poduzeća i njegovih vlasnika odnosno dioničara. Da bi se ova strategija mogla provesti, poduzeće i dioničari trebaju imati imovinu dostatnu za pokriće svih dugova, a cilj ove strategije je minimizirati štetu svih dionika u dugom roku.

Strategija stečaja je zadnja strategija u kojoj poduzeća najčešće završavaju propašću te samo djelomičnim namirenjem vjerovnika. U stečajnom postupku se provodi skupno namirenje vjerovnika unovčenjem imovine poduzeća. Rijetka poduzeća ne propadaju koristeći ovu strategiju zahvaljujući uspješnom stečajnom planu.

### **3. RANI SIGNALI NEUSPJEHA POSLOVANJA PODUZEĆA**

#### **3.1 Identifikacija poslovne krize**

U ovom dijelu rada fokus je na pravovremenoj identifikaciji poslovne krize u poduzeću. Poslovna kriza se može na vrijeme prepoznati praćenjem simptoma krize, koji su već navedeni i objašnjeni u poglavlju 2.1.4 ovoga rada. Ovdje će biti riječ o prepoznavanju tih simptoma ponajviše iz financijskih izvještaja poduzeća. Koristeći podatke iz financijskih izvještaja, koja su poduzeća po zakonu obvezna objavljivati, mogu se izračunati razni financijski pokazatelji. Izračunate vrijednosti tih pokazatelja mogu upućivati da se poduzeće nalazi u poslovnim teškoćama. U nastavku ovog poglavlja prvo će biti navedeni koji su temeljni financijski izvještaji iz čijih podataka se ovi pokazatelji računaju. Nadalje, bit će navedeni i ukratko opisani najprije pojedinačni financijski pokazatelji, a zatim i zbrojni tj. sintetički financijski pokazatelji.

#### **3.2 Financijski izvještaji i njihovo analiziranje**

Bez obzira o kojoj se razini upravljanja radi, menadžmentu su potrebne informacije. Ako se zna da je temeljni cilj poduzeća uravnotežen rast koji može biti limitiran sigurnošću poslovanja, koja je, prije svega, financijsko ograničenje i determinirana je strukturom financijskih izvještaja, tada je sasvim sigurno da upravljanje i odlučivanje nije moguće zamisliti bez informacija koje se temelje na financijskim izvještajima i koje procesira računovodstvo poduzeća (Žager i drugi 2008:25). Informacije kao pretpostavka upravljanja predstavljaju obrađene podatke prezentirane u takvoj formi koji su pogodni za primaoca i koji imaju značajnu vrijednost u tekućim ili budućim aktivnostima i odlukama (Vujević 2003:11).

Dakle, glavni izvori informacija o poslovanju tvrtke su financijska izvješća, te su one neophodne za upravljanje poduzećem. Poduzeća sastavljaju financijske izvještaje kako bi s poslovanjem poduzeća upoznali unutarnje i vanjske korisnike. Vanjskim korisnicima su financijski izvještaji od veće važnosti jer imaju manje saznanja o poslovanju poduzeća od unutarnjih korisnika, te su im izvještaji jedni od rijetkih pouzdanih izvora informacija o poduzeću. Prema Međunarodnim računovodstvenim standardima (MRS) i Međunarodnim revizijskim standardima (MRevS) cilj je financijskih izvještaja da pruže korisnicima realne i



objektivne informacije o djelatnosti poslovanja poduzeća koje su velikom broju korisnika značajne za donošenje poslovnih odluka (Vujević 2003:89).

Zakonom o računovodstvu (ZOR, 1993.) određena su temeljna financijska izvješća, obaveza sastavljanja, revidiranja i objavljivanja izvješća ovisno o veličini poduzeća, kao i kriteriji za određivanje veličine poduzeća (Vidučić 2012:374). Temeljni financijski izvještaji u Republici Hrvatskoj su: bilanca, račun dobiti i gubitka, izvještaj o novčanom tijeku, izvještaj o promjenama kapitala te bilješke uz financijske izvještaje.

Bilanca je sustavni pregled imovine, kapitala i obveza na određeni datum (Vujević 2003:91). Sastoji se od aktive (imovine) i pasive (izvora imovine tj. kapitala i obveza), te uvijek vrijedi jednakost:  $aktiva = pasiva$ , odnosno  $Imovina = kapital + obveze$ . Imovina predstavlja ekonomske resurse kojima se poduzeće koristi u ostvarenju svoje djelatnosti (Žager i drugi 2008:54). Sva imovina u poduzeću ima svoje podrijetlo koje može biti iz vlastitih izvora (kapital ili glavnica) ili iz tuđih (obveze). Obično se sastavlja za svaku poslovnu godinu na istek posljednjeg dana i prikazuje financijski položaj poduzeća na taj dan. Bilanca je financijski izvještaj statičnog karaktera jer se u njoj prikazuju financijski podaci na točno određen datum, najčešće kraj obračunskog razdoblja.

**Tablica 1: Shema bilance u RH**

AKTIVA		PASIVA	
A	Potraživanja za upisani a neplaćeni kapital	A	Kapital i rezerve
B	Dugotrajna imovina <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Nematerijalna imovina</li> <li>2. Materijalna imovina</li> <li>3. Financijska imovina</li> <li>4. potraživanja</li> </ol>	B	Dugoročna rezerviranja za rizike i troškove
C	Kratkotrajna imovina <ol style="list-style-type: none"> <li>1. zalihe</li> <li>2. potraživanja</li> <li>3. financijska imovina</li> <li>4. novac</li> </ol>	C	Dugoročne obveze
D	Plaćeni troškovi budućeg razdoblja i nedospjela naplata prihoda	D	Kratkoročne obveze
E	Gubitak iznad visine kapitala	E	Odgodeno plaćanje troškova i nedospjela naplata prihoda

Izvor: Žager i drugi 2008:66

Kapital i rezerve se također mogu podijeliti na više stavki, a to su: upisani kapital, premija na emitirane dionice, revalorizacijske rezerve, rezerve, zadržani dobitak ili preneseni gubitak te dobitak ili gubitak tekućeg razdoblja.

Za razliku od bilance koja prikazuje financijski položaj poduzeća na određeni dan, račun dobiti i gubitka prikazuje aktivnost poduzeća u određenom vremenskom razdoblju sa stajališta prihoda i rashoda i njihovih razlika dobit ili gubitak (Vujević 2003:102). Osnovni elementi ovog izvještaja su prihodi i rashodi te njihova razlika. Izvještaj prikazuje uspješnost poslovanja poduzeća koja se može poistovjetiti sa financijskim rezultatom. Financijski rezultat poslovanja poduzeća je razlika između prihoda i rashoda, ako su prihodi veći od rashoda poduzeće je ostvarilo pozitivan financijski rezultat odnosno dobit, ako su rashodi veći poduzeće je ostvarilo gubitak. U računu dobiti i gubitka posebno se prate prihodi, rashodi, dobit ili gubitak iz poslovnih, financijskih i izvanrednih aktivnosti.

**Tablica 2: Račun dobiti i gubitka**

RAČUN DOBITI I GUBITKA ZA RAZDOBLJE 1.1 – 31.12.20X1.	
A	POSLOVNI PRIHODI
B	POSLOVNI RASHODI
C	DOBIT IZ POSLOVNIH AKTIVNOSTI
D	FINANCIJSKI PRIHODI
E	FINANCIJSKI RASHODI
F	DOBIT IZ FINANCIJSKIH AKTIVNOSTI
G	IZVANREDNI (OSTALI) PRIHODI
H	IZVANREDNI (OSTALI) RASHODI
I	DOBIT IZ IZVANREDNIH (OSTALIH) AKTIVNOSTI
J	BRUTO DOBIT
K	POREZ NA DOBIT
L	NETO DOBIT

Izvor: Žager i drugi 2008:78

Izvještaj o novčanom tijeku pokazuje izvore novčanih sredstava i način njihove uporabe. Izvještaj o tijeku gotovine treba prezentirati za svako razdoblje za koje se odnosi izvještaj o dobiti u kojem su iskazana sredstva ostvarena poslovanjem ili se koriste u poslovanju poduzeća odvojeno od drugih izvora ili uporabe sredstava (Vujević 2003:107). U ovom izvještaju se tokovi novca i novčanih ekvivalenata klasificiraju prema poslovnim (glavne aktivnosti poduzeća), investicijskim (kupnja i prodaja dugotrajne imovine) te financijskim (promjene vezane uz visinu i strukturu kapitala i obveza) aktivnostima.

Izvještaj o promjenama kapitala/vlasničke glavnice prikazuje promjene na računima vlasničkog kapitala ili neto vrijednosti u tijeku određenog razdoblja, najčešće između dva obračunska razdoblja. Izvješće o promjenama vlasničke glavnice sadrži podatke o kapitalu i pričuvama, isplaćenim dividendama, kao i promjenama računovodstvenih politika i ispravke temeljnih pogrešaka (Vujević 2003:119). Svrha izvještaja je prikazati promjene neto vrijednosti poduzeća, odnosno bogatstva dioničara a uzroci promjena se navode u bilješkama.

Bilješke uz financijske izvještaje dodatno pojašnjavaju strukturu, vrijednost i obilježja nekih pozicija u prethodna četiri financijska izvještaja. Tako, na primjer, u bilješkama trebaju biti prikazane metode procjene bilančnih pozicija, eventualna odstupanja i razlozi tog odstupanja sa kvantifikacijom posljedica, prosječan broj zaposlenih, vrijednost dionica po vrstama, pregled obveza itd (Vujević 2003:120). Bilješke trebaju sadržavati sve one informacije koje se direktno ne vide iz temeljnih izvještaja, a nužne su za njihovo razumijevanje i ocjenu poslovanja (Žager i drugi 2008:89).

Financijski izvještaji su neophodni za uspješno upravljanje poduzećem, a isto tako se u njima mogu uočiti informacije koje upućuju na potencijalnu poslovnu krizu. Da bi se dobile potrebne informacije iz financijskih izvještaja potrebno ih je detaljno analizirati. Analiza financijskih izvještaja obuhvaća sve tehnike koje služe korisnicima financijskih izvještaja, koji mogu biti interni i eksterni, kako bi procijenili raniju uspješnost i tekući financijski položaj te procijenili budući potencijal i eventualni rizik (Vujević 2003:121). Temeljni postupci analize financijskih izvještaja su horizontalna i vertikalna analiza te analiza putem financijskih pokazatelja.

Horizontalna analiza pokazuje dinamiku promjena u apsolutnim i relativnim iznosima osnovnih bilančnih pozicija u tekućoj u odnosu na prethodnu godinu (Vujević 2003:129). Također se prate promjene u računu dobiti i gubitka. Na temelju promatranja tih promjena zaključuje se kakva je sigurnost i uspješnost poduzeća. Za provedbu horizontalne analize koriste se komparativni financijski izvještaji te ona omogućuje uspoređivanje podataka kroz dulje vremensko razdoblje.

Vertikalna analiza prikazuje postotni udjel svake stavke financijskog izvještaja u odnosu na odgovarajući zbroj (Vujević 2003:130). Pod vertikalnom analizom podrazumijeva se najčešće uspoređivanje financijskih podataka (pozicija financijskih izvještaja) u jednoj

godini (Smith, prema Žager i drugi 2008:230). Za provedbu vertikalne analize se koriste strukturni financijski izvještaji, koji su pogodni za uspoređivanje s drugim poduzećima.

Analiza putem financijskih pokazatelja prikazuje performanse poduzeća kroz temeljne skupine pokazatelja analize financijskih izvještaja, a to su pokazatelji likvidnosti, zaduženosti, aktivnosti, ekonomičnosti, profitabilnosti i investiranja.

**Tablica 3: Pokazatelji likvidnosti**

Naziv pokazatelja	Brojnik	Nazivnik
Koeficijent trenutne likvidnosti	Novac	Kratkoročne obveze
Koeficijent ubrzane likvidnosti	Novac+ potraživanja	Kratkoročne obveze
Koeficijent tekuće likvidnosti	Kratkotrajna imovina	Kratkoročne obveze
Koeficijent financijske stabilnosti	Dugotrajna imovina	Kapital+dugoročne obveze

Izvor: Žager i drugi 2008:248

Pokazatelji likvidnosti mjere koliko je poduzeće sposobno da u roku podmiri svoje dospjele kratkoročne obveze. Koeficijent trenutne likvidnosti ukazuje na sposobnost poduzeća za trenutačno podmirenje obveza. Koeficijent ubrzane likvidnosti treba biti veći od 1 da bi poduzeće imalo normalnu likvidnost. Koeficijent tekuće likvidnosti treba biti veći od 2 ukoliko poduzeće želi održavati likvidnost na normalnoj razini. Koeficijent financijske stabilnosti mora biti manji od 1 jer poduzeće dio kratkotrajne imovine mora financirati iz kvalitetnih dugoročnih izvora tj. radnog kapitala. Što je vrijednost pokazatelja manja, to je likvidnost i financijska stabilnost veća.

**Tablica 4: Pokazatelji zaduženosti**

Naziv pokazatelja	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 i drugi 2008:251

Prva tri pokazatelja u tablici su najčešći pokazatelji zaduženosti i formiraju se na temelju bilance te održavaju statičku zaduženost. Ti su pokazatelji odraz strukture pasive i govore koliko je imovine financirano iz vlastitoga kapitala (glavnice) te koliko je financirano iz tuđega kapitala (obveza) (Žager i drugi 2008:250). Pokriće troškova kamata i faktor zaduženosti ukazuju na dinamičku zaduženost jer dug razmatraju s aspekta mogućnosti

njegova podmirivanja (Žager i drugi 2008:250). Utvrđuju se iz računa dobiti i gubitka i iz bilance te što je veće pokriće troškova kamata i manji faktor zaduženosti, manja je zaduženost. Stupnjevi pokrića računaju se na temelju podataka iz bilance, te se kod njih razmatra pokriće dugotrajne imovine glavnicom i dugoročnim obvezama.

**Tablica 5: Pokazatelji aktivnosti**

Naziv pokazatelja	Brojnik	Nazivnik
Koeficijent obrta ukupne imovine	Ukupni prihod	Ukupna imovina
Koeficijent obrta kratkotrajne imovine	Ukupni prihod	Kratkotrajna imovina
Koeficijent obrta potraživanja	Prihodi od prodaje	Potraživanja
Trajanje naplate potraživanja u danima	Broj dana u godini (365)	Koeficijent obrta potraživanja

Izvor: Žager i drugi 2008:252

Pokazatelji aktivnosti poznati su pod nazivom koeficijenti obrta koji se računaju na temelju odnosa prometa i prosječnog stanja (Žager i drugi 2008:251). Oni upućuju na brzinu cirkulacije imovine u poslovnom procesu, a iskazuju se kroz koeficijent koji govori koliko jedna novčana jedinica aktive stvara novčanih jedinica prihoda (Vujević 2003:135). Svi pokazatelji se računaju na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka i bilance.

**Tablica 6: Pokazatelji ekonomičnosti**

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

Izvor: Žager i drugi 2008:252

Pokazatelji ekonomičnosti mjere odnos prihoda i rashoda i pokazuju koliko se prihoda ostvari po jedinici rashoda (Žager i drugi 2008:252). Računaju se iz računa dobiti i gubitka, te je bolje za poduzeće da koeficijenti ekonomičnosti budu što veći.

**Tablica 7: Pokazatelji profitabilnosti**

Naziv pokazatelja	Brojnik	Nazivnik
Neto marža profita	Neto dobit + kamate	Ukupni prihod
Bruto marža profita	Dobit prije poreza + kamate	Ukupni prihod
Neto rentabilnost imovine	Neto dobit + kamate	Ukupna imovina
Bruto rentabilnost imovine	Dobit prije poreza + kamate	Ukupna imovina
Rentabilnost vlastitoga kapitala (glavnice)	Neto dobit	Vlastiti kapital (glavnica)

Izvor: Žager i drugi 2008:253

Marže profita računaju se na temelju podataka iz računa dobiti i gubitka, a razlikuju se u obuhvatu poreza te prikazuju koliko je relativno porezno opterećenje u odnosu na ukupni prihod. Marža profita pokazuje postotak ostvarene dobiti prema vrijednosti cjelokupnog urađenog posla izraženog kroz ostvareni prihod tijekom određenog razdoblja za svaki pojedinačni posao ovisno o tome koja se kategorija dobiti i prihoda primjeni u obrascu (Vujević 2003:136). Pokazatelji rentabilnosti se računaju iz podataka iz bilance i računa dobiti i gubitka. Svi pokazatelji u gornjoj tablici se prikazuju u postotku.

**Tablica 8: Pokazatelji investiranja**

Naziv pokazatelja	Brojnik	Nazivnik
Dobit po dionici (EPS)	Neto dobit	Broj dionica
Dividenda po dionici (DPS)	Dio neto dobiti za dividende	Broj dionica
Odnos isplate dividendi (DPR)	Dividenda po dionici (DPS)	Dobit po dionici (EPS)
Odnos cijene i dobiti po dionici (P/E)	Tržišna cijena dionice (PPS)	Dobit po dionici (EPS)
Ukupna rentabilnost dionice	Dobit po dionici (EPS)	Tržišna cijena dionice (PPS)
Dividendna rentabilnost dionice	Dividenda o dionici	Tržišna cijena dionice (PPS)

Izvor: Žager i drugi 2008:254

Pokazateljima investiranja mjeri se uspješnost ulaganja u dionice poduzeća, a osim iz financijskih izvještaja, za izračun ovih pokazatelja potrebni su i podaci o dionicama. Osnovni cilj ovih pokazatelja je procjena uspješnosti tvrtke u terminima potencijala isplate dividendi i vrijednosti dionica na tržištu (Vujević 2003:137). Dobit po dionici i dividenda po dionici iskazuju se u novčanim jedinicama tj. pokazuju koliko se dobiti ili dividende ostvari po jednoj dionici (Žager i drugi 2008:254). Odnos isplate dividendi pokazuje je li cijela dobit isplaćena kroz dividende, ako je veći od 1 isplaćivala se i zadržana dobit. Odnos cijene i dobiti po dionici pokazuje koliko je puta tržišna cijena dionice veća od dobiti po dionici (Žager i drugi 2008:254). Najznačajniji pokazatelji investiranja su pokazatelji rentabilnosti dionice jer su oni pokazatelji rentabilnosti vlastitog kapitala, koji je iskazan po tržišnoj vrijednosti, a ne po knjigovodstvenoj. Uobičajeno se iskazuju u postotku.

### 3.3 Zbirni pokazatelji ranih signala neuspjeha poduzeća

Da bi se dobila cjelokupna slika o poslovanju pojedinog poduzeća, navedene skupine prethodno navedenih financijskih pokazatelja potrebno je promatrati povezano i međuzavisno. Zbog toga su formirani zbrojni ili skupni financijski pokazatelji koji predstavljaju ponderirani zbroj više pojedinačnih pokazatelja, te na taj način stavljaju u zavisni odnos nekoliko

odabranih pokazatelja koje sintetiziraju u cjelinu (Žager i drugi 2008:269). Ovi pokazatelji se nazivaju još i sintetički pokazatelji, a prvi takvi pokazatelji su razvijeni kako bi predvidjeli bankrot poduzeća. Takva dva pokazatelja su BEX index i Z-score koji će biti detaljno razrađeni i objašnjeni. Ta dva modela će se koristiti u istraživačkom dijelu ovoga rada u kontekstu procjene financijskog položaja poduzeća. Ovi modeli se koriste za utvrđivanje sadašnjih i budućih poslovnih performansi, te će se istražiti koliko točno i pouzdano predviđaju budućnost poduzeća.

### 3.3.1 Altmanov Z-score model

Altmanovim radom počinje suvremena povijest modela predviđanja poslovnih poteškoća (Altman 1968:589). Edward I. Altman 1968. proveo je prvo multivarijantno istraživanje odnosa financijskih pokazatelja i vjerojatnosti za stečaj, čijim je istraživanjem nastao model nazvan Altmanov Z-score (Žager i drugi 2008:270). Altman je koristio parove poduzeća, za svako društvo u stečaju tražio je slično društvo (njegov par) koji nije u poteškoćama, te je koristio je uzorak od 33 tvrtke u stečaju i onih koji to nisu, dakle ukupno 66 poduzeća (Sajter 2008:202). Z-score je sintetički pokazatelj koji predviđa stečaj poduzeća u roku od jedne ili dvije godine (Žager i drugi 2008:270). Z-score model sastoji se od pet financijskih omjera, odnosno pokazatelja i pet pondera:

**$Z = 1,21 X_1 + 1,4 X_2 + 3,3 X_3 + 0,6 X_4 + 1,0 X_5$ , gdje je:**

Z= ukupni indeks

$X_1$ = obrtni kapital / ukupna imovina

$X_2$ = zadržana dobit / ukupna imovina

$X_3$ = operativna dobit / ukupna imovina

$X_4$ = tržišna vrijednost imovine / ukupne obveze

$X_5$ = ukupni prihod / ukupna imovina

Pokazatelj  $X_1$  je pokazatelj likvidnosti koji predstavlja udio radnoga kapitala u ukupnoj imovini odabran je u model jer su istraživanja pokazala da kod poduzeća koja posluju s operativnim gubicima pada udio kratkotrajne imovine u ukupnoj imovini (Žager i drugi 2008:271). Radni kapital je razlika između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza.

Financijski omjer  $X_2$  u brojniku sadrži zadržanu dobit koja je zbroj svih dobiti iz prethodnih razdoblja koje nisu isplaćene dioničarima kroz dividendu. Zadržana dobit smatra

se najboljim izvorom rasta poduzeća i izvora financiranja poduzeća (Žager i drugi 2008:271). Ako poduzeće nema dobiti iz prethodnih razdoblja, može imati preneseni gubitak.

Pokazatelj  $X_3$  u brojniku sadrži operativnu dobit. Ovo je pokazatelj profitabilnosti poduzeća. Operativna dobit se računa kao razlika poslovnih prihoda i poslovnih rashoda.

Pokazatelj  $X_4$  pokazuje koliko imovina poduzeća može izgubiti na vrijednosti prije nego što poduzeće postane insolventno (Žager i drugi 2008:271). Brojnik ovog pokazatelja je umnožak tržišne cijene dionice i broja dionica poduzeća, dok su u nazivniku ukupne obveze.

Financijski omjer  $X_5$  je zapravo pokazatelj obrta ukupne imovine odnosno pokazatelj aktivnosti poduzeća.

Ako je Z-score poduzeća iznad 3, za to poduzeće se može reći da je to financijski zdravo poduzeće te ono posluje vrlo dobro i ima svijetlu budućnost. Vrijednosti unutar intervala od 1,81 do 2,99 predstavljaju sivu zonu u kojoj su poduzeća podložna stečaju, no moguće je da se stečaj neće dogoditi zbog moguće sumnje u klasifikacijsku pogrešku. Poduzeće treba hitno preispitati svoje poslovanje. Poduzeća čija je vrijednost Z-score ispod 1,80 slabo posluju te se očekuje neuspjeh za najviše dvije godine, a često to znači bankrot u roku od godinu dana. 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 – 36%, 5 godina – 29% (Altman 2000:23).

S obzirom na nedostatke prvog definiranog modela, 1983. godine objavljen je i Z'-score model prilagođen poduzećima koja nisu prisutna na burzi (Altman 2000:25). Korekcija se radila zbog poduzeća koja ne kotiraju na burzi. U ovom novom modelu, u brojniku pokazatelja  $X_4$ , je tržišna vrijednost zamijenjena knjigovodstvenom vrijednošću imovine. Također, u nazivniku je sada i knjigovodstvena vrijednost obveza. Korigirani model izgledao je ovako:  $Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4' + 0,998 X_5$ . U ovakvom modelu mijenjaju se i ključne vrijednosti te su one sada 1,23 umjesto 1,81 te 2,90 umjesto 2,99.

Altmanov model je još jednom korigiran, zbog problema utjecaja grane djelatnosti poduzeća, koja ima najveći utjecaj na pokazatelj  $X_5$ . U ovakvom modelu pokazatelj  $X_5$  je izbačen da bi se model prilagodio neproizvodnim poduzećima, jer je primarni model bio



postavljen samo za proizvodna poduzeća. Također u ovom modelu je pokazatelj  $X_4$  kao i u prethodnom tj. Z' score modelu, a izgleda ovako:  $Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$ . Nove ključne vrijednosti u ovom modelu su 1,10 i 2,60.

### 3.3.2 Business Excellence (BEX) indeks model

Business Excellence (BEX) model za procjenu poslovne izvrsnosti tvrtki na tržištu kapitala nastao je 2007. godine, od strane prof. dr. sc. Vinka Belaka i dr. sc. Željane Aljinović Barać. Osnovni cilj bio je izraditi model za procjenu poslovne izvrsnosti tvrtki utemeljen na financijskim pokazateljima izračunanim na temelju podataka iz financijskih izvještaja koji su lako dostupni svim vanjskim korisnicima (Belak, Barać 2008:27). Bex model primarno je izrađen za procjenu poslovne izvrsnosti tvrtki na tržištu kapitala u Hrvatskoj, ali njegova primjena je moguća i za procjenu poslovne izvrsnosti na svim sličnim tržištima kapitala (Belak, Barać 2008:27). Bex model se može računati i za poduzeća koja ne kotiraju na tržištu kapitala, ali uz određene korekcije i ograničenja.

U BEX modelu, poslovnu izvrsnost predviđa BEX indeks. BEX indeks pokazuje i mjeri poslovnu izvrsnost tvrtke u dvije dimenzije, i to: trenutna poslovna izvrsnost („lagging“ dimenzija) i očekivana poslovna izvrsnost („leading“ dimenzija) (Belak, Barać 2008:29).

BEX model sastoji se od četiri pokazatelja sa određenim ponderima utjecaja, što tvori sljedeći izraz (Belak, Barać 2008:31):

$$\mathbf{BEX = 0,388 ex_1 + 0,579 ex_2 + 0,153 ex_3 + 0,316 ex_4}$$

Gdje su obuhvaćena ova područja procjene izvrsnosti s pokazateljima (Belak, Barać 2008:31-33):

$$\mathbf{ex_1 = PROFITABILNOST = EBIT* / Ukupna aktiva}$$

Pokazatelj  $ex_1$  je izvrsnost mjerena odnosom zarade (koja se sastoji od kamata i dobiti prije poreza) i kapitala mjenog ukupnom aktivom. Ovaj pokazatelj nema veliki utjecaj na visinu BEX indeksa jer se radi o tzv. „tromom pokazatelju“ čija je svrha stabiliziranje BEX modela. Međutim, njegova uloga je znatno veća kad se poslovna izvrsnost procjenjuje po

segmentima. EBIT se može računati i kao dobit prije oporezivanja uvećana za neto financijske rashode.

**$ex_2 = \text{STVARANJE VRIJEDNOSTI} = \text{neto poslovna dobit} / \text{vlastiti kapital} \times \text{cijena}$**

Pokazatelj  $ex_2$  bazira se na ekonomskom profitu-dobiti koja prekoračuje cijenu vlastitoga kapitala. Tu se u izračunu rabi kategorija poslovne dobiti kako bi se izbjegli utjecaji izvanrednih događaja na rezultat poslovanja. Cijena vlastitoga kapitala je izračunata iz umnoška vlasničkoga kapitala i cijene kapitala koju bi vlasnici mogli ostvariti iz alternativnih, relativno nerizičnih ulaganja. Pod vlasničkim kapitalom se podrazumijeva upisani kapital, uvećan za eventualne dobitke i rezerve. Za potrebe BEX modela cijena kapitala je aproksimirana stopom kamate na vezanu štednju u bankama. Ako je  $ex_2$  veći od 1, tvrtka stvara vrijednost, a ako je manji od 1, tvrtka „jede“ svoju supstanciju.

**$ex_3 = \text{LIKVIDNOST} = \text{radni kapital} / \text{ukupna aktiva}$**

Za mjerenje likvidnosti rabi se klasičan pokazatelj odnosa radnoga kapitala prema ukupnoj aktivi. Radni kapital se izračunava kao razlika između tekuće aktive i tekućih obveza. Granična mjera likvidnosti iznosi 25% radnoga kapitala u odnosu prema aktivi.

**$ex_4 = \text{FINANCIJSKA SNAGA} = 5 * (\text{dobit} + \text{deprecijacija} + \text{amortizacija}) / \text{ukupne obveze}$**

Pokazatelj  $ex_4$  temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti što je dobit uvećana za amortizaciju i deprecijaciju i pokriva svih obveza tim novcem. Standardna mjera pokriva obveza slobodnim novcem iznosi 20%. Taj pokazatelj nema linearni utjecaj. Naime, što 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 10 jer je utvrđeno da skraćenje vremena pokriva obveza iz dobiti i amortizacije na manje od šest mjeseci ne utječe bitno na izvrsnost. Njegova maksimalna vrijednost u BEX indeksu može biti 3,16. U duljem vremenu pokriva obveza iz zarade od novčanog tijeka, utjecaj tog pokazatelja degresivno pada. Na primjer, pri investiranju zaduživanjem  $ex_4$  se smanjuje jer se financijski rizik povećava. Međutim, odmah po aktiviranju investicije i prvom obračunu amortizacije financijska snaga se vraća, a pri prvom ostvarenju dobiti temeljem te investicije snaga se 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.

Ukupna poslovna izvrsnost procjenjuje se pomoću BEX indeksa na način (Belak, Barać 2008:33):

- BEX indeks veći od 1 – dobre tvrtke
- BEX indeks manji od 1 – potrebna su unaprjeđenja

**Tablica 9: Vrijednosti BEX indeksa**

BEX indeks	Rang poslovne izvrsnosti	Prognoza za budućnost
Veći od 6,01 4g. Uzastopno	svjetska klasa	Tvrtka posluje s vrhunskim 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	Izvrсно	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 (negativan)	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%)

Izvor: Belak, Barać 2008:34

Bex model omogućuje i procjenu poslovne izvrsnosti po područjima izvrsnosti, tj. posebno za profitabilnost, stvaranje vrijednosti, likvidnost i snagu financiranja, a takve detaljne segmentalne procjene omogućuju poduzimanje akcija u područjima gdje su pokazatelji ne-zadovoljavajući (Belak, Barać 2008:33). Granične mjere svakog segmenta poslovne izvrsnosti dobiju se uvrštavanjem kontrolnih mjera u BEX model ovako (Belak, Barać 2008:35):

$$\mathbf{BEX = 0,388 \times 17,20\% + 0,579 \times 1,0 + 0,153 \times 25\% + 0,316 \times 1^* = 1,0}$$

\*ex<sub>4</sub> = maksimalno 10. Prema tome granične mjere za segmentalnu procjenu jesu (Belak, Barać 2008:33): ex<sub>1</sub> (profitabilnost)- odnos EBIT-a i aktive treba biti 17,20%. Veći postotak je bolji, a manji postotak je lošiji. ex<sub>2</sub> (stvaranje vrijednosti) - ako je pokazatelj veći od 1,

tvrtka stvara vrijednost iznad cijene vlastitog kapitala, a ako je manji od 1, tvrtka „jede“ svoju supstancu.  $ex_3$  (likvidnost) - ako je pokazatelj 25% ili veći, to je dobro, a ako je manji ili negativan to je loše.  $ex_4$  (snaga financiranja) - bolja je što je pokazatelj veći od 1, a lošija što je manji od 1.

## **4. ANALIZA ODABRANIH PODUZEĆA**

U ovom dijelu rada će se analizirati poslovanje devet odabranih poduzeća u periodu od 2009. do 2016. Svih devet poduzeća su dioničarska društva koja posluju u Republici Hrvatskoj te imaju javno dostupne konsolidirane financijske izvještaje. Sva poduzeća kotiraju na Zagrebačkoj burzi, osim koncerna Agrokor. Najprije će se ukratko opisati svako poduzeće i njihove karakteristike. Zatim slijedi analiza poslovanja svakog poduzeća i izračun financijskih pokazatelja iz Altmanovog i BEX modela, koji su objašnjeni u prethodnom poglavlju. Usporedit će se stvarno stanje poslovanja u odabranim poduzećima sa dobivenim rezultatima navedenih pokazatelja, u svrhu istraživanja točnosti i pouzdanosti Altmanovog i BEX modela. Na kraju ovog dijela rada će se usporediti krizne situacije u odabranim poduzećima. U svrhu dokazivanja postavljenih hipoteza sažeto će se iznijeti rezultati istraživanja, prikazati će se koje strategije su menadžeri odabranih poduzeća primijenili, te jesu li odabrani modeli točno predvidjeli budućnost analiziranih poduzeća i poslovne krize. Također će se prikazati koji je model bolje predvidio krize u odabranom uzorku.

### **4.1 Odabrana poduzeća i njihove karakteristike**

U uzorak je izabrano devet poduzeća od kojih su četiri poduzeća prebrodila probleme u poslovanju bez upadanja u krizu. Za razliku od ovih poduzeća, četiri od devet promatranih poduzeća su zbog dubine poslovne krize koja ih je zahvatila završila u predstečajnoj nagodbi. Dakle, u uzorak su izabrana četiri poduzeća koja u promatranom razdoblju posluju relativno uspješno (Atlantic grupa d.d., Čakovečki mlinovi d.d., Saponia d.d. i Viro d.d.), poduzeća koja je zahvatila kriza (Badel 1862 d.d., Magma d.d., Optima telekom d.d. i Varteks d.d.), te Agrokor d.d. koji navodno dobro posluje, ali upada u veliku poslovnu krizu koja je vidljiva tek u 2017. Nadalje, odabrana poduzeća međusobno se razlikuju prema djelatnosti, broju zaposlenika, mjestu i veličini poslovanja. U nastavku rada analizirat će se poslovanje odabranih poduzeća i strategije koje je poduzeo menadžment svakog poduzeća. Nadalje, bit će izračunate vrijednosti Z-score i BEX indeksa za svako poduzeće tijekom cijelog promatranog razdoblja da bi se utvrdilo koliko ovi pokazatelji uspješno predviđaju budućnost poduzeća i buduću poslovnu krizu. Stoga su namjerno odabrana poduzeća koja se razlikuju po uspješnosti poslovanja i ostalim navedenim obilježjima da bi rezultati istraživanja bili što pouzdaniji, te da bi se hipoteze istraživanja mogle što točnije i sa što većom sigurnošću

prihvatiti ili odbaciti. Slijedi kratki opis odabranih poduzeća, koja su poredana po abecednom redu:

- AGROKOR d.d. OIB: 05937759187. Veliki je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Najveća privatna kompanija u RH, a čine ga kompanije u djelatnostima maloprodaje, hrane i poljoprivrede te ostalim djelatnostima. Registriran je za djelatnosti holding-društava. Temeljni kapital financiran je 98% stranim kapitalom.
- ATLANTIC GRUPA d.d. OIB: 71149912416. Srednji je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Jedna je od vodećih prehrambenih kompanija u regiji s poznatim regionalnim robnim markama. Osnovne aktivnosti poduzeća i njegovih ovisnih društava su proizvodnja, distribucija proizvoda široke potrošnje, unutarnja i vanjska trgovina te posredovanje i zastupstvo. Registriran je za upravljačke djelatnosti. Temeljni kapital financiran je 17% stranim kapitalom.
- BADEL 1862 d.d. OIB: 36749512860. Veliki je poduzetnik u pretežno državnom vlasništvu (preko 50% državnog kapitala). Registriran je za djelatnost destiliranja, pročišćavanja i miješanja alkoholnih pića. Temeljni kapital financiran je 100% domaćim kapitalom.
- ČAKOVEČKI MLINOVI d.d. OIB: 20262622069. Srednji je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Registriran je za djelatnost proizvodnje mlinskih proizvoda. Temeljni kapital financiran je 100% domaćim kapitalom.
- MAGMA d.d. OIB: 67215092378. Mali je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Registriran je za djelatnost trgovine na malo odjećom u specijaliziranim prodavaonicama. Temeljni kapital financiran je 11% stranim kapitalom, a u prethodnom razdoblju nije mijenjao iznos temeljnog kapitala.
- OT-OPTIMA TELEKOM d.d. OIB: 36004425025. Veliki je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Registriran je za djelatnosti žičane telekomunikacije. Temeljni kapital financiran je 100% domaćim kapitalom.
- SAPONIA d.d. OIB: 37879152548. Veliki je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Registriran je za djelatnost proizvodnje sapuna i deterdženata, sredstava za čišćenje i poliranje. Temeljni kapital financiran je 87% stranim kapitalom.
- VARTEKS d.d. OIB: 00872098033. Veliki je poduzetnik u pretežno privatnom vlasništvu (preko 50% privatnog kapitala). Registriran je za djelatnost proizvodnje ostale vanjske odjeće. Temeljni kapital financiran je 100% domaćim kapitalom.

- VIRO TVORNICA ŠEĆERA d.d. OIB: 04525204420. Veliki je poduzetnik u privatnom vlasništvu. Registriran je za djelatnost proizvodnje šećera. Jedan je od najvećih izvoznika u RH u prehrambenoj industriji. Temeljni kapital financiran je 100% domaćim kapitalom.

#### **4.2 Deskriptivna analiza odabranih poduzeća i značajke promatranih kriza**

U ovom dijelu istraživanja će se analizirati poslovanje svakog od poduzeća koja su u odabranom uzorku. Za svako poduzeće će biti prikazano kretanje glavnih parametara poslovanja od 2009. do 2016. Poslovanje svakog poduzeća će biti prikazano putem tri grafikona i jedne tablice. U prva dva grafikona će biti podaci iz računa dobiti i gubitka; u prvom kretanje prihoda i rashoda kroz promatrano razdoblje, a u drugom kretanje neto dobiti/gubitka. Treći grafikon će prikazivati kretanje imovine, obveza te kapitala i rezervi u promatranom razdoblju. Također, u tablici će biti prikazane vrijednosti Z-score i BEX indeksa. Svi podaci za izradu grafikona i tablica su iz financijskih izvještaja koji su dostupni na Internet stranicama Fine i Zagrebačke burze. Neka poduzeća nemaju dostupne konsolidirane financijske izvještaje za svaku godinu, te se za te godine neće analizirati poslovanje. Uz navedeno, ukratko će biti opisano poslovanje poduzeća tijekom promatranog razdoblja, koristeći podatke najviše iz revizorskih izvješća i novinskih članaka, da bi se moglo usporediti stvarno stanje u poduzeću sa dobivenim rezultatima navedenih pokazatelja.

##### **Agrokor d.d.**

AGROKOR d.d. je najveća privatna obiteljska kompanija u Hrvatskoj, te jedna od najjačih kompanija u jugoistočnoj Europi. Unutar Agrokor koncerna, kojem su primarne djelatnosti proizvodnja i distribucija hrane i pića te maloprodaja, između ostalih posluju i najveći hrvatski proizvođač mineralne vode - Jamnica, sladoleda - Ledo, ulja, margarina i majoneze - Zvijezda, najveća hrvatska mesna industrija - PIK Vrbovec, zatim Belje - najveći poljoprivredno-industrijski kapacitet u Hrvatskoj, kao i vodeći maloprodajni lanci Konzum te Poslovni sistemi Mercator. Liderske pozicije Agrokorovih kompanija izražene su visokim tržišnim udjelima. Ledo dominira na hrvatskom tržištu sladoleda, Zvijezda na tržištu margarina, dok Jamnica dominira tržištem mineralnih voda u Hrvatskoj. Konzum je najveći hrvatski maloprodajni lanac, a PIK Vrbovec mesna industrija vodeća je mesna kompanija u regiji. Osim kompanija iz Hrvatske, Agrokor koncern sastoji se i od kompanija iz regije pridruženih tijekom nekoliko proteklih godina; iz BiH to su Ledo Čitluk, Sarajevski kiseljak i

Velpro Sarajevo, zatim Dijamant, Frikom i IDEA iz Srbije, te Ledo i Fonyodi iz Mađarske. (Internet izvor: <http://www.agrokor.hr/hr/konzern/o-nama/>).

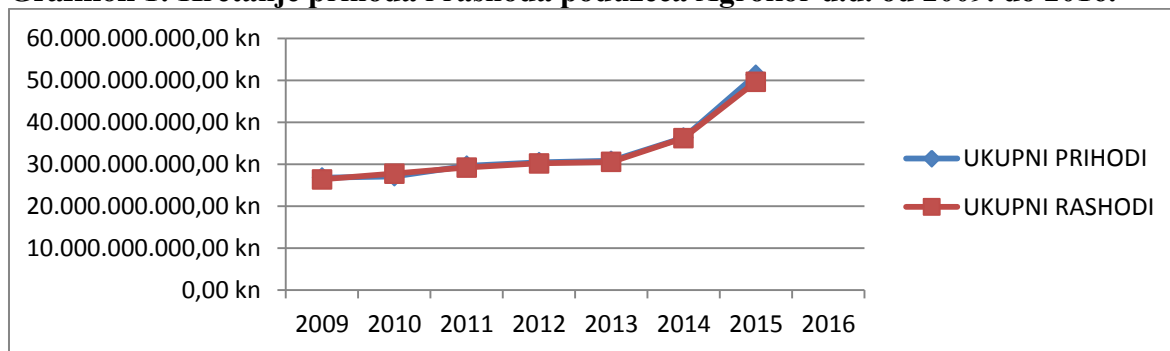
Početakom 2017. isplivali su na površinu problemi u likvidnosti poduzeća. Ono više nije bilo u stanju ispunjavati svoje obveze prema bankarskim institucijama i dobavljačima. U 2016. nije objavljena informacija o prezaduženosti, odnosno o krizi u poslovanju (iako je bilo jasno da su svi unutarnji alarmi upućivali na to), što s obzirom na veličinu konzerna i njegov udio na hrvatskom tržištu, može imati posljedice na cjelokupno hrvatsko gospodarstvo. Zbog stanja u Agrokoru, u travnju 2017. donesen je tzv. Lex Agrokor, odnosno Zakon o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku. Navedeni Zakon je donesen kako bi pomogao kompaniji za poslovanje, isplatu plaća i za deblokadu društava koja su se našla u blokadi.

Zakon se odnosi na poduzeća od sistemskog značaja za RH, a to su poduzeća koje samostalno ili zajedno sa svojim ovisnim ili povezanim društvima kumulativno ispunjavaju dva uvjeta – da zapošljavaju prosječno više od 5000 radnika te da postojeće obveze takve tvrtke iznose više od 7,5 milijardi kuna na dan podnošenja prijedloga za otvaranje postupka izvanredne uprave. Postupak može pokrenuti dužnik ili vjerovnik, a na prijedlog Vlade imenuje se izvanredni povjerenik. Ako do tog prijedloga dođe, Trgovački sud na prijedlog Vlade imenuje izvanrednog povjerenika koji zastupa dužnika. On može imati zamjenike, a u roku od 30 dana od imenovanja bira i savjetnika za restrukturiranje te po potrebi revizore i ostale savjetnike. Imenuje se i savjetodavno tijelo od pet članova, a jedan je predstavnik radnika, te vjerovničko vijeće sastavljeno od predstavnika vjerovnika. Ako u 15 mjeseci ne bude nagodbe, otvara se stečaj. U roku od 12 mjeseci od otvaranja postupka izvanredne uprave povjerenik uz suglasnost vjerovničkog vijeća može predložiti namirenje vjerovnika nagodbom, a rok je moguće produljiti još tri mjeseca. Ako unutar tih maksimalno 15 mjeseci ne dođe do nagodbe dužnika i vjerovnika, može se odlučiti da se okonča postupak izvanredne uprave i otvori stečajni postupak.

U nastavku su analizirani podaci iz konsolidiranih financijskih izvještaja poduzeća od 2009. do 2015. (oni izvještaji koji su dostupni i javno objavljeni na službenim stranicama poduzeća, jer za 2016. financijsko izvješće još uvijek nije objavljeno).

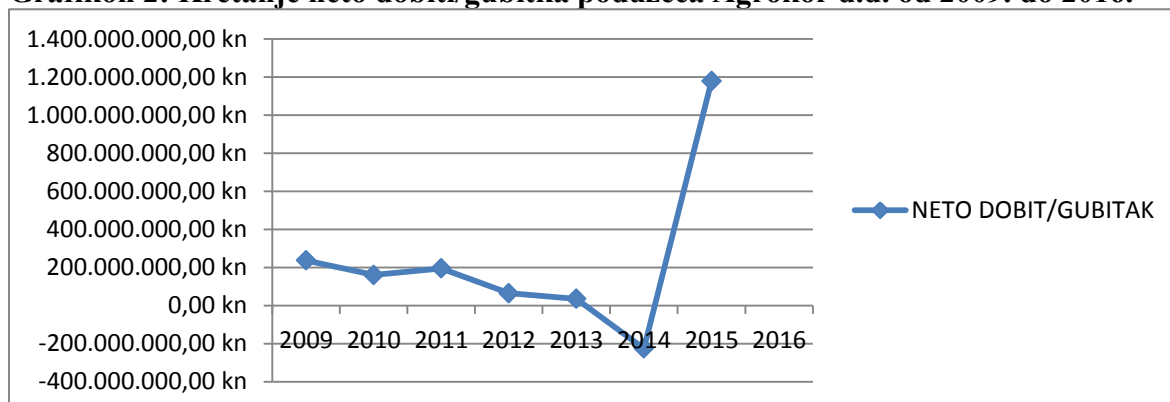


**Grafikon 1: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**



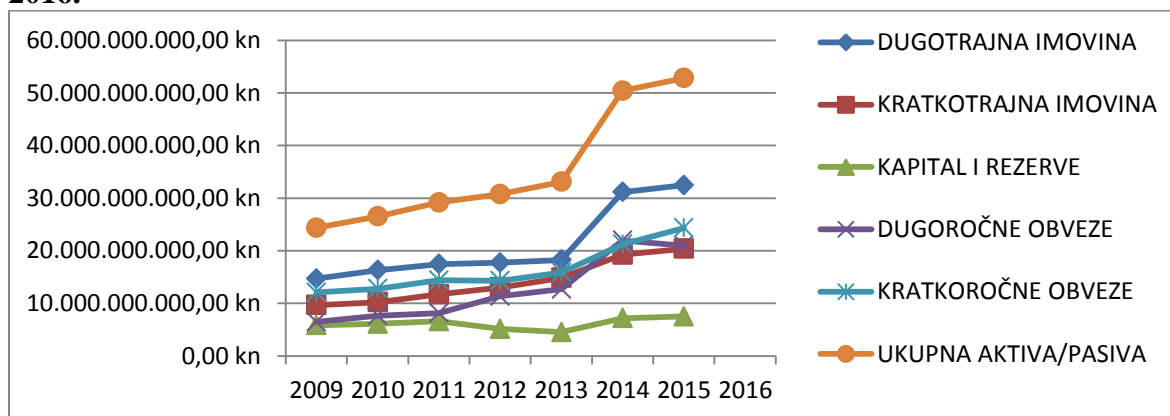
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 2: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 3: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Iz grafikona je vidljivo da su dugoročne i kratkoročne obveze u 2014. naglo porasle. U 2015. dugoročne obveze su pale za milijardu kuna, dok su kratkoročne porasle za 3 milijarde kuna. U 2015. dugoročne obveze su trostruko, a kratkoročne dvostruko veće u odnosu na 2009. U strukturi dugoročnih obveza, koje u 2014. iznose 22 mlrd. kn, na kredite i zajmove se odnosi 21 mlrd. kn. U strukturi kratkoročnih obveza, koje u 2014. iznose 21,2 mlrd kn, na

kredite i zajmove se odnosi 2,9 mlrd. kn (od čega je kratkoročni dio dugoročnih kredita 600 mil. kn), a na dobavljače 16 mlrd. kn. Od dugoročnih obveza koje u 2015. iznose 21 mlrd. kn, na kredite i zajmove se odnosi 19,7 mlrd. kn. U strukturi kratkoročnih obveza za 2015., koje iznose 24,3 mlrd. kn na kredite i zajmove se odnosi 6,2 mlrd. kn (od čega je kratkoročni dio dugoročnih kredita 4,7 mlrd. kn), a na dobavljače 16 mlrd. kn. Iz navedenog je vidljivo da je poduzeće itekako bilo izloženo kreditnom riziku.

Promatrajući prihode u razdoblju od 2009. do 2015. može se zaključiti da imaju stalnu tendenciju rasta. Prihodi u 2015. bilježe nagli porast, uglavnom zbog pozitivnih učinaka akvizicije Mercatora. Došlo je do spajanja Mercatora i Konzuma čime je stvoren vodeći maloprodajni lanac na području pet država bivše Jugoslavije, koji omogućio rekordnu prodaju vodećih Agrokorovih prehrambenih proizvoda (Internet izvor: <https://www.hrportfolio.hr/vijesti/kompanije/kako-je-poslovao-todoricev-agrokor-43872>). U promatranom razdoblju, rashodi također imaju tendenciju rasta, ali u 2015. rastu manje od prihoda kada je iskazana neto dobit u iznosu 1,6 mlrd. kn, za razliku od 2014. kada je iskazan neto gubitak u iznosu 225,5 mil. kn.

Iz analiziranih podataka u financijskim izvještajima vidljivo je da su problemi u poslovanju poduzeća nastali zbog prezaduženosti i problemima u likvidnosti (u svim analiziranim godinama su kratkoročne obveze veće od kratkotrajne imovine, što ukazuje na problem likvidnosti). U godišnjem izvještaju poduzeća za 2015. navedeno je da, iako je poduzeće izloženo kreditnom riziku da neće moći ispunjavati obveze o dospijeću, ne smatra se da je značajno izloženo ovom riziku jer ne postoji značajna koncentracija kreditne izloženosti. (Internet izvor: <http://www.agrokor.hr/hr/investitori/financijski-izvjestaji/godisnji-izvjestaji/>).

Ovakva izjava u najmanju ruku je čudna s obzirom na danas poznate podatke o kreditnoj zaduženosti Agrokoru. Između ostalog, samo Europska banka za obnovu i razvoj sudjeluje kao kreditor Agrokoru s vlasničkim udjelom od 8,33%, a od ostalih kreditora najveći je ruska banka Sberbank, od koje je vlasnik Agrokoru uzeo kredit od 600 milijuna eura u 2014., koji dospijeva u ožujku 2021.

U posljednje vrijeme svjedoci smo medijskih natpisa kako je kompanija od početka 2017. pred slomom, da su financijska izvješća „frizirana“ kako bi se poduzeće moglo zadužiti

kod poslovnih banaka te da je „uspjeh“ kompanije već godinama upitan. Kako bi se što bolje pojasnilo stanje u poduzeću, nastavno je u cijelosti prikazan članak Jutarnjeg lista, koji je objavljen na Internetskim stranicama 11. svibnja 2017.

Ukupne obveze Grupe Agrokor, ne računajući tu slovenski Mercator iznosile su krajem ožujka ove godine više od 40,4 milijardi kuna, što pokazuje izvješće koje je Agrokor poslao Irskoj burzi u svibnju 2017. Većina dugovanja Agrokora odnosi se na dugove prema financijskim institucijama, posebno bankama. Ukupan dug Agrokora prema bankama i drugim financijskim institucijama, naime, posljednjeg dana ožujka iznosio je oko 24,5 milijardi kuna, čemu još treba dodati i više od 400 milijuna kuna na ime dospjelih kamata. Dugovi po izdanim mjenicama iznose gotovo 7,4 milijardi kuna, dok su dugovanja dobavljačima posljednjeg dana ožujka iznosila više od 6,2 milijardi kuna. U Agrokoru ističu kako je ovdje riječ o nerevidiranim financijskim podacima koji se mogu revidirati.

Kako se navodi u priopćenju, Agrokor d.d. je blisko surađujući sa svojim savjetnicima, utvrdio iznos postojeće zaduženosti Proširene Grupe na konsolidiranom nivou, a na dan 31. ožujka 2017., isključujući obveze Proširene Grupe prema društvu Poslovni sistem Mercator d.d. i njegovim povezanim društvima.

Kod osiguranih vjerovnika dug bankama iznosi 959 milijuna kuna, a riječ je o bankovnim zajmovima koji su osigurani zalogom na nekretninama, pokretnoj imovini i udjelima pojedinih povezanih i ovisnih društava. Krajem ožujka pojedinačno najveća tako osigurana banka je HBOR sa 480,8 milijuna kuna, napominje se u objavi. Ne-bankovni dug i financijski leasing iznosi 1,99 milijardi kuna i u njega nije uključeno 1,377 milijardi kuna osiguranih obveza koji se ubrajaju pod zajmove dobavljača.

Osigurani kratkoročni ne-bankovni dug predstavlja zajmove kao što su repo ugovori koji su sklopljeni s lokalnim vjerovnicima i poslovnim partnerima, a najveći dio osiguranog ne-bankovnog dugovanja proširene grupe osigurano je zalogom na vlasničkim udjelima pojedinih povezanih i ovisnih društava proširene grupe. Zaključno s 31. ožujka pojedinačno najveći ne-bankovni kreditor bila je Adris Grupa sa 967 milijuna kuna, navodi se. Potraživanja neosiguranih vjerovnika iznose 21,48 milijardi kuna i najveći dio (21,17 milijardi kuna) odnosi se na dug bankama i na obveznice.

Tako je krajem ožujka proširena grupa imala 13,83 milijardi kuna neosiguranih i nenaplaćenih bankovnih zajmova, a najveći neosigurani bankovni zajmodavac bila je Sberbank s 8,169 milijardi kuna. Proširena grupa je imala i 7,34 milijardi kuna nenaplaćenih obveznica -od čega 2,232 milijardi kuna dospijeva 2019., 2,417 milijardi kuna i 2,078 milijardi kuna, koje dospijevaju 2020. godine te europski komercijalni zapisi ukupnog iznosa od 614 milijuna kuna, koji dospijevaju u lipnju i kolovozu 2017. Neosigurani ne-bankovni dug i financijski leasing iznosio je 308 milijuna kuna. Pritom se neosigurani ne-bankovni dug odnosi prvenstveno na zajmove od strane dobavljača proširene grupe, koji iznose 303 milijuna kuna. Neosigurani financijski leasing, pak, odnosi se prvenstveno na leasing opreme i vozila i on je iznosio 4,8 milijuna kuna.

Prema objavljenim podacima, dospjele kamate iznose 406 milijuna kuna i uključuju samo obveze 19 najvećih društava - Agrokor d.d., Konzum d.d., Velpro centar d.o.o., Konzum d.o.o. Sarajevo, Tisak d.d., Jamnica d.d., Agrokor trgovina d.o.o., Belje d.d., Dijamant a.d., Pik Vrbovec – mesna industrija d.d., Frikom d.o.o., Zvijezda d.d., Roto Dinamic d.o.o., Ledo d.d., Vupik d.d., Pik-Vinkovci d.d., Velpro BH d.o.o., Sarajevski Kiseljak d.d., Ledo d.o.o. Čitluk.

Dugovanje proširene grupe po mjenicama iznosilo je 7,36 milijardi kuna i uključuje 92 milijuna kuna mjenica neprikazanih u bruto bilanci, koja nije uključena u ukupne obveze proširene grupe. Vanjske komercijalne mjenice su zaključno s 31. ožujka iznosile 1,39 milijardi kuna, vanjske financijske mjenice 1,76 milijardi kuna, dok su interne mjenice iznosile 4,21 milijardu kuna. Proširena grupa prvenstveno primjenjuje režim vanjskih mjenica s regresnim pravom dobavljača, a interne mjenice korištene su za potrebe financiranja obrtnog kapitala, navodi se u priopćenju.

Podaci pokazuju i da ukupne obveze prema dobavljačima iznose 6,24 milijardi kuna i uključuju gotovo 1,38 milijardi kuna osiguranog duga. Najveći dobavljač bio je TDR s gotovo 3 % obveza Agrokora prema dobavljačima. Iz Agrokora navode kako je 65 milijuna od 80 milijuna eura kredita s prednosti namirenja uzetog 13. travnja iskorišteno za djelomičnu isplatu zajmova dobavljača. Taj kredit dobiven je u travnju 2017. i nije prikazan u sažetku dugovanja, a iskorišten je za financiranje obrtnog kapitala.

Iznos od 1,5 milijardi kuna koji se vodi pod stavkom ostali zajmovi predstavlja ostale obveze primarno povezane s pred-uplatama lokalnim partnerima te prema zaposlenicima od kojih se većina odnosi na otpremnine i mirovine kao i poreznu obvezu. Iz Agrokora ističu da ova potraživanja nisu osigurana. Rezervacije, odgođena porezna obveza i ostalo doseže 435 milijuna kuna. Kako navode iz Agrokora, te obveze kao i ostali zajmovi ne prikazuju dugovanje cjelokupne proširene grupe nego samo najvećih, već navedenih 19 društava.

Navedeni podaci, napominju iz Agrokora, nisu revidirani, a izvedeni su iz internih izvještaja upravljačkog računovodstva te podliježu reviziji u postupku izvanredne uprave u skladu s pravnim okvirom te ni na koji način ne predstavljaju priznanje ili prihvaćanje bilo kakvih zahtjeva u postupku prijave tražbina. Podsjećaju da su krajem travnja objavili da je u preliminarnim provjerama identificirana mogućnost postojanja potencijalnih nepravilnosti u financijskim izvještajima kompanija. Agrokor d.d., u uskoj suradnji sa svojim savjetnicima, je nadalje identificirao mogućnost postojanja potencijalnih nepravilnosti u svojim konsolidiranom financijskim izvještajima. Ove provjere i dalje su u tijeku. Slijedom toga, Agrokor d.d. poziva dionike da se ne pouzdaju u njegova postojeća konsolidirana financijska izvješća sve do okončanja provjera u cijelosti, a sukladno rezultatima i razjašnjenja cjelokupne situacije

Upravo iz tog razloga, Agrokor može revidirati konsolidirane podatke o zaduženosti proširene grupe, kao rezultat daljnjih provjera njegove zaduženosti kao i ostalih financijskih pokazatelja sa čijom analizom će se nastaviti. Agrokor i u objavi upućenoj Irskoj burzi upozorava vjerovnike na činjenicu da zbog moratorija određenog sukladno Zakonu o izvanrednoj upravi, izrijeком nije dopušteno poduzimanje bilo kakvih ovršnih radnji, pokretanje sudskih postupaka, korištenje pravnih lijekova i poduzimanje drugih sličnih radnji protiv koncerna tijekom trajanja postupka izvanredne uprave. (Internet izvor: <http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/agrokor-objavio-koliko-i-kome-sve-duguje-ukupne-obveze-prema-bankama-i-dobavljacima-iznose-404-milijardi-kuna/6043974/>).

Jutarnji list je 26. srpnja također objavio članak u kojem navodi da bi gubitak Agrokora u prošloj godini, prema prvim neslužbenim procjenama dobro upućenih krugova mogao iznositi od 12 do 15 milijardi kuna, a konačni službeni rezultati revizije poslovanja koncerna koju radi revizorska tvrtka Price Waterhouse Coopers (PWC) bit će poznati u rujnu ove godine. Jutarnji, između ostalog, navodi da je Agrokor u 2015. Službeno prijavio dobit od

1,2 milijarde kuna, a ako je u 2016. gubitak bio na razini reda veličine od desetak milijardi kuna, čini se logičnim da je i prethodnih godina bilo značajnih šminkanja poslovne bilance. (Internet izvor: <http://www.jutarnji.hr/vijesti/hrvatska/otkrivamo-prve-procjene-revizije-poslovanja-posrnulog-koncerna-doznali-smo-koliki-je-gubitak-agrokor-ima-lani-iznos-je-enorman/6402833/>).

Na temelju podataka iz financijskih izvještaja izračunate su vrijednosti Z-score i BEX indeksa za razdoblje od 2009. do 2016. U tablici 10 su prikazani rezultati izračuna za koncern Agrokor.

**Tablica 10: BEX indeks i Z-score poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**

Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>BEX</b>	3,078	3,289	3,298	4,351	6,689	4,923	7,032	-
<b>Z-score</b>	1,404	1,323	1,310	1,224	1,158	0,853	1,115	-

Izvor: Izrada autora

BEX indeks u promatranom razdoblju ne pada ispod 3, dok je u zadnje četiri godine ovaj pokazatelj iznad 4, što bi značilo da poduzeće izrazito dobro posluje. Zanimljiv pokazatelj je BEX indeks za 2014. koji je 4,93 iako je poduzeće u toj godini ostvarilo neto gubitak u iznosu 225,5 mil. kn. Pokazatelj je izrazito visok i u 2015. kada je poduzeće ostvarilo neto dobit u iznosu od 1,6 mlrd. kn. Ovako visoke vrijednosti su zbog izračuna pokazatelja stvaranja vrijednosti -  $ex_2$ , koji u brojniku sadrži neto poslovnu dobit odnosno razliku poslovnih prihoda i rashoda, koja u 2014. iznosi 2 mlrd. kn, a u 2015. 2,6 mlrd. kn. Navedeno pokazuje da BEX indeks nije predvidio krizu u poslovanju, već naprotiv, pokazuje da poduzeće izvrsno posluje.

Agrokor ima 360.246 redovnih dionica po nominalnoj cijeni od 500,00 kn, koje nisu uvrštene na uređeno tržište Zagrebačke burze (Internet izvor: <http://www.agrokor.hr/hr/osnovni-podaci/>). S obzirom na to, za razliku od drugih poduzeća čije dionice kotiraju na Zagrebačkoj burzi, za izračun indeksa korištena je revidirana formula za izračun Z-score:

$$Z' = 0,717 X_1 + 0,847 X_2 + 3,107 X_3 + 0,420 X_4' + 0,998 X_5.$$

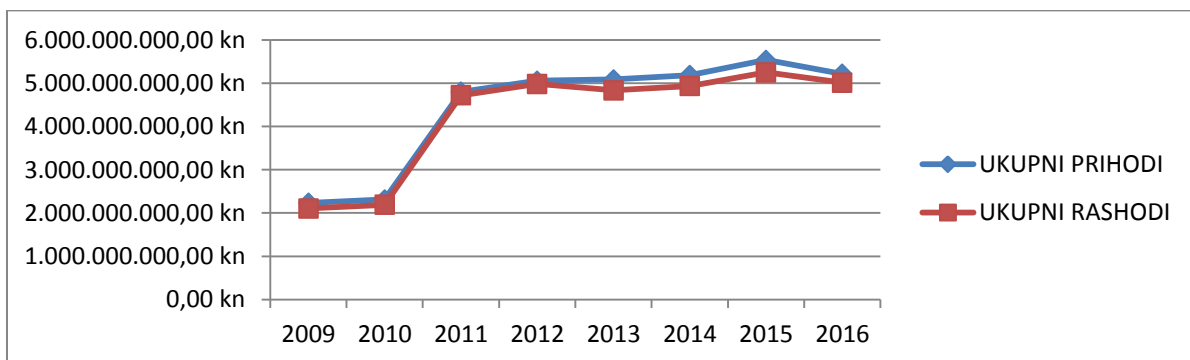
Za razliku od BEX indeksa, Z-score je predvidio krizu Agrokora jer je u zadnje tri promatrane godine ispod 1,23, što ukazuje na to da poduzeću prijete bankrot. U prve četiri godine pokazatelj je u području „sive zone“ što znači da su već tada bile potrebne promjene u poslovanju.

### Atlantic grupa d.d.

Atlantic Grupa d.d. vodeći je europski proizvođač sportske hrane pod brandom Multipower, najveći je regionalni proizvođač vitaminskih instant napitaka i dodataka prehrani pod brandovima Cedevita i Dietpharm, značajan je proizvođač proizvoda za osobnu njegu, kao i vodeći distributer robe široke potrošnje u jugoistočnoj Europi te vodeći privatni lanac ljekarni pod brandom Farmacia.

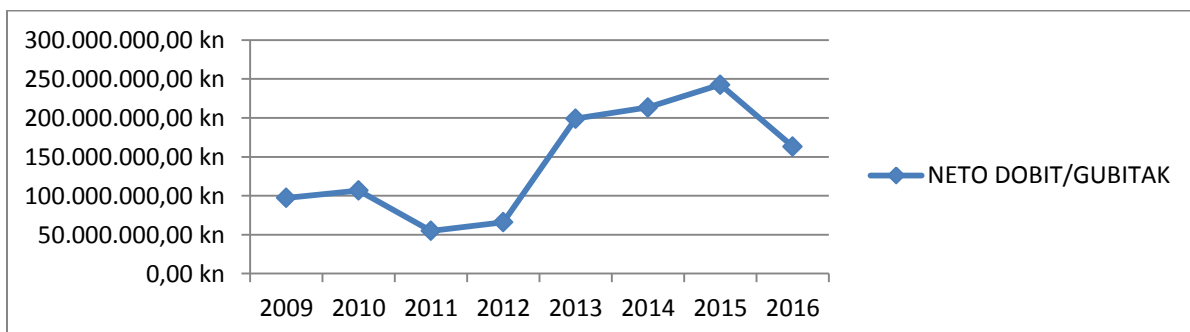
Slijede grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 4: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**



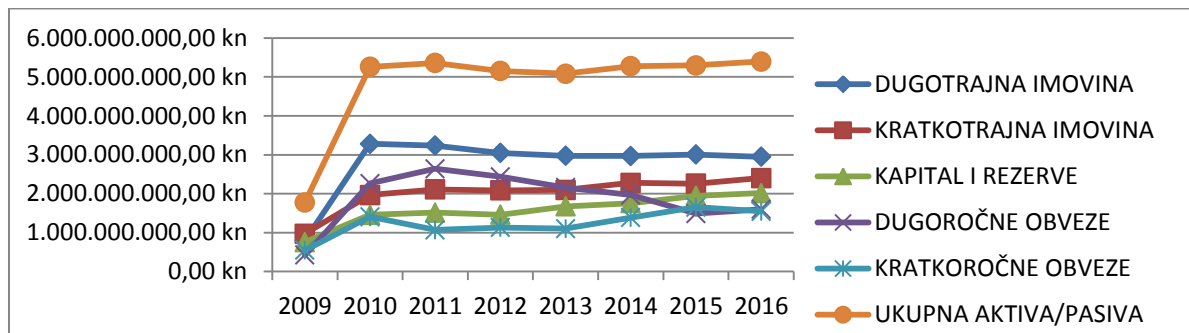
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 5: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 6: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Analizom financijskih izvještaja u promatranom razdoblju vidljivo je da su prihodi poduzeća su u konstantnom porastu tijekom cjelokupnog promatranog razdoblja te poduzeće kontinuirano ostvaruje neto dobit. Ukupna imovina te kapital i rezerve također imaju trend rasta u promatranom razdoblju, dok su ukupne obveze relativno konstantne visine.

Uprava navodi da je poduzimala sve potrebne mjere kako bi podržala održivost i rast poslovanja poduzeća u vrijeme globalne krize likvidnosti koja je započela sredinom 2007. (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/ATGR-fin2009-1Y-REV-K-HR.pdf>). Od važnih poslovnih događaja u 2015. ističe se reorganizacija distribucijskog poslovanja uz osnivanje distribucijskih kompanija na tržištima Njemačke i Austrije, što pokazuje izniman fokus na daljnju internacionalizaciju. U 2016. nastavlja se fokus na internacionalizaciju i rast na postojećim tržištima, a posebnu pozornost poduzeće i dalje posvećuje održavanju likvidnosti te upravljanju financijskim obvezama i rizicima. Atlantic Grupa je prema posljednjem istraživanju Euromoney-ja proglašena ukupno najbolje vođenom kompanijom u Hrvatskoj te najbolje vođenom kompanijom u sektoru hrane i pića u središnjoj i istočnoj Europi. Nastavljajući razvijati poslovanje u regiji, budući razvoj okrenut je prema razvijenim zapadnim tržištima, gdje najveći potencijal imaju brendovi Argeta, Bakina tajna, DonatMg, Cedevita i Multipower (Internet izvor: <http://www.atlantic.hr/hr/novosti/investitori/znacajan-rast-prihoda-i-neto-dobiti/>).

Poslovanje u 2016. godini obilježeno je rastom prihoda od vlastitih brendova u svim poslovnim područjima osim sportske prehrane, kao i osvajanjem novih distribucijskih ugovora. Atlantic grupa je 2016. završila u skladu sa svojim poslovnim planovima, te je već devetu godinu za redom ostvarila javno najavljena očekivanja. Početkom ožujka 2016. došlo



je do prekida suradnje s najvećim kupcem privatnih robnih marki, što je izazvalo značajan pad prihoda (ukupni prihodi u 2016. bilježe pad u odnosu na 2015.). Raskid suradnje s najvećim kupcem u segmentu privatnih robnih marki nije bilo moguće nadoknaditi, ali su prihodi od prodaje vlastitih brendova rasli u gotovo svim strateškim poslovnim područjima, uz rast tržišnih udjela u gotovom svim kategorijama. Na financijske rezultate 2016. godine, uz prethodno navedeno, značajno su utjecala ulaganja vezana uz širenje vlastitog distribucijskog poslovanja u Njemačku i Austriju, nastavak restrukturiranja u SPP Sportska i aktivna prehrana, nastavak gospodarske krize u Rusiji, te s njom vezana deprecijacija ruske rublje. Tijekom 2016. godine Atlantic Grupa je poduzela dva važna koraka u konsolidaciji svojih financijskih obveza - refinanciranje dugoročnih kredita te refinanciranje petogodišnje obveznice, kojima je osim povećane fleksibilnosti ostvarila i značajne uštede na kamatnim troškovima. S Europskom bankom za obnovu i razvoj (EBRD) i Međunarodnom financijskom korporacijom (IFC), Atlantic Grupa je dogovorila izmjenu uvjeta kreditiranja kreditnog paketa u iznosu 191,5 milijuna eura, kojima su definirani povoljniji financijski uvjeti te je produljena ročnost kreditiranja za dvije godine, do 2021. (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/ATGR-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Atlantic Grupa kontinuirano upravlja financijskim i poslovnim rizicima, pravovremeno ispunjava svoje obveze i vodi brigu o dugoročnoj financijskoj stabilnosti poduzeća. I dalje je aktivan sudionik na dioničkom tržištu te se dionica Atlantic Grupe nalazi na devetom mjestu gledano prema ukupnom prometu dionica na Zagrebačkoj burzi, što može zahvaliti transparentnom sustavu korporativnog upravljanja, odličnim poslovnim rezultatima i stabilnoj vlasničkoj strukturi. Kodeksom korporativnog upravljanja definirane su procedure za rad Nadzornog odbora, Uprave i drugih organa i struktura nadležnih za odlučivanje, osiguravajući tako izbjegavanje sukoba interesa, efikasan unutarnji nadzor i učinkoviti sustav odgovornosti.

Vrijednosti Z-score i BEX indeksa, za poduzeće Atlantic grupa d.d., su prikazane u tablici 11.

**Tablica 11: BEX indeks i Z-score poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**

Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>BEX</b>	2,740	1,435	2,793	3,515	3,963	4,679	4,443	5,941
<b>Z-score</b>	3,056	1,185	1,704	1,867	2,069	2,171	2,204	2,145

Izvor: Izrada autora

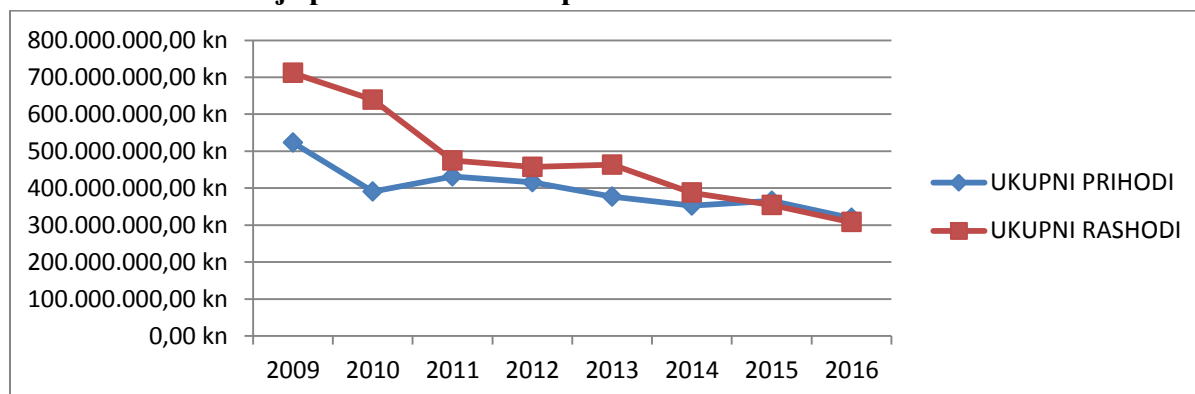
Vrijednost BEX modela potkrepljuje podatke iz grafova te je ovaj pokazatelj u svim godinama vidno veći od 1, a od 2012. pa nadalje odražava iznimno dobro poslovanje poduzeća. Z-score je u prvoj godini iznad 3, što označava dobro financijsko zdravlje poduzeća, dok je u narednim godinama taj pokazatelj ispod 3 odnosno u „sivoj zoni“, što ukazuje na moguće probleme u poslovanju.

### **Badel 1862 d.d.**

Badel 1862 d.d. je osnovan za proizvodnju vina i alkoholnih pića. Osnovne djelatnosti su proizvodnja i prodaja jakih alkoholnih pića i vina, bezalkoholnih napitaka i vode. Poduzeće je tijekom 2009. prošlo kroz izrazito snažnu poslovnu krizu. U razdoblju od 2003. do 2008. investirana su značajna sredstva u razvoj poslovanja, naročito u dijelu razvoja bezalkoholnog programa odnosno vode i sokova. Te su investicije uvjetovale visoki nivo zaduženosti, a zbog cijelog niza subjektivnih i objektivnih razloga nisu donijele očekivani povrat. Sve to još je više eskaliralo zbog same gospodarske krize i pada tržišta (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/BD62-fin2009-1Y-REV-K-HR.pdf>).

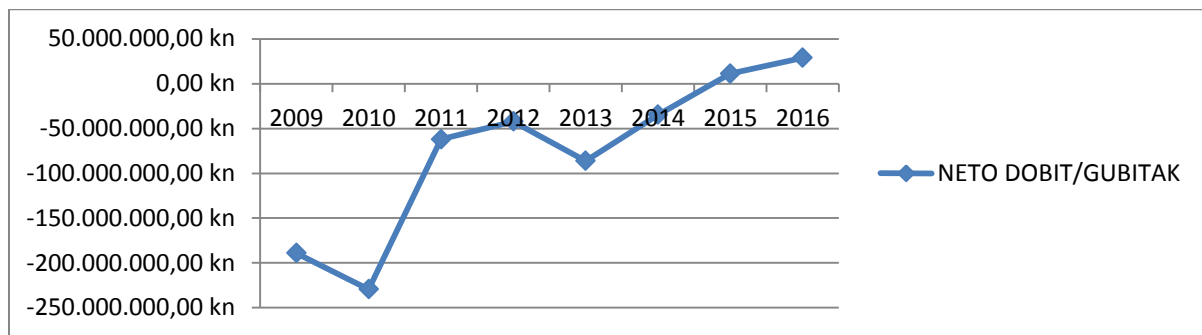
U nastavku prikazani su grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 7: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**



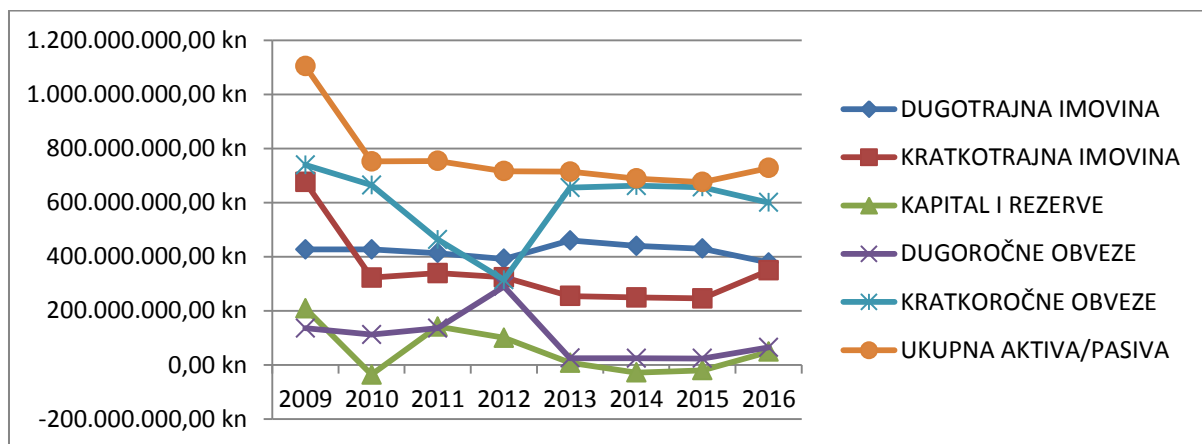
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 8: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 9: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Tijekom cijelog promatranog razdoblja može se primijetiti trend pada ukupnih prihoda. Padaju i rashodi slično kao i prihodi te se lako može zaključiti da se opseg poslovanja poduzeća Badel 1862 d.d. smanjuje iz godine u godinu. Gotovo u cijelom promatranom razdoblju kratkoročne obveze su znatno veće od kratkotrajne imovine, što ukazuje na problem likvidnosti. Također, kapital i rezerve iskazani su u negativnom iznosu u 2010., 2014. i 2015. Sve do 2014. poduzeće posluje s gubitkom, a od tada ostvaruje dobit koja je u konstantnom porastu.

Zbog poteškoća u poslovanju, u travnju 2013. nad poduzećem je pokrenut postupak predstečajne nagodbe. Međutim postupak je prekinut od srpnja 2013. do studenog 2016. radi utvrđivanja osobne odgovornosti bivših članova uprave zbog zlouporabe položaja. Navedeno nije utjecalo na poslovanje poduzeća, koje je nastavilo poslovati unutar okvira propisanih zakonom. Poslovanje se odvijalo u stabilnim uvjetima zbog provođenja mjera operativnog

restrukturiranja. Poduzeće je i dalje poslovalo uz značajna ograničenja, ponajprije u financijskoj sferi, s obzirom da je još uvijek formalno-pravno u postupku predstečajne nagodbe. Ukupni prihodi u 2016. značajno su manji odnosu na 2015. zbog prestanka proizvodnje neprofitabilne divizije bezalkoholnih pića, čime se poduzeće odreklo ukupnog godišnjeg prihoda u iznosu 60.000.000 kn.

Unatoč navedenim okolnostima, poduzeće je nastavilo dobar trend pokrenut u 2014. i uspjelo je nadoknaditi dio prihoda od prodaje širenjem distribucijskog asortimana. U svibnju 2016. odabran je potencijalni investitor kako bi se održao nastavak poslovanja i dokapitalizacija poduzeća, a u studenom 2016. nastavljen je postupak predstečajne nagodbe koja je u 2017. još u tijeku (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/BD62-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>). U financijskim izvještajima za 2016. iskazana je neto dobit u iznosu 28.791.914,00 kn iz čega je vidljivo je da je operativno poslovanje potpuno stabilizirano u financijskom, proizvodnom i tržišnom segmentu (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/BD62-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Međutim, potrebno je ukazati da je kratkoročna imovina u svim godinama, osim u 2012., manja od kratkoročnih obveza što znači da poduzeće nije likvidno te da ne može uredno podmirivati svoje kratkoročne obveze.

U tablici 12 su prikazani rezultati Z-score i BEX indeksa za poduzeće Badel 1862 d.d.

**Tablica 12: BEX indeks i Z-score poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**

<b>Godina</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>BEX</b>	-3,846	26,121	1,040	-0,058	-83,141	13,862	-18,683	8,070
<b>Z-score</b>	0,192	-0,605	0,113	0,166	-0,959	-1,102	-0,944	-0,682

Izvor: Izrada autora

BEX indeks u 2010. je izrazito visok i trebao bi ukazivati na izrazito uspješno poslovanje. Međutim, ne radi o uspješnom poslovanju već naprotiv, o izrazito kriznoj situaciji za poduzeće jer je iskazan neto gubitak u iznosu 229.339.242 kn, kratkoročne obveze su dvostruko veće od kratkoročne imovine, a obveze su veće od ukupne imovine te su kapital i rezerve iskazane u negativnom iznosu (- 35.545.618 kn). Slična situacija je iskazana i u 2014. za koju BEX indeks iznosi 13,86. Tada su kapital i rezerve iskazane u iznosu -19.875.851 kn,

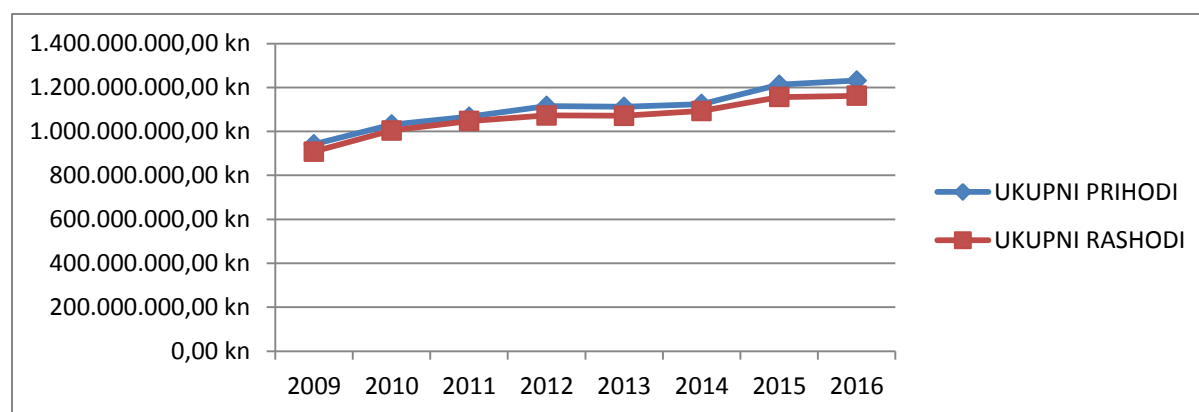
a poduzeće ostvarilo neto gubitak u iznosu 34.679.588 kn. U izračunu BEX indeksa za pokazatelj  $ex_2$  u brojniku je neto poslovna dobit a u nazivniku kapital i rezerve i kad su oba broja negativna dobije se pozitivni rezultat koji (neopravdano) uvećava BEX indeks. U 2016. je BEX indeks izrazito visok zbog visokog iznosa neto dobiti. Općenito za ovo poduzeće, izuzev navedenog problema u izračunu BEX indeksa, oba pokazatelja u tablici upućuju na izrazito kriznu situaciju u poduzeću koja zahtijeva velike promjene da bi poduzeće nastavilo poslovati. Z-score je u svim promatranim godinama ispod 1,8 što bi trebalo značiti skor bankrot poduzeća.

### Čakovečki mlinovi d.d.

Poduzeće Čakovečki mlinovi d.d. je registrirano za djelatnost proizvodnje mlinskih proizvoda. Jedna je od vodećih hrvatskih prehrambenih kompanija koja djeluje još od 1893. godine, a najznačajnije djelatnosti su mlinarstvo, pekarstvo i proizvodnja bučina ulja. Strateška smjernica cjelokupnog poslovanja je vrhunska kvaliteta proizvoda i kontinuirano ulaganje u najsuvremenije tehnologije u prehrambenoj industriji (Internet izvor: <http://www.cak-mlinovi.hr/>).

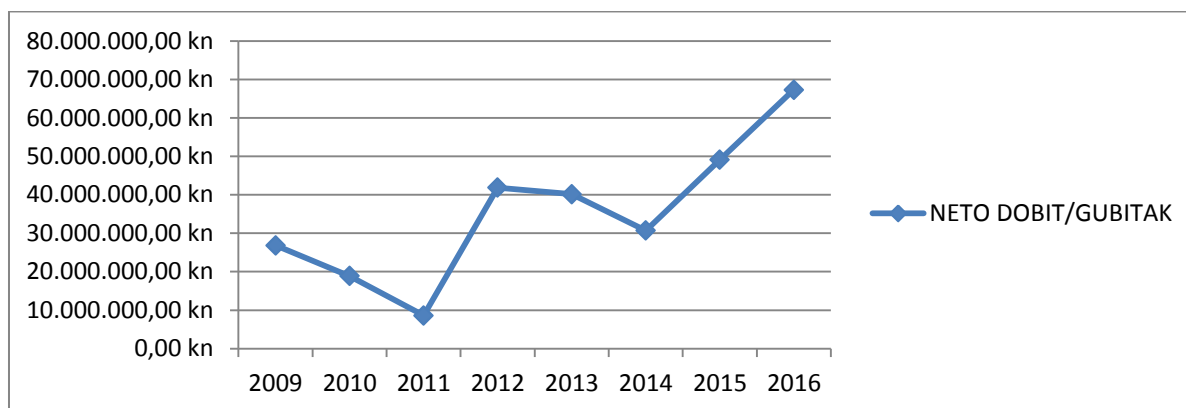
U nastavku su prikazani grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 10: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**



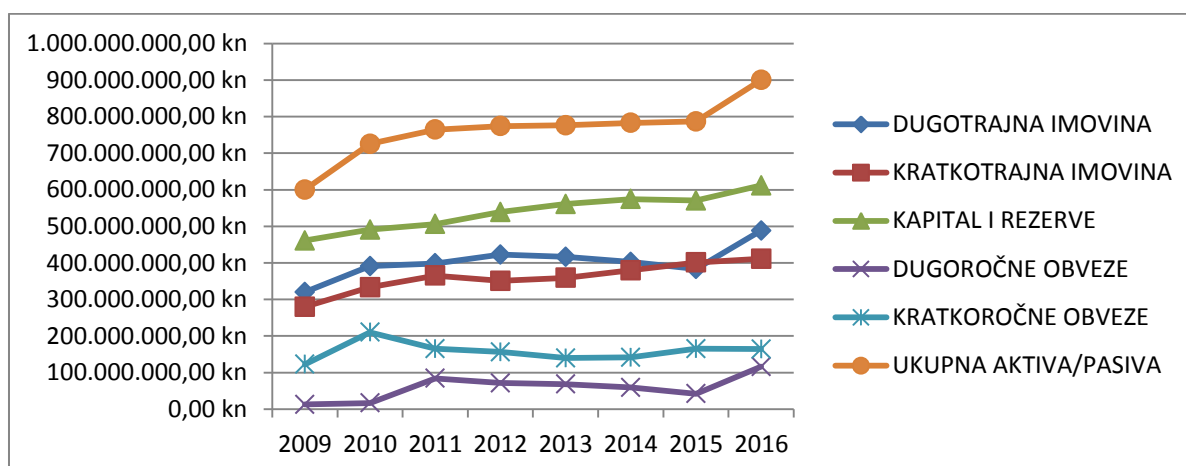
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 11: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 12: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Poduzeće u svim godinama iskazuje dobit, s tim da dobit u 2010. i 2011. ima tendenciju pada, a uzrok tome je uglavnom nagli porast cijena žitarica. Kroz promatrano razdoblje prihodi i rashodi imaju tendenciju blagog rasta. Također, imovina i kapital su u blagom porastu u promatranom razdoblju.

Jedna od najturbulentnijih godina u poslovanju poduzeća bila je 2009. Obilovala je vrlo ozbiljnim teškoćama, međutim, poduzeće je sve prepreke uspješno prebrodilo i završilo poslovanje 2009. s dobrim rezultatima. Odlukom države o zabrani rada trgovina nedjeljom, poduzeće punih pet mjeseci nedjeljom nije smjelo držati svoje prodavaonice otvorene.

Istovremeno je konkurencija koja se više okrenula prodaji u tzv. specijaliziranim prodavaonicama, bez ikakvih problema nedjeljom normalno opskrbljivala svoje potrošače.

Opseg provedenih ulaganja je u cijelom trgovačkom dijelu poduzeća doveo do znatnog povećanja obujma prometa i profitabilnosti trgovina. Ispravnom se pokazala politika poduzeća da vlastitim prodajnim prostorima osigura plasman svojih proizvoda. Također, kao jedan od osnovnih preduvjeta u provođenju zacrtanih ciljeva je kontinuirano održavanje financijske stabilnosti čime je omogućena redovna nabava sirovina, redovna isplata plaća djelatnicima, dividendi dioničarima, kao i ulaganja u novu opremu i održavanje postojeće. Osnovni cilj i strategija daljnjeg razvoja ide u smjeru što većeg približavanja krajnjem potrošaču prilagođavanjem asortimana proizvoda željama i potrebama potrošača (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/BD62-fin2009-1Y-REV-K-HR.pdf>).

2014. godinu obilježili su otežani uvjeti poslovanja izazvani recesijom, a praćeni smanjenom kupovnom moći stanovništva, te neizvjesnošću naplate potraživanja. Bez obzira na to, svi navedeni pokazatelji upućuju na dobro poslovanje poduzeća koje je uspjelo očuvati svoju poslovnu stabilnost i realizirati rezultate u skladu s planiranima (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/BD62-fin2014-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Krajem 2015., odobrena je značajna potpora iz sredstava EAFRD iz Programa ruralnog razvoja za razdoblje 2014. – 2020. (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/BD62-fin2015-1Y-REV-K-HR.pdf>). Potpora je odobrena u iznosu od 22.934.400,00 kn. Sredstva se osiguravaju iz proračuna Europske unije i državnog proračuna Republike Hrvatske, od čega Europska unija sudjeluje s 85 % udjela (19.494.240,00 HRK), a Republika Hrvatska s 15% udjela (3.440.160,00 HRK). Predmet ovoga projekta je modernizacija (rekonstrukcija i nabava mlinske opreme) mlinskog postrojenja Čakovečkih mlinova u Čakovcu te nabava električnih viličara za transport sirovine i gotovih proizvoda u krugu objekta (Internet izvor: <http://www.cak-mlinovi.hr/sufinancirano/>).

Rezultati izračunatih vrijednosti Z-score i BEX indeksa za poduzeće Čakovečki mlinovi d.d. prikazani su u tablici 13.

**Tablica 13: BEX indeks i Z-score poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**

Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>BEX</b>	1,409	0,946	0,986	1,466	1,530	1,286	2,452	4,407
<b>Z-score</b>	3,772	3,226	3,161	3,282	3,399	3,718	4,156	3,882

Izvor: Izrada autora

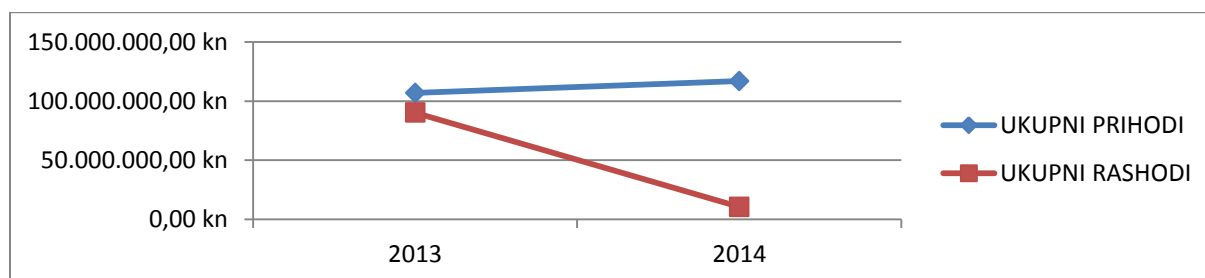
U 2010. i 2011. zabilježene su najmanje vrijednosti BEX indeksa i Z-score, gdje je BEX indeks ispod 1, što upućuje na to da su u poslovanju potrebne promjene. U ostalim promatranim godinama vrijednost ovog pokazatelja je iznad 1, što govori da poduzeće posluje dobro. Z-score je u svim promatranim godinama iznad 3, te se poduzeće može okarakterizirati kao financijski zdravo poduzeće. Poduzeće širi svoje poslovanje te se po svim analiziranim podacima iz bilance i računa dobiti i gubitka može zaključiti da su prethodno navedene strategije ovog poduzeća bile uspješne. Poduzeću rastu prihodi, ukupna aktiva te kapital i rezerve iz godine u godinu, te se pritom ostvaruje zadovoljavajuća razina neto dobiti.

#### **Magma d.d.**

Poduzeće se sve do 2008. uspješno širilo na stotine trgovina u tri lanca: Turbo limač, Turbo sport i Magma moda. Ukupni prihodi su tada dosegli gotovo milijardu kuna. Tada poduzeće pogađa svjetska ekonomska kriza te je nekadašnji gigant dospio pred stečaj. Cijena dionice pala je s nekadašnjih 315 kn na samo 1,2 kn. Počela su otpuštanja zaposlenih. Poduzeće je pokušalo prevladati krizu dokapitalizacijom i sklapanjem strateških partnerstva (prodan je većinski dio vlasništva Turbo limača) (Internet izvor: <https://www.vecernji.hr/enciklopedija/goranko-fizulic-18219>).

S obzirom da poduzeće ima javno objavljene konsolidirane financijske izvještaje samo za 2013. i 2014., prikaz podataka u grafikonima obuhvaća samo te dvije godine.

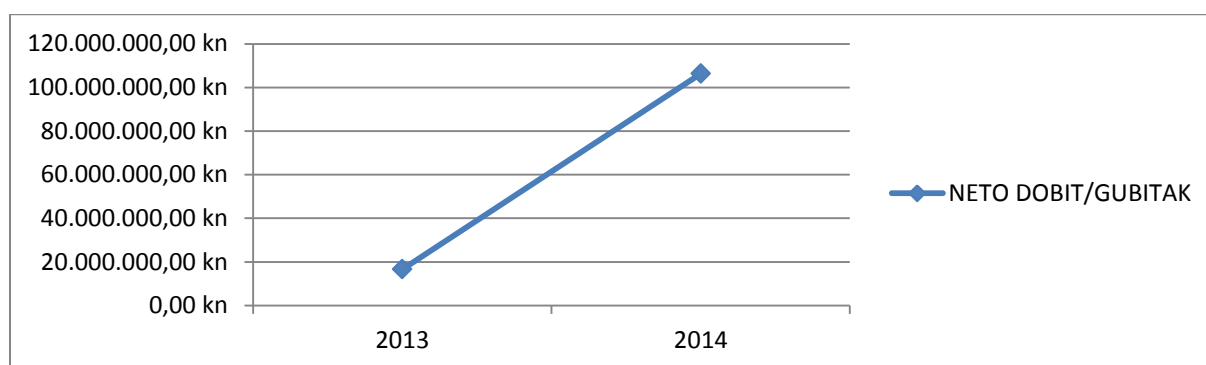
**Grafikon 13: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Magma d.d. od 2013. do 2014.**



Izvor: Izrada autora

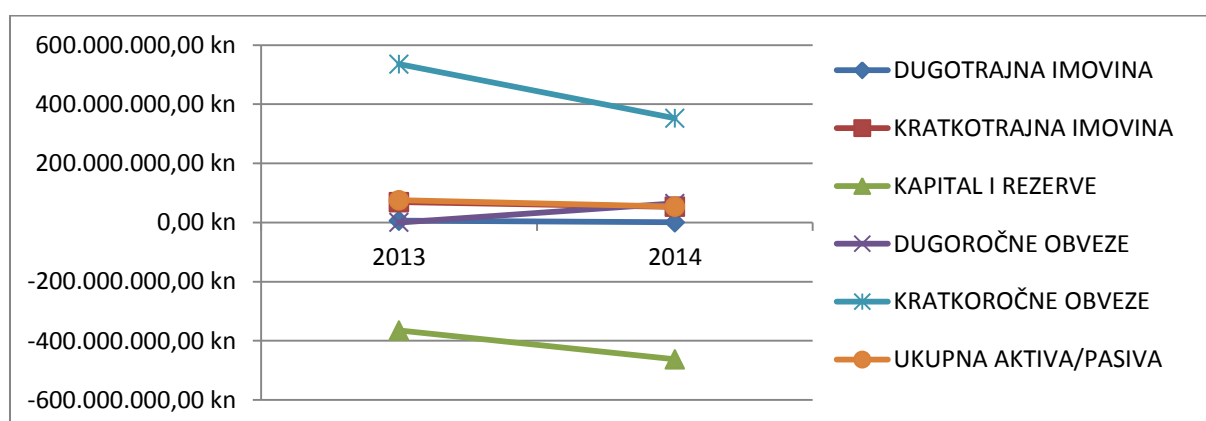


**Grafikon 14: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Magma d.d. od 2013. do 2014.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 15: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Magma d.d. od 2013. do 2014.**



Izvor: Izrada autora

Iz grafikona je vidljivo da su ukupni prihodi u 2014. u odnosu na 2013. veći za 10 milijuna kuna, dok su ukupni rashodi manji za gotovo 80 milijuna kuna. Do navedenog je došlo zbog smanjene poslovne aktivnosti te iskazanih prihoda od otpisa obveza. Istovremeno, dugotrajna imovina smanjena je za 6 milijuna kuna. Kratkoročne obveze u obje promatrane godine višestruko su veće od kratkotrajne imovine zbog čega je poduzeće u ozbiljnim problemima da podmiruje svoje tekuće obveze. Također, u obje godine su kapital i rezerve iskazani u negativnom iznosu, zbog prenesenih gubitaka u prethodnim godinama.

Zbog problema u poslovanju, poduzeće je izradilo Plan restrukturiranja, koji je prihvaćen u lipnju 2013., a u siječnju 2014. je sklopljena predstečajna nagodba. Krajem 2014. trebala je biti izvršena dokapitalizacija, odnosno u temeljni kapital unesena potraživanja vjerovnika koja su utvrđena u postupku predstečajne nagodbe, a Ministarstvo financija se obvezalo otpisati potraživanja u iznosu 50.103.266,00 kn.

Međutim, zbog brojnih žalbi, predstečajna nagodba nije provedena u 2014. te su obveze prema Ministarstvu financija iskazane u konsolidiranoj Bilanci na kraju 2014. Predstečajna nagodba je provedena tek krajem 2016., kada je iskazana dobit (koja nije rezultat poslovanja) i kada je temeljni kapital povećan s 67.748.710,00 kn na 299.922.880,00 kn. Također, otpisom obveza prema Ministarstvu financija, smanjen je i preneseni gubitak. Od sklapanja predstečajne nagodbe 2014. do provedbe nagodbe 2016., žiro račun tvrtke je u blokadi te nije postojala mogućnost za normalno poslovanje (Internet izvor: <http://www.poslovni.hr/hrvatska/fizulic-u-paklu-predstecaja-za-vrat-mu-sjeo-i-dorh-308169>). Kako je žiro račun u blokadi neprekidno dulje od 180 dana, Fina je u lipnju 2016. podnijela prijedlog za otvaranje stečajnog postupka nad Magmom.

S obzirom da poduzeće ima javno objavljene konsolidirane financijske izvještaje samo za 2013. i 2014., izračuni BEX indeksa i Z-score su napravljeni samo za te dvije godine, a prikazani su u tablici 14.

**Tablica 14: BEX indeks i Z-score poduzeća Magma d.d. od 2009. do 2016.**

<b>Godina</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>BEX</b>	-	-	-	-	-1,173	-3,563	-	-
<b>Z-score</b>	-	-	-	-	-19,711	-17,593	-	-

Izvor: Izrada autora

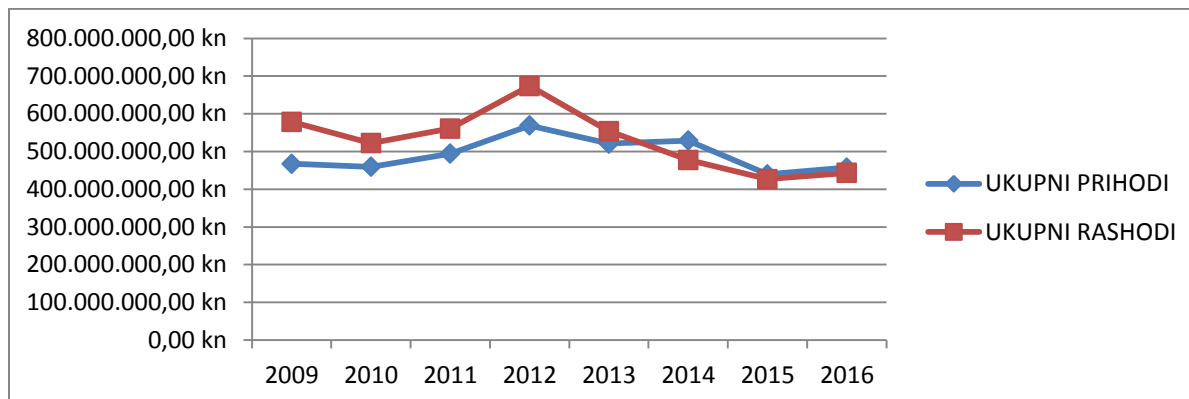
Oba pokazatelja su sa negativnim predznakom za obje godine što znači izrazito nepovoljno poslovanje poduzeća i gotovo siguran bankrot. Izrazito niska vrijednost Z-score je rezultat visokih prenesenih gubitaka, koji su preko deset puta viši od iznosa ukupne aktive poduzeća u navedenim godinama, što pokazatelj  $X_2$  čini neuobičajeno niskim.

#### **Optima telekom d.d.**

Osnovna djelatnost OT – Optima Telekom d.d. je pružanje telekomunikacijskih usluga privatnim i poslovnim korisnicima na hrvatskom tržištu. Poduzeće svojim poslovnim korisnicima nudi usluge izravnog pristupa i internetske usluge, kao i usluge glasovne telekomunikacije putem vlastite mreže i/ili prenesenih ranije odabranih usluga. Prvi je i najveći alternativni pružatelj usluga fiksne telefonije u Republici Hrvatskoj i drugi fiksni telekomunikacijski operator na hrvatskom tržištu.

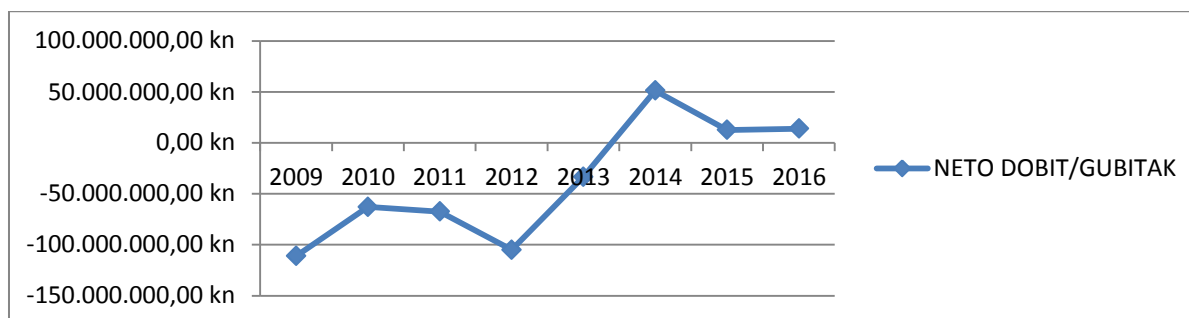
Slijede grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 16: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**



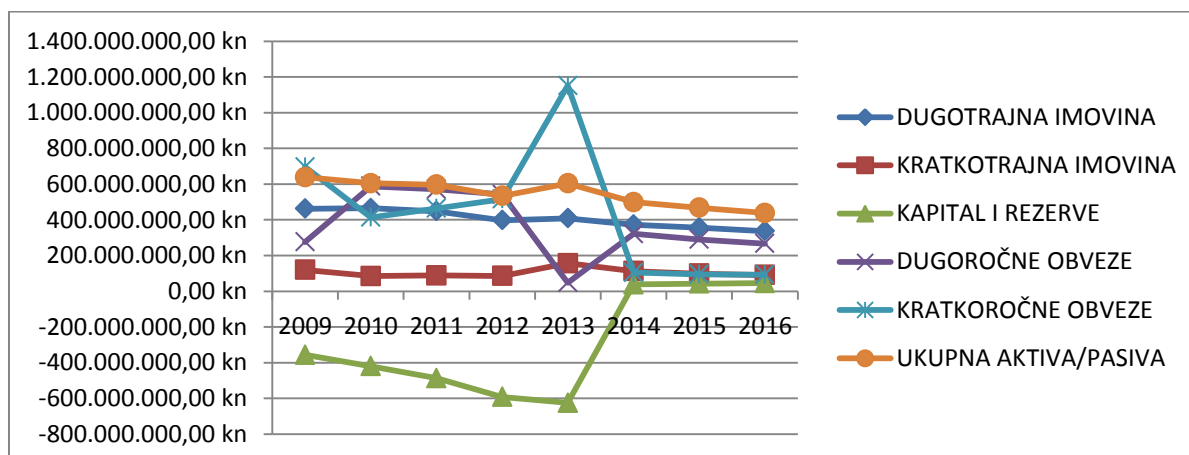
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 17: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 18: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Poduzeće do 2014. posluje s gubitkom, a nakon toga ostvaruje dobit. Od 2010. do 2012. ukupni prihodi i rashodi lagano rastu, a nakon toga su u padu. Kratkoročne obveze najvišu razinu dosežu u 2013., a u toj godini su kapital i rezerve na najnižoj razini. Od 2014. (kada je zaključena predstečajna nagodba), pa nadalje, kratkoročne obveze se znatno smanjuju, a kapital i rezerve su pozitivni.

Strateško opredjeljenje poduzeća bilo je kontinuirano ulaganje u kvalitetu infrastrukture na način da nastoji doći vlastitom infrastrukturom do svakog korisnika. Međutim, već u 2009. ekonomska kriza je utjecala na poslovanje te unatoč rastu prihoda, poduzeće kontinuirano ostvaruje negativne neto rezultate, prezađuzeno je, nelikvidno i nesolventno (glavnina imovine poduzeća je koncentrirana u telekomunikacijskoj opremi, koja je financirana putem kredita te je ista pod zalogom kreditora) (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/OPTE-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Stoga je u lipnju 2013. donesen plan restrukturiranja. Navedenim planom je utvrđeno da su uzroci lošeg poslovanja orijentiranje na pružanje veleprodajnih telekom usluga koje nose relativno niže marže u odnosu na direktno pružanje usluga korisnicima priključenim na vlastitu infrastrukturu. Nadalje, uslijed smanjenog investiranja nakon 2009., usporen je rast broja korisnika spojenih na vlastitu infrastrukturu. Također, razlog lošeg poslovanja je i kašnjenje u provođenju mjera operativnog restrukturiranja. Planom restrukturiranja, između ostalog, predviđeno je postojeći dug u iznosu od oko 1,1 milijarde kuna smanjiti na razinu od oko 415 milijuna kuna. Prema predloženom planu financijskog restrukturiranja vjerovnici bi konvertirali u kapital sve dospjele i zatezne kamate prema poduzeću koje na dan 11. travnja 2013. godine iznose oko 89 milijuna kuna (uključujući kupon obveznice). Ukupan iznos konverzije duga u kapital bi iznosio oko 545 milijuna kuna. Konverzija bi se provela izdavanjem novih dionica poduzeća po nominalnom iznosu od 10 kuna. Preostali dug Društva nakon konverzije bi se reprogramirao prema grupama vjerovnika (Internet izvor: <http://zse.hr/userdocsimages/novosti/KvhSIPuRz7Wn0byirmxaeQ==.pdf>).

U travnju 2014. zaključena je predstečajna nagodba. Na temelju nagodbe u 2014. provedena je dokapitalizacija, odnosno u temeljni kapital unesen je dio potraživanja vjerovnika koja su utvrđena u postupku predstečajne nagodbe. Temeljni je kapital time povećan s 28.200.700 kn na 563.788.270 kn. Nadalje, Zagrebačka banka je dio potraživanja iz kreditnih poslova koje su osigurane založnim pravom na pokretninama i pravima u ukupnom

iznosu od 110.000.000 kn, prenijela na Hrvatski Telekom d.d. (68.870.920 kn), koje je u svojstvu novog vjerovnika pretvorilo ta potraživanja u temeljni kapital poduzeća. Zbog toga je u 2014. dodatno temeljni kapital poduzeća povećan s 563.788.270 kn na 632.659.190 kn.

HT je preuzeo kontrolu nad Optimom prijenosom upravljačkih prava u skladu s ugovorom sa Zagrebačkom bankom d.d., najvećim dioničarom Optime. Kontrola HT-a nad Optimom ograničena je na četiri godine s početkom od 18. lipnja 2014. Dodatnim pretvaranjem potraživanja dijela vjerovnika predstečajne nagodbe u temeljni kapital, u 2015. je temeljni kapital povećan, s 632.659.190 kn na 635.568.080 kn. (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/OPTE-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Poduzeće provodi mjere utvrđene u Planu restrukturiranja i predstečajnoj nagodbi, primjenjuje kodeks korporativnog upravljanja, te od 2014. ostvaruje dobit.

U tablici 15. su prikazani rezultati Z-score i BEX indeksa za poduzeće Optima telekom d.d.

**Tablica 15: BEX indeks i Z-score poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**

Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>BEX</b>	0,875	-0,029	-0,402	0,480	-0,524	5,022	18,216	29,857
<b>Z-score</b>	-0,448	0,157	-1,291	-1,927	-2,894	-0,969	-1,073	-1,031

Izvor: Izrada autora

Zbog provedene predstečajne nagodbe kapital i rezerve prvi put su pozitivni u 2014., što čini BEX indeks nerealno visokim. Nadalje, padom ukupne aktive i ukupnih obveza BEX indeks dodatno raste, što ne odražava stvarno stanje u poduzeću. S druge strane, BEX model je do 2013. (razdoblje prije predstečajne nagodbe) dobro predvidio budućnost poduzeća te nije prelazio nikako preko 1, što upućuje na probleme u poslovanju. Z-score ni u jednoj od analiziranih godina ne prelazi 1,80, što znači da je ovo poduzeće, prema Altmanovom modelu, na putu u propast.

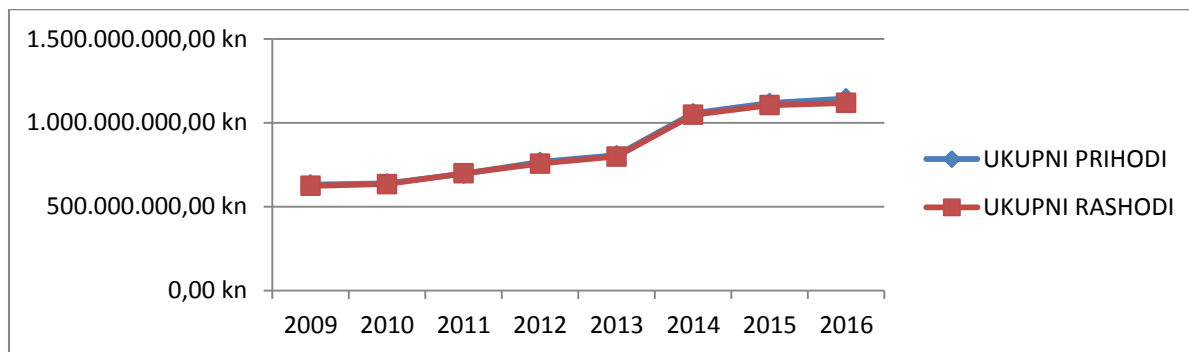
### **Saponia d.d.**

Saponia d.d. obavlja djelatnost proizvodnje sapuna i deterdženata, sredstava za čišćenje i poliranje. Proizvodi vrhunske brandove koji su postali sinonim za kvalitetu te su već

desetljećima neizostavni u mnogim kućanstvima, od kojih su poznatiji: Faks helizim, Nila, Bioaktiv, Arf, Vim, Lahor, Kalodont.

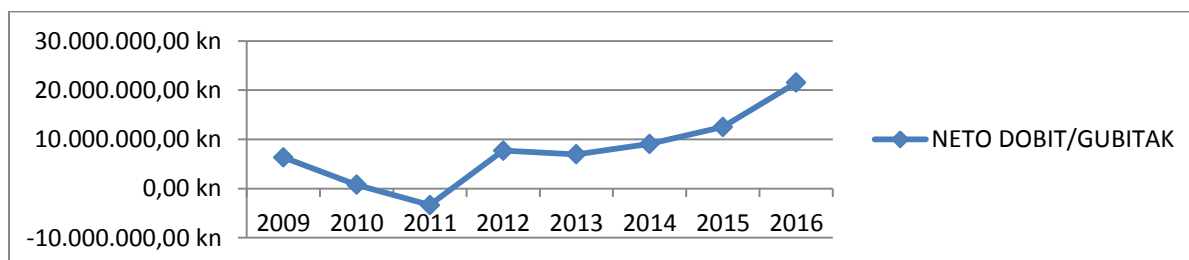
Sljede grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 19: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**



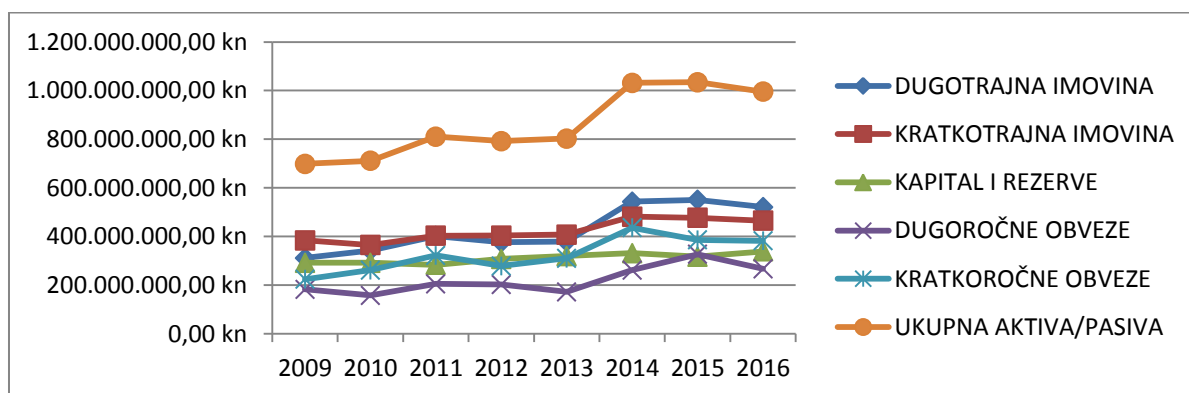
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 20: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 21: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Iz grafikona je vidljivo da poduzeće povećava svoj opseg poslovanja po relativno konstantnoj stopi, iz godine u godinu. Prihodi i ukupna aktiva rastu gotovo svake godine, kao i kapital i rezerve te ukupne obveze. 2011. je bila najteža godina ovog poduzeća u promatranom razdoblju i jedina u kojoj ne ostvaruje dobit, a poslije ove godine dobit značajno raste iz godine u godinu.

Hrvatsko gospodarstvo tijekom 2009. obilježava opća nelikvidnost realnog sektora, smanjena proizvodnja i pad prometa u trgovini na malo. Takvom poslovnom okruženju poduzeće Saponia d.d. je odgovorilo podizanjem kvalitete proizvoda, uvažavanjem potreba i želja kupaca, te suvremenim marketinškim pristupom poslovanju, zadržava stabilnost poslovanja i ostvaruje dobre poslovne rezultate. Uvažavajući otežane uvjete poslovanja na tržištima na kojima Saponia d.d. posluje postavljeni su ciljevi kojima će se povećati konkurentnost i osigurati kontinuitet uspješnog poslovanja. Poslovnim planom predviđen je nastavak racionalizacije troškova, rast prihoda od prodaje, povećanje proizvodnje, širenje tržišta, uvođenje tridesetak novih i inoviranih proizvoda, te nastavak provođenja politike kvalitete (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/SAPN-fin2009-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Poduzeće u svim godinama ostvaruje dobit, osim u 2011., (iskazan neto gubitak u iznosu 3.353.560 kn). Naime, u 2011. nastavila su se nepovoljna ekonomska kretanja, izražena kroz pad industrijske proizvodnje, nedostatak investicija, rast nezaposlenosti, pad osobne potrošnje te slabljenje konkurentnosti gospodarstva (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/SAPN-fin2011-1Y-REV-K-HR.pdf>). Unatoč tome, u narednim godinama, poduzeće primjenjuje strategiju razvoja i već provjereni poslovni model koji su osigurali stabilnost i uspješnost poslovanja u 2016. (ostvarena je neto dobit u iznosu 21.543.824 kn).

Promišljena poslovna strategija razvoja poduzeća počiva na originalnom hrvatskom proizvodu koji čvrsto drži svoju poziciju na tržištu uz pomoć diverzificiranih razvojnih, marketinških i prodajnih aktivnosti. Zbog toga je u poslovnom i društvenom okruženju Saponia prepoznata kao perspektivna grupacija okrenuta rastu, razvoju i poslovnoj izvrsnosti. Proizvodnja u svim djelatnostima bilježi trend rasta, a odgovorno upravljanje troškovima poslovanja, imovinom i ukupnim obvezama kao i restrukturiranjem jednog dijela poslovanja poduzeća u 2016., odrazilo se na kraju poslovne godine u pozitivnim financijskim učincima

stabilnosti i efikasnosti poslovanja. Poduzeće i nadalje planira nastavak kapitalnih ulaganja i inovativnih aktivnosti na razvoju novih i unaprjeđivanje postojećih proizvoda. U fokusu poduzeća je zadržavanje stabilne tržišne pozicije na domaćem tržištu i jači prodor na inozemna tržišta. Strategija razvoja poduzeća temelji se na tehnološkoj konkurentnosti i integriranom poslovnom sustavu koji doprinosi rastu i razvoju svih članica grupacije u moderne industrijske subjekte, ravnopravne sudionike i značajne lidere pripadajućih prerađivačkih industrija (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/SAPN-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Izračunate vrijednosti Z-score i BEX indeksa za poduzeće Saponia d.d. prikazane su u tablici 16.

**Tablica 16: BEX indeks i Z-score poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**

Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>BEX</b>	0,934	0,676	0,514	1,719	1,494	1,374	2,159	4,200
<b>Z-score</b>	1,394	1,239	1,087	1,339	1,428	1,229	1,357	1,465

Izvor: Izrada autora

BEX indeks i Z-score su u 2011. najniži jer je to bila jedina godina u kojoj nije ostvarena dobit. BEX indeks je do 2012. godine bio na razini između 0 i 1 što govori da su potrebne promjene u poslovanju i značajna unaprjeđenja, a za razdoblje poslije 2012. vrijednost ovog pokazatelja je iznad 1, što upućuje na to da je poduzeće napravilo pozitivne promjene u poslovanju i da je uspješno. Za razliku od BEX indeksa, Z-score je u svakoj godini ispod 1,80 što bi značilo da poduzeće očekuje neuspjeh ako se ne naprave drastične promjene.

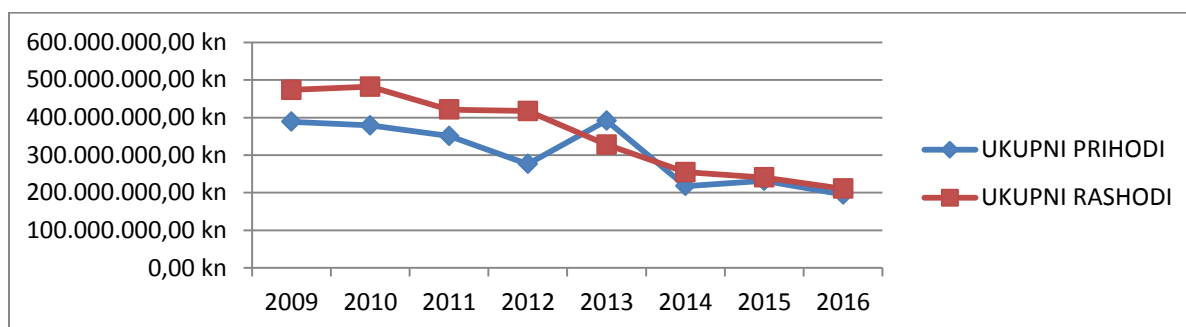
#### **Varteks d.d.**

Varteks d.d. je vodeća tekstilna i modna kompanija u Hrvatskoj s gotovo stoljetnim iskustvom i tradicijom. Uz vlastite modne marke Di Caprio i Varteks u tridesetak prodavaonica u Hrvatskoj u ponudi su, između ostalih, zastupane i modne marke s.Oliver, Navigare, Camel, Samsonite, Lisca, Modea, Polzela. Osim što pokriva domaće tržište, kompanija vodi i aktivnu izveznu politiku, te oko 40 posto svojih prihoda od prodaje ostvaruje na stranim tržištima (Internet izvor: <http://www.varteks.com/hr/osobno/prica-o-Varteksu>).



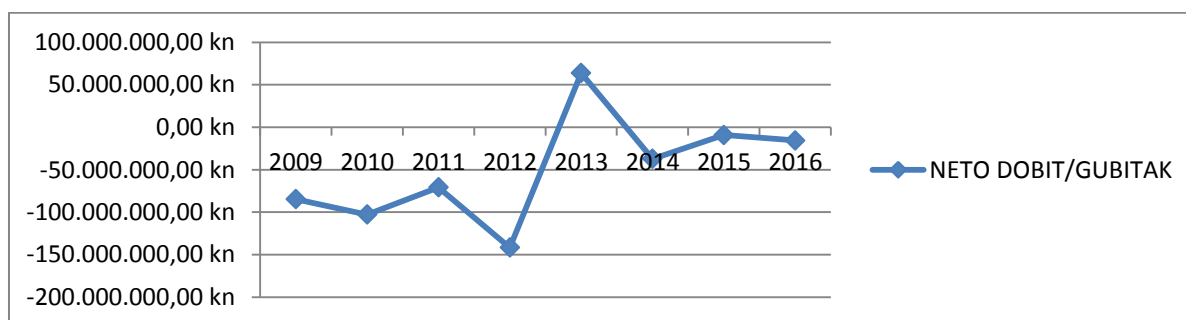
Slijede grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 22: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**



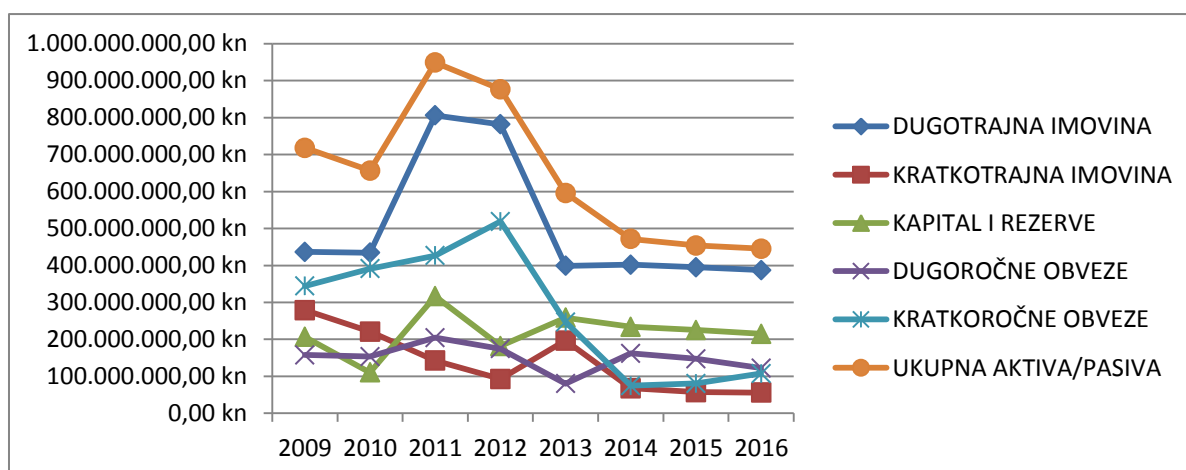
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 23: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 24: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Iz grafikona se može primijetiti trend pada prihoda i rashoda kroz promatrano razdoblje te drastičan pad ukupne aktive poduzeća u 2013., zbog provedene predstečajne

nagodbe. Naime, od 2009. prihodi kontinuirano padaju, što je rezultiralo krizom likvidnosti tijekom 2011. i 2012.

Poduzeće je donijelo plan restrukturiranja u siječnju 2013. Navedenim planom je utvrđeno da su uzroci lošeg poslovanja smanjena potražnja, neprimjene usvojene sektorske strategije, kašnjenja u provođenju mjera restrukturiranja odnosno zbog nepotrebnog održavanja poslovanja neprofitabilnih segmenata proizvodnje i neprofitabilnih poslovnih lokacija, što je dodatno iscrpilo likvidnost poduzeća. Po pitanju rješavanja duga i nelikvidnosti poduzeće je od 2009. kontinuirano poduzimalo aktivnosti kroz mjere koje je država predvidjela, ali one nisu zaživjele u praksi sve do 2013.

U srpnju 2013. sklopljena je predstečajna nagodba u kojoj su utvrđena potraživanja vjerovnika u iznosu od 371,8 milijuna kuna dok potraživanja vjerovnika koji su potpisali nagodbu iznose 289,2 milijuna kuna. Vjerovnici, a najviše potraživanja među njima imaju država, banke i dobavljači, u predstečajnoj nagodbi odrekli su se dijela potraživanja, a dio duga riješen je prepisivanjem nekretnina i preuzimanjem dijela vlasništva nad poduzećem. Država je pritom otpisala gotovo 200 milijuna kuna svojih potraživanja (Internet izvor: <http://www.jutarnji.hr/biznis/financije-i-trzista/uspjesno-okoncana-predstečajna-agodba-u-varteksu-vjerovnici-s-vise-od-23-potrazivanja-potpisali-nagodbu-s-tvrtkom/1285728/>).

Naime, u srpnju 2013. sklopljena je predstečajna nagodba, kojom su, između ostalog, otpisana potraživanja vjerovnika, a u poslovnim knjigama poduzeća evidentirani su prihodi od otpisa obveza u iznosu 210.379.644,00 kn (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/SAPN-fin2013-1Y-REV-K-HR.pdf>). Zbog navedenog je, u 2013. iskazana dobit, dok je u svim ostalim godinama (u promatranom razdoblju od 2009. do 2016.) iskazan gubitak.

Na temelju predstečajne nagodbe u 2014. provedena je dokapitalizacija, odnosno u temeljni kapital unesen je dio potraživanja vjerovnika koja su utvrđena u postupku predstečajne nagodbe, zbog čega je u 2014. povećan upisani kapital s 96.040.350 kn na 111.040.350 kn, što se u grafu ne vidi u vrijednosti kapitala i rezervi (koji je manji u odnosu na 2013.) zbog iskazanog gubitka u 2014. u odnosu na 2013. kada je iskazana dobit. Planom restrukturiranja predviđeno je optimalizirati maloprodajne resurse (nova strategija vlastitih robnih marki, povećanje učinkovitosti neprofitabilnih objekata), efikasnije korištenje

proizvodnih resursa te efikasna i ekonomski opravdana administracija. Poduzeće provodi mjere utvrđene u planu restrukturiranja i predstečajnoj nagodbi, te je u 2014. sklopljen Ugovor o klupskom kreditu s HBOR-om i Zagrebačkom bankom u iznosu 10.900.000 EUR za provođenje aktivnosti definirane programom kojeg su prihvatili vjerovnici (pokriće negativnih novčanih tijekova i troškova restrukturiranja).

Vrijednosti Z-score i BEX indeksa su prikazane u tablici 17.

**Tablica 17: BEX indeks i Z-score poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**

<b>Godina</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>BEX</b>	-3,731	-7,500	-1,303	-6,163	5,380	-2,335	-0,111	-1,486
<b>Z-score</b>	0,016	-0,429	-0,081	-0,668	0,931	0,338	0,391	0,166

Izvor: Izrada autora

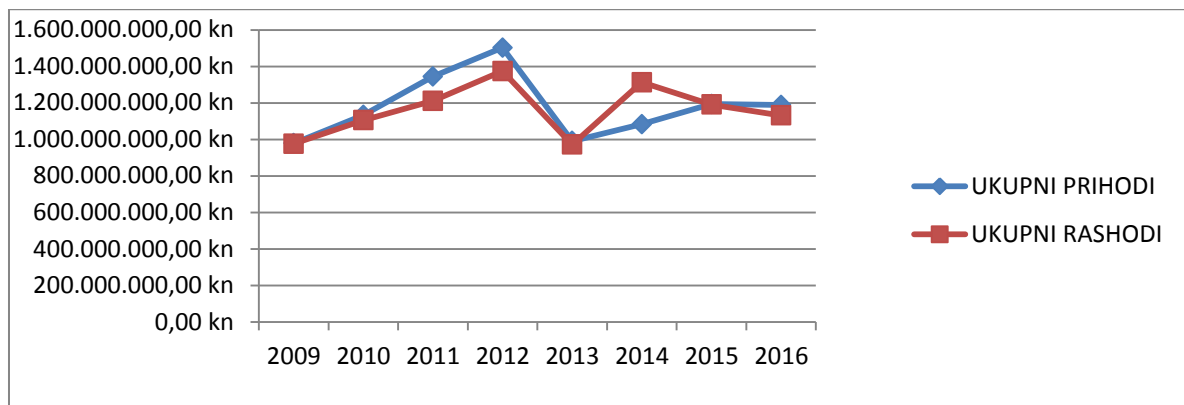
BEX indeks je u 2013. pozitivan i na razini poduzeća koje izvrsno posluje, za razliku od svih ostalih godina kada je iskazan u negativnom iznosu. BEX indeks u 2013 je izrazito visok iz razloga što pokazatelj  $ex_2$  uključuje neto dobit, koja je prvi put ostvarena u 2013. Također, zbog otpisa obveza u predstečajnoj nagodbi, padaju i ukupne obveze i aktiva koji su u nazivnicima pokazatelja  $ex_3$  i  $ex_4$  što čini BEX indeks još većim. BEX indeks je za sve ostale godine ispod nule što znači da je ugrožena egzistencija poduzeća. Z-score je za sve promatrane godine manji od 1,80 što znači da poduzeće očekuje neuspjeh u roku od dvije godine, što je relativno točno jer je poduzeće bilo pred stečajem i zaključilo u 2013. predstečajnu nagodbu. Oba pokazatelja su upućivala na krizu u poslovanju.

#### **Viro d.d.**

Viro tvornica šećera d.d. jedan je od najvećih izvoznika u prehrambenoj industriji, a posluje u okviru tri segmenta: Segment „šećer“ obuhvaća proizvodnju šećera, Segment „brašno“ obuhvaća proizvodnju brašna i pekarskih proizvoda i Segment „ostalo“ obuhvaća proizvodnju melase, rezanaca i alkohola.

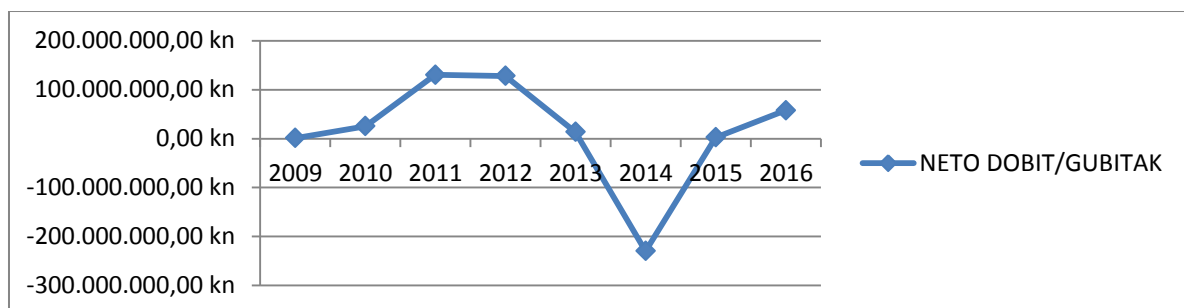
U nastavku su prikazani grafikoni prema podacima iz financijskih izvještaja od 2009. do 2016.

**Grafikon 25: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**



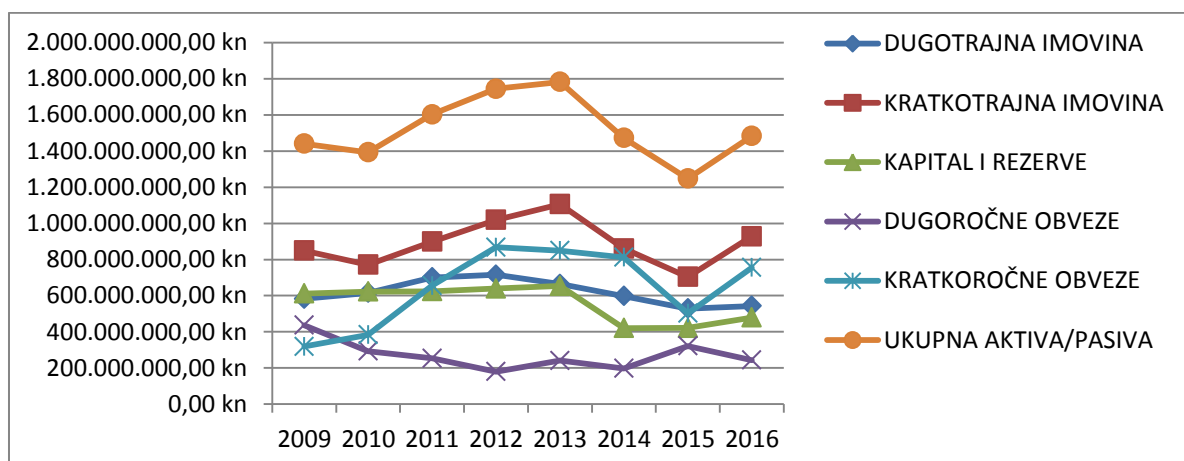
Izvor: Izrada autora

**Grafikon 26: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

**Grafikon 27: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**



Izvor: Izrada autora

Analizom podatka iz financijskih izvještaja u promatranom razdoblju može se zaključiti da je poduzeće poslovalo uspješno, ostvarujući dobit u svim promatranim godinama, osim u 2014., u kojoj se također smanjuje vrijednost imovine i kapitala i rezervi

poduzeća. Prihodi i rashodi poduzeća rastu do 2013., poslije koje je vidljiva fluktuacija iz godine u godinu.

Čak i u vrijeme krize u razdoblju od 2009. do 2014. uspješno posluje. Unatoč krizi poduzeće je likvidno, a omjer kratkoročnih obveza i kratkoročne imovine na koncu godine (koeficijent tekuće likvidnosti, koji ima trend pada) treba promatrati kroz djelatnost kojom se poduzeće bavi. Naime, proizvodnja šećera se odvija na kraju godine, te najveći dio troškova nastaje upravo u tom razdoblju. Stoga su i obveze, naročito kratkoročne, krajem godine visoke, te utječu na visinu pokazatelja likvidnosti. (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/VIRO-fin2011-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Inače, poduzeće upravlja svojom likvidnošću kontinuiranim praćenjem planiranih i ostvarenih novčanih tokova, te usklađenjem financijske imovine i financijskih obveza. Planirani novčani tijek izrađuje se mjesečno (po danima), te se dnevno prate odstupanja. Poduzeće veći dio svoje proizvodnje prodaje na inozemnom tržištu te je izloženo valutnom riziku promjene tečaja kune u odnosu na druge valute. Dugoročna poslovna politika koja se pokazala i najefikasnijom je ugovaranje dugoročne suradnje za veće količine proizvoda na duži vremenski rok. Poslovne strategije poduzeća su uspješne jer je u 2016. iskazana neto dobit u iznosu 57,5 mil. kn, uz koju raste i vrijednost imovine, te kapitala i rezervi poduzeća. Nadalje, poduzeće kontinuirano prilagođava svoje poslovanje sve konkurentnijem tržištu. Sukladno tome izdvajaju se značajna novčana sredstva u otklanjanje uskih grla u proizvodnji te povećanje energetske učinkovitosti (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/VIRO-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

Poduzeće primjenjuje kodeks korporativnog upravljanja. Stalnim ulaganjima u modernu opremu i obrazovanje zaposlenika osigurava se proizvodnja po najsuvremenijim metodama poštujući najviše standarde sigurnosti i zdravstvene ispravnosti. Kontinuiranim ulaganjem u proizvodne pogone nastoji se u što boljoj mjeri iskoristiti ekonomija obujma. Izuzev ulaganja u proizvodni kapacitet i opremu poduzeće nastoji ostvariti i što bolji odnos s proizvođačima šećerne repe, proizvođačima žitarica i uljarica kao i dobavljačima robe za mlin i silos. Stalna edukacija koju djelatnici provode na terenu uz agrotehničke mjere na temelju analize tla iz godine u godinu pokazuju sve bolje rezultate.

Poduzeće za 2017. planira daljnje povećanje energetske učinkovitosti postrojenja te rekonstrukciju i sanaciju određenih dijelova pogona u cilju održavanja visoke razine sigurnosti proizvodnog procesa te što bolju pripremu za razdoblje poslovanja šećerana nakon ukidanja proizvodnih kvota u EU od 1. listopada 2017. (Internet izvor: <http://www.zse.hr/UserDocsImages/financ/VIRO-fin2016-1Y-REV-K-HR.pdf>).

U tablici 18 su prikazani rezultati Z-score i BEX indeksa za poduzeće Viro d.d.

**Tablica 18: BEX indeks i Z-score poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**

<b>Godina</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>
<b>BEX</b>	1,396	1,171	3,373	3,361	1,364	-8,525	1,610	6,340
<b>Z-score</b>	1,814	1,866	1,846	1,833	1,535	0,909	1,652	1,529

Izvor: Izrada autora

U 2014. zabilježene su najniže vrijednosti BEX indeksa i Z-score, jer je jedino u toj godini ostvaren gubitak. U ostalim godinama BEX indeks je veći od 1, što znači da poduzeće dobro posluje. Z-score je u prve četiri promatrane godine nešto viši od 1,80, što bi trebalo ukazivati da se poduzeće nalazi u „sivoj zoni“, odnosno da bi moglo biti financijski ugroženo, dok je u narednim godinama vrijednost ovog pokazatelja ispod 1,80, što bi trebalo ukazivati na skor propast poduzeća. U 2016., u kojoj je iskazana neto dobit u iznosu 57,5 mil. kn, BEX indeks je na jako visokoj razini i pokazuje iznimno dobro poslovanje, koje se može očekivati i kroz sljedeće tri godine.

### **4.3 Usporedba odabranih poduzeća i rezultati istraživanja**

U ovom dijelu rada će se usporediti situacije u poslovanju odabranih poduzeća tijekom promatranog razdoblja. U svrhu dokazivanja hipoteze H1: „Z-score uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću“ i hipoteze H2: „BEX indeks uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću“ kroz tablice će biti prikazane vrijednosti ovih pokazatelja za sva poduzeća kroz sve analizirane godine. Također će se usporediti vrijednosti dobivenih pokazatelja iz oba modela da bi se moglo zaključiti koji od njih bolje predviđa budućnost poduzeća te koji točnije i ranije predviđa poslovnu krizu. Da bi se potvrdila ili odbacila hipoteza H3: „Poduzeća koja su kontinuirano pratila financijske pokazatelje poslovanja te primijenila odgovarajuće strategije

su uspješno poslovala u promatranom razdoblju“ prikazat će se strategije koje je koristio menadžment, te je li menadžment pravovremeno reagirao na probleme u poslovanju u odabranim poduzećima.

U prethodnom dijelu rada je analizirano poslovanje ukupno devet poduzeća koja su bila navedena prema abecednom redu. U uzorak su izabrana četiri poduzeća koja u promatranom razdoblju posluju relativno uspješno (Atlantic grupa d.d., Čakovečki mlinovi d.d., Saponia d.d. i Viro d.d.), poduzeća koja je zahvatila kriza (Badel 1862 d.d., Magma d.d., Optima telekom d.d. i Varteks d.d.), te Agrokor d.d. koji navodno dobro posluje, ali upada u veliku poslovnu krizu koja je vidljiva tek u 2017. U promatranom razdoblju, u nekoj od godina, sva odabrana poduzeća su imala određene poteškoće u poslovanju, većinom zbog krize u gospodarstvu.

Poduzeća koja su se uspjela oduprijeti poslovnoj krizi i relativno dobro poslovala su Čakovečki mlinovi d.d., Saponia d.d. i Viro d.d., a iznimno dobro poslovanje se može primijetiti kod poduzeća Atlantic grupa d.d., koje je proglašeno ukupno najbolje vođenom kompanijom u Hrvatskoj te najbolje vođenom kompanijom u sektoru hrane i pića u središnjoj i istočnoj Europi. Atlantic Grupa kontinuirano upravlja financijskim i poslovnim rizicima, pravovremeno ispunjava svoje obveze i vodi brigu o dugoročnoj financijskoj stabilnosti kompanije, a u 2015. izvršila je reorganizaciju distribucijskog poslovanja te osnovala distribucijske kompanije na tržištima Njemačke i Austrije. Poduzeće Čakovečki mlinovi d.d., nakon problema u 2009., iza kojih je zabilježen pad dobiti u 2010. i 2011., otvaranjem vlastitih prodajnih prostora, kontinuiranim održavanjem financijske stabilnosti te prilagođavanjem asortimana proizvoda željama i potrebama potrošača, uspijeva izbjeći poslovnu krizu. Saponia d.d. u 2011. upada u poteškoće te jedino u toj godini poduzeće bilježi gubitak. Unatoč tome u narednim godinama poduzeće primjenjuje strategiju razvoja i već provjereni poslovni model racionalizacije troškova, povećanja proizvodnje i širenja tržišta koji se temelji na originalnom hrvatskom proizvodu potpomognutom velikim marketinškim naporima, te sve to osigurava stabilnost i uspješnost poslovanja u narednim godinama. Poduzeće Viro d.d. jedino u 2014. ne ostvaruje dobit, te se iz poteškoća izvlači pomoću prilagođavanja poslovanja sve konkurentnijem tržištu te izdvajanjem značajnih sredstva u otklanjanju uskih grla u proizvodnji, kontinuirano ulažući u proizvodne pogone te nastojeći ostvariti što bolji odnos s dobavljačima.

Bitno je naglasiti da poduzeća Atlantic grupa d.d., Saponia d.d. i Viro d.d. primjenjuju kodeks korporativnog upravljanja kojim su definirane procedure za rad Nadzornog odbora, Uprave i drugih organa i struktura nadležnih za odlučivanje, osiguravajući tako izbjegavanje sukoba interesa, efikasan unutarnji nadzor i učinkoviti sustav odgovornosti, što svakako doprinosi uspješnosti poslovanja. Zajednička obilježja navedenim uspješnim poduzećima, uz korporativno upravljanje, su prilagođavanje potrebama kupaca, te širenje asortimana uz povećana ulaganja radi prilagođavanja tržištu, ali svakako je najbitnije istaknuti pravovremenu i odlučnu reakciju na probleme u poslovanju.

Za razliku od prethodno navedenih poduzeća, Badel 1862 d.d., Magma d.d., Optima telekom d.d. i Vatreks d.d., u promatranom razdoblju zahvaća poslovna kriza. Poduzeće Badel 1862 d.d. nije dobilo nikakvu pomoć u obliku otpisa obveza (jer predstečajna nagodba još uvijek nije zaključena), no uspjelo se održati na životu zbog likvidacije neprofitnog dijela poslovanja te širenjem distribucijskog asortimana, unatoč velikim likvidnosnim problemima. Magma d.d. je trebala provesti predstečajnu nagodbu 2014., no ona je provedena tek 2016., što je rezultiralo nemogućnošću normalnog poslovanja poduzeća u tom razdoblju. Poduzeće Optima telekom d.d. u 2009., unatoč rastu prihoda, kontinuirano ostvaruje negativne neto rezultate, prezaduženo je, nelikvidno i nesolventno. U travnju 2014. zaključena je predstečajna nagodba, na temelju koje je provedena dokapitalizacija, odnosno u temeljni kapital unesen je dio potraživanja vjerovnika koja su utvrđena u postupku predstečajne nagodbe. Poduzeće provodi mjere iz plana restrukturiranja, primjenjuje kodeks korporativnog upravljanja te od 2014. ostvaruje dobit. Varteks d.d. bilježi kontinuirani pad prihoda kroz cijelo razdoblje što rezultira krizom likvidnosti. U 2013. je zaključena predstečajna nagodba u kojoj je otpisan značajni dio potraživanja vjerovnika. Planom restrukturiranja predviđeno je optimalizirati maloprodajne resurse, efikasnije korištenje proizvodnih resursa te efikasna i ekonomski opravdana administracija, za što je zaključen ugovor o kreditu s bankama.

Navedena poduzeća nisu na vrijeme reagirala na probleme u poslovanju (koji su dobrim dijelom uzrokovani gospodarskom krizom) te su se problemi u likvidnosti gomilali iz godine u godinu uzrokujući poslovne krize. Uz iznimku poduzeća Badel 1862 d.d., nad spomenutim poduzećima, provedena je predstečajna nagodba, dok je kod Badela 1862 d.d. ona još u tijeku. Poduzeća su dobila svojevrstu financijsku injekciju provedbom predstečajne nagodbe u kojoj im je otpisan značajni dio obveza, a dio obveza pretvoren u kapital te su dobila priliku nastaviti normalno poslovati i uredno podmirivati svoje obveze. U ovoj grupi



poduzeća bitno je naglasiti da se je poduzeće Badel 1862 d.d. uspjelo samo održati na životu bez provedbe predstečajne nagodbe, što ostala tri poduzeća vjerojatno ne bi uspjela, dok poduzeće Varteks d.d. ni nakon provedene nagodbe ne uspijeva održati svoje poslovanje na razini na kojoj bi ostvarivalo dobit.

Poduzeće Agrokor d.d. se našlo u kriznoj situaciji zbog sličnih razloga kao i prethodna grupa poduzeća. Naime, problemi u poslovanju, najvećim dijelom zastupljeni u prekomjernoj zaduženosti koncerna, su se ignorirali dok nije bilo prekasno za učinkovito i bezbolno djelovanje. Iako je poduzeće ostvarivalo neto dobit u svim promatranim godinama, osim u 2014., ukupne obveze su stalno rasle, te nije bilo moguće nastaviti normalno poslovati bez većih promjena, koje nisu provedene sve do 2017., u kojoj je nastupila kriza, koja će vjerojatno imati posljedice na cjelokupno hrvatsko gospodarstvo.

U istraživanju su se koristili modeli za predviđanje uspješnosti poslovanja poduzeća; Altmanov i BEX model. Pokazatelji iz navedenih modela su izračunati za sva analizirana poduzeća u promatranom razdoblju, kako za uspješna, tako i za poduzeća koja su zbog problema u poslovanju ušla u postupak predstečajne nagodbe, te za koncern Agrokor za koji je donesen poseban zakon kako bi se riješili problemi poduzeća. Kroz dvije tablice će se sažeto prikazati vrijednosti BEX indeksa i Z-score za sva poduzeća tijekom cijelog promatranog razdoblja. U tablicama su dodatno prikazane strategije koje su koristila sva promatrana poduzeća kako bi prevladala poteškoće u poslovanju. U tablici 19. su prikazani pokazatelji i primijenjene strategije za relativno uspješna poduzeća, a u tablici 20. za poduzeća koja je zahvatila kriza, među kojima je i koncern Agrokor, kod kojeg je kriza isplivala na površinu tek u 2017.

**Tablica 19: BEX indeks, Z-score i primijenjene strategije kod uspješnih poduzeća**

Poduzeće	Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Atlantic grupa d.d.	<b>BEX</b>	2,740	1,435	2,793	3,515	3,963	4,679	4,443	5,941
	<b>Z-score</b>	3,056	1,185	1,704	1,867	2,069	2,171	2,204	2,145
	<b>Strategije</b>	Prilagodavanje potrebama kupaca, reorganizacija i ulaganje u distribucijsko poslovanje, refinanciranje dugoročnih kredita, briga o financijskoj stabilnosti							
Čakovečki mlinovi d.d.	<b>BEX</b>	1,409	0,946	0,986	1,466	1,530	1,286	2,452	4,407
	<b>Z-score</b>	3,772	3,226	3,161	3,282	3,399	3,718	4,156	3,882
	<b>Strategije</b>	Prilagodavanje potrebama kupaca, ulaganje u vlastite prodajne prostore i opremu, povlačenje sredstava iz EAFRD programa, briga o financijskoj stabilnosti							
Saponia d.d.	<b>BEX</b>	0,934	0,676	0,514	1,719	1,494	1,374	2,159	4,200
	<b>Z-score</b>	1,394	1,239	1,087	1,339	1,428	1,229	1,357	1,465
	<b>Strategije</b>	Prilagodavanje potrebama kupaca, podizanje kvalitete proizvoda, suvremeni marketinški pristup, racionalizacija troškova, širenje tržišta, uvođenje novih proizvoda, restrukturiranje dijela poslovanja, ulaganje u tehnološku konkurentnost							
Viro d.d.	<b>BEX</b>	1,396	1,171	3,373	3,361	1,364	-8,525	1,610	6,340
	<b>Z-score</b>	1,814	1,866	1,846	1,833	1,535	0,909	1,652	1,529
	<b>Strategije</b>	Prilagodavanje potrebama kupaca, ulaganje u otklanjanje uskih grla u proizvodnji, ulaganje u proizvodne pogone i modernu opremu, briga o financijskoj stabilnosti							

Izvor: izrada autora

BEX indeks za Atlantic grupu je u svim godinama na visokoj razini, što ukazuje na uspješno poslovanje tijekom cijelog promatranog razdoblja. Za sva druga uspješna poduzeća BEX indeks je u većini godina iznad 1, a barem u jednoj godini ispod granice uspješnosti (ispod 1). Tako Čakovečki mlinovi d.d. i Saponia d.d. imaju vrijednost ovog pokazatelja ispod 1 u 2010. i 2011., dok Viro d.d. samo u 2014. ima negativan predznak pokazatelja. Stoga se može zaključiti da BEX indeks relativno dobro predviđa budućnost poslovanja uspješnih poduzeća, jer poduzeća za koje je prikazan indeks manji od 1 su zaista u tim godinama imala probleme u poslovanju.

Za Atlantic grupu d.d. Altmanov Z-score pokazuje da poduzeće uspješno posluje samo u 2009., dok je u svim drugim promatranim godinama u svojoj zoni, odnosno indeks pokazuje da mu prijete potencijalni bankrot ako se nešto ne promijeni. Za poduzeće Saponia d.d. je ovaj pokazatelj čak ispod 1,8 što ukazuje da bi poduzeće trebalo propasti u roku od godine dana. Poduzeće Viro d.d. varira između sive zone i moguće propasti, a najnižu vrijednost bilježi u

2014., kada je poduzeće zaista imalo probleme u poslovanju. Čakovečki mlinovi d.d. imaju vrijednost Z-score u svim promatranim godinama iznad 3, što upućuje na to da je poduzeće uspješno i financijski zdravo. Iz dobivenih vrijednosti Z-score zaključuje se da u pojedinim slučajevima uspješno predviđa poslovanje zaista uspješnih poduzeća, a budućnost relativno uspješnih poduzeća u većini analiziranih slučajeva ne predviđa dobro.

**Tablica 20: BEX indeks, Z-score i primijenjene strategije kod poduzeća u krizi**

Poduzeće	Godina	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<b>Agrokor d.d.</b>	<b>BEX</b>	3,078	3,289	3,298	4,351	6,689	4,923	7,032	-
	<b>Z-score</b>	1,404	1,323	1,310	1,224	1,158	0,853	1,115	-
	<b>Strategije</b>	Poduzeće nije prepoznalo krizu u poslovanju, te nije primijenilo odgovarajuće strategije							
<b>Badel 1862 d.d.</b>	<b>BEX</b>	-3,846	26,121	1,040	-0,058	-83,141	13,862	-18,683	8,070
	<b>Z-score</b>	0,192	-0,605	0,113	0,166	-0,959	-1,102	-0,944	-0,682
	<b>Strategije</b>	Mjere operativnog restrukturiranja, gašenje neprofitabilnog dijela proizvodnje, pokrenuta predstečajna nagodba, širenje distribucijskog asortimana							
<b>Magma d.d.</b>	<b>BEX</b>	-	-	-	-	-1,173	-3,563	-	-
	<b>Z-score</b>	-	-	-	-	-19,711	-17,593	-	-
	<b>Strategije</b>	Prodaja dijela poslovanja, dokapitalizacija, zaključena predstečajna nagodba							
<b>Optima telekom d.d.</b>	<b>BEX</b>	0,875	-0,029	-0,402	0,480	-0,524	5,022	18,216	29,857
	<b>Z-score</b>	-0,448	0,157	-1,291	-1,927	-2,894	-0,969	-1,073	-1,031
	<b>Strategije</b>	Smanjeno investiranje, kašnjenje u provođenju mjera operativnog restrukturiranja, dokapitalizacija, zaključena predstečajna nagodba, privremeno preuzimanje kontrole od strane HT-a							
<b>Varteks d.d.</b>	<b>BEX</b>	-3,731	-7,500	-1,303	-6,163	5,380	-2,335	-0,111	-1,486
	<b>Z-score</b>	0,016	-0,429	-0,081	-0,668	0,931	0,338	0,391	0,166
	<b>Strategije</b>	Kašnjenje u provođenju mjera restrukturiranja, održavanje neprofitabilne proizvodnje, zaključena predstečajna nagodba, dokapitalizacija, uvođenje novih robnih marki							

Izvor: izrada autora

Poduzeće Agrokor d.d. je imalo vrlo visoku vrijednost BEX indeksa u svim promatranim godinama, te pokazatelj nije predvidio krizu koja je nastala u 2017. Navedene indekse treba uzeti s rezervom jer su financijski izvještaji koji su obuhvaćeni ovim radom, kao i izvještaji za 2016., predmet istrage kojom se nastoji utvrditi jesu li financijski izvještaji točno prikazivali stanje u poduzeću. Na primjeru poduzeća Badel d.d. može se primijetiti koliko BEX indeks može oscilirati u vrlo kratkom razdoblju, odnosno iz godine u godinu. Izrazito visoka vrijednost BEX indeksa u 2010. i 2014 nije posljedica dobrog poslovanja, već

se zapravo radi o vrlo lošem poslovanju. U izračunu BEX indeksa za pokazatelj  $ex_2$  u brojniku je neto dobit a u nazivniku kapital i rezerve i kad su oba broja negativna dobije se pozitivan rezultat koji (neopravdano) uvećava BEX indeks. Negativna vrijednost pokazatelja je opravdana kod poduzeća Magma d.d. Kod poduzeća Varteks d.d. pokazatelj je opravdano negativan u svim promatranim godinama, visok je samo u godini u kojoj je zaključena predstečajna nagodba. Visoki indeks rezultat je otpisa obveza, a ne uspješnog poslovanja poduzeća. BEX indeks kod poduzeća Optima telekom d.d. je negativan sve do 2014., u kojoj je visok, jer je u toj godini zaključena predstečajna nagodba, a u 2015. i 2016. još dodatno raste, jer se provode mjere restrukturiranja. Iz ovakvih vrijednosti pokazatelja za navedena poduzeća se može zaključiti da BEX indeks ne predviđa krizu s velikom točnošću te da je podložan velikim oscilacijama u relativno kratkom razdoblju.

Što se tiče Z-score za Agrokor d.d. može se zaključiti da je puno bolje predvidio krizu u poslovanju od BEX indeksa. Naime, njegova vrijednost je u sivoj zoni do 2012., a nakon toga vrijednost pokazatelja pada ispod 1,23 što znači da poduzeću prijeti bankrot, što se u 2017. pokazalo točnim. Za sva četiri ostala poduzeća u gornjoj tablici vrijednost Z-score ne prelazi 1,80 što bi trebalo značiti da će sva ta poduzeća u roku od dvije godine propasti. S obzirom da su Varteks d.d. i Optima telekom d.d. zaključili predstečajnu nagodbu (2013. i 2014.) Z-score je relativno točno predvidio moguću propast poduzeća, koja su trenutno spašena zbog otpisa velikog dijela obveza u predstečajnoj nagodbi. Budućnost će pokazati hoće li navedena poduzeća unatoč tome završiti u stečaju ili ne (Z-score im predviđa propast).

Na temelju provedenog istraživanja može se prihvatiti hipoteza H1: „Z-score uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću“. Od pet promatranih poduzeća koja su bila zahvaćena poslovnom krizom, Z-score je za svih pet predvidio poslovnu krizu. Z-score je uspješno predvidio budućnost poslovanja samo za iznimno uspješna poduzeća, a budućnost relativno uspješnih poduzeća u većini analiziranih slučajeva ne predviđa dobro.

Hipoteza H2: „BEX indeks uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću“ se može djelomično prihvatiti na temelju dobivenih rezultata istraživanja. Hipoteza se ne može prihvatiti u potpunosti jer za dva od pet poduzeća koja su upala u poslovnu krizu, BEX indeks nije pokazao nikakve poteškoće u poslovanju, već je naprotiv njihovo poslovanje ocjenio uspješnim. Također, indeks je podložan velikim oscilacijama iz godine u godinu te nerealnim vrijednostima u pojedinim godinama, koje ne odražavaju pravu sliku poduzeća. S druge

strane, bitno je naglasiti da BEX indeks vrlo točno predviđa budućnost uspješnih poduzeća. Naime, kod četiti promatrana poduzeća koja su uspješno poslovala, ovaj pokazatelj je u gotovo svim promatranim godinama prognozirao uspješan nastavak poslovanja, uz rijetke iznimke.

Hipoteza H3: „Poduzeća koja su kontinuirano pratila financijske pokazatelje poslovanja te primijenila odgovarajuće strategije su uspješno poslovala u promatranom razdoblju“ se može u potpunosti prihvatiti. Svim poduzećima koja su uspješno poslovala u odabranom uzorku je zajedničko da su na vrijeme reagirala na poteškoće u poslovanju te su ih odlučno i pravovremeno rješavala. Sva uspješna poduzeća su brinula o financijskoj stabilnosti te pratila financijske pokazatelje koji bi mogli upućivati na probleme u poslovanju. Uz to su primjenjivala odgovarajuće strategije što je rezultiralo uspješnim poslovanjem i izbjegavanjem poslovne krize.

Na temelju prethodne cjelokupne analize može se zaključiti da Z-score relativno uspješno predviđa propast poduzeća, odnosno predviđa je puno ranije i preciznije od BEX indeksa. Međutim, pokazalo se da Z-score ima prilično stroge kriterije u predviđanju budućnosti poslovanja poduzeća, jer u pojedinim slučajevima, gdje se čini da je poslovanje dobro (poduzeće iskazuje dobit u posljednjim promatranim godinama), ovaj pokazatelj ipak predviđa propast u roku dvije godine, a vrijeme će pokazati hoće li se to dogoditi ili neće. S druge strane, BEX index bolje predviđa buduće poslovanje uspješnih poduzeća, dok je kod prognoziranja poslovnih kriza lošiji od Z-score, jer za ista poduzeća, u relativno kratkom razdoblju pokazuje velika odstupanja vrijednosti indeksa. Poduzeća koja su na vrijeme detektirala probleme u poslovanju i pravovremeno primijenila odgovarajuće strategije, uspjela su izbjeći poslovnu krizu, te su nastavila uspješno poslovati. S druge strane, poduzeća koja su upala u krizu, nisu pravovremeno reagirala na nadolazeće probleme u poslovanju te nisu primijenila, ili su sa zakašnjenjem primijenila odgovarajuće strategije.

## 5. ZAKLJUČAK

Tijekom svog poslovanja, svako poduzeće u nekom periodu upadne u poteškoće. Te poteškoće uzrokuju razni unutarnji i vanjski faktori, a mogu u većoj ili manjoj mjeri naštetiti egzistenciji poduzeća. Kada poduzeće ne obraća pozornost na simptome koji uzrokuju slabije performanse, može doći do krize. Ukoliko poduzeće upadne u poslovnu krizu, bitan je utjecaj kriznog menadžmenta koji jedini može poduzeće vratiti na pravi put. Svaka kriza je posebna i u nekom segmentu se razlikuje od ostalih, stoga je potrebno da menadžment pristupi oprezno i odgovorno u njenom rješavanju, uvažavajući sve relevantne čimbenike. Postoje razne krizne strategije, no potrebno je ući u srž krize i prepoznati koju strategiju primijeniti u određenoj situaciji. Ako se na krizu u poslovanju ne djeluje pravovremeno i bez primjene odgovarajućih strategija, poduzeće može doživjeti bankrot. Stoga je od vitalne važnosti za poduzeće detaljno praćenje financijskih i drugih pokazatelja koji oslikavaju stanje u poduzeću. Najbolji način borbe protiv poslovne krize je njeno izbjegavanje. S obzirom da većina poduzeća nije na vrijeme svjesna da postoje problemi u poslovanju, u ovom radu su objašnjeni i testirani zbirni pokazatelji ranih signala neuspjeha poduzeća, koji daju općenitu sliku poslovanja i financijskog zdravlja poduzeća. Pokazatelji koji su obrađeni u ovom radu su pokazatelji iz Altmanovog i BEX modela.

U radu je analizirano poslovanje devet poduzeća u razdoblju od 2009. do 2016. Od toga četiri poduzeća relativno uspješno posluju, a četiri poduzeća su zbog poteškoća u poslovanju u postupku predstečajne nagodbe. Obrađen je još i koncern Agrokor koji u promatranom razdoblju prema objavljenim financijskim izvještajima posluje dobro, ostvarujući dobit, a u 2017. poduzeće zahvaća kriza velikih razmjera, koja može imati utjecaj na cjelokupno hrvatsko gospodarstvo. Također su postavljene i ispitane tri hipoteze.

Rezultati istraživanja su pokazali da Z-score puno pouzdanije i točnije predviđa poslovne krize od BEX indeksa kod izabranih poduzeća, koja u promatranom razdoblju ulaze u predstečajnu nagodbu. S obzirom da je tematika ovoga rada usmjerena na poslovne krize, bitno je naglasiti da Z-score ranije i pouzdanije signalizira problem u poslovanju, što se može primijetiti i na primjeru koncerna Agrokor. Z-score je točno predvidio krizu za sva analizirana poduzeća koja su upala u nju. Stoga se prihvaća kao istinita hipoteza H1: „Z-score uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću“. Potrebno je napomenuti da Z-score ima dosta stroge kriterije, jer za neka uspješna poduzeća predviđa propast u razdoblju od dvije godine, što se

na primjeru promatranih poduzeća nije dogodilo. Vrijeme će pokazati hoće li doći do toga u narednim razdobljima i hoće li se ponoviti slučaj sličan Agrokoru, za kojeg je Z-score predvidio poslovnu krizu u kojoj se poduzeće sada nalazi.

BEX indeks bolje prikazuje uspješnost poslovanja kod analiziranih poduzeća, koja relativno dobro posluju u promatranom razdoblju. S druge strane, iako je za tri od pet promatranih poduzeća dobro predvidio krizu, ne signalizira pouzdano potencijalne krizne situacije, jer za ista poduzeća, u relativno kratkom razdoblju pokazuje velika odstupanja vrijednosti indeksa. Također, kad su kapital i rezerve iskazani u negativnom iznosu, a istovremeno su poslovni rashodi veći od poslovnih prihoda, BEX indeks ima veliku pozitivnu vrijednost, koja ne pokazuje pravu sliku poslovanja poduzeća, jer poduzeće ne posluje uspješno, već naprotiv, izrazito neuspješno. Na temelju navedenog, hipoteza H2: „BEX indeks uspješno predviđa poslovnu krizu u poduzeću“ se prihvaća samo djelomično.

Pouzdanije je koristiti BEX indeks kod predviđanja poslovanja uspješnih poduzeća, dok se Z-score pokazao boljim u predviđanju bankrota kod poduzeća koja imaju poteškoća u poslovanju. BEX indeks i Z-score su korisni alati u predviđanju budućnosti poslovanja, s tim da ih treba uzeti sa rezervom, jer ni jedan od ovih pokazatelja ne može sa potpunom sigurnošću predvidjeti poslovanje poduzeća, stoga je potrebno, uz ove pokazatelje, svakako uzeti u obzir i druge parametre iz kojih se može izvući zaključak o poslovanju poduzeća.

Bez obzira koliku vrijednost prikaže jedan ili drugi pokazatelj, iznimno je važan izbor strategije kako bi se prevladale poteškoće u poslovanju. Analizirana poduzeća koristila su različite strategije, s tim da poduzeća koja su uspješno prevladala poteškoće u poslovanju su, uz korporativno upravljanje, pravovremeno koristila strategije prilagođavanja potrebama kupaca, širenja asortimana uz povećana ulaganja radi prilagođavanja tržištu i druge, što su trebala koristiti i ostala poduzeća. Poduzeća koja su završila u postupku predstečajne nagodbe, nisu pravovremeno reagirala na krizu, odnosno strategije su im ostale „na papiru“ a u praksi nisu pravovremeno provedene. Hipoteza H3: „Poduzeća koja su kontinuirano pratila financijske pokazatelje poslovanja te primijenila odgovarajuće strategije su uspješno poslovala u promatranom razdoblju“ se stoga u potpunosti prihvaća. Bitno je naglasiti da se ne može, zbog specifičnosti svake krize, dati jedinstvena strategija, no jedno je zajedničko svim poduzećima: na problem treba pravovremeno reagirati i poslovnu krizu je potrebno na vrijeme identificirati i na vrijeme poduzeti odgovarajuću strategiju.

## LITERATURA

1. Altman, E.I. (1968): Financial Ratios, Disriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy, *Journal of Finance* 23
2. Altman, E. I. (2000): Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and ZETA Models // Stern School of Business, New York University.
3. Argenti, P. (2009): Corporate Communication, New York: McGraw-Hill
4. Belak, V., Aljinović Barać, Ž. (2008): Tajne tržišta kapitala: BEX indeks, analiza financijskih izvještaja, pokazatelj efikasnosti ulaganja i modeli odlučivanja. Zagreb: Belak excellens
5. Buble, M. (2006): Menadžment, Ekonomski fakultet sveučilišta u Splitu, Split
6. Cingula, M. (2006): Strategijski menadžment, Fakultet informatike i organizacije Varaždin, Varaždin
7. Faulkner, B. (2001): Towards a framework for tourism disaster management, *Tourism Management*
8. Filipović, V. (ur.) (1989): Filozofijski rječnik, 3. dopunjeno izdanje, Zagreb: Nakladni zavod Matice hrvatske
9. Goodman, M. B. (2006): Corporate communication practice and pedagogy at the dawn of the new millennium, *Corporate Communications: An International Journal*, 11(7)
10. Hearit, K. M. (2006): Crisis Management By Apology: Corporate Response to Allegations of Wrongdoing, Mahwah, New Jersey: Lawrence Erlbaum Associates, Inc.
11. Jurjević, M. (2012): Utjecaj kreativnog računovodstva na financijske izvještaje, Sveučilište u Splitu
12. Lockwood, N. R. (2005): Crisis Management in Today's Business Environment: HR's Strategic Role, *SHRM Research Quarterly* 4/2005, Society for Human Resource Management
13. Osmanagić-Bedenik, N. (2003): Kriza kao šansa - Kroz poslovnu krizu do poslovnog uspjeha, Školska knjiga, Zagreb
14. Sajter, D. (2008): Ekonomski aspekti stečaja i restrukturiranja u stečaju, Doktorska disertacija, Ekonomski fakultet Osijek
15. Schwartz, D. (ur.) (2006): Crisis Management Guidebook 2006 Edition, PR News Press



16. Slatter, S., Lovett, D. (2011): Kako svaku tvrtku izvući iz krize?, Zagreb, Mozaik knjiga
17. Sučević, D. (2010): Krizni menadžment, Vodič kroz planiranje, prevenciju i oporavak, Zagreb, Lider
18. Tafra-Vlahović, M. (2011): Upravljanje krizom, Visoka škola za poslovanje i upravljanje „Baltazar Adan Krčelić“, Zaprešić
19. Tipurić, D., Kružić, D., Lovrinčević, M. (2012). Strategije u kriznim uvjetima: Tipurić, D. (ur.), Strateški menadžment, knjiga u tisku, Zagreb
20. Verčić, D. et al. (2004): Odnosi s medijima, Zagreb: Masmedia
21. Vidučić, Lj. (2012): Financijski menadžment, RRI plus, Zagreb
22. Vujević, I. (2003): Financijska analiza, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Splitu, Split
23. Zelenika, R. (2000.): Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Rijeci, Rijeka
24. Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever, S., Žager, L. (2008): Analiza financijskih izvještaja, Zagreb, Masmedia

### Internet izvori

- Atlantic grupa, službena stranica, raspoloživo na: <http://www.atlantic.hr/hr/novosti/investitori/znacajan-rast-prihoda-i-neto-dobiti/>
- Čakovečki mlinovi, službena stranica, raspoloživo na: <http://www.cak-mlinovi.hr/>.
- Dojčinović, D., eBisMags, Uzroci poslovne krize, 2009., raspoloživo na: <http://www.ebizmags.com/koji-su-uzroci-poslovne-krize/>
- Fina, službena stranica, raspoloživo na: [www.fina.hr](http://www.fina.hr)
- HR portfolio, raspoloživo na: <https://www.hrportfolio.hr/vijesti/kompanije/kako-je-poslovaio-todoricev-agrokor-43872>
- Jutarnji list, raspoloživo na: <http://www.jutarnji.hr/>
- Koncern Agrokor, službena stranica, raspoloživo na: <http://www.agrokor.hr/hr/koncern/o-nama/>
- Poslovni.hr, raspoloživo na: [www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr)
- Tipurić, d. (2014): strategije u kriznim uvjetima, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, raspoloživo na: <http://web.efzg.hr/dok/OIM/dhruska/2014-10%20-%20SM%20i%20upravljanje%20krizama.pdf>

- Varteks, službena stranica, raspoloživo na: <http://www.varteks.com/hr/osobno/prica-o-Varteksu>).
- Večernji list, raspoloživo na: <https://www.vecernji.hr/enciklopedija/goranko-fizulic-18219>
- Zagrebačka burza, službena stranica, raspoloživo na [www.zagrebackaburza.hr](http://www.zagrebackaburza.hr)

## **POPIS TABLICA**

**Tablica 1: Shema bilance u RH**

**Tablica 2: Račun dobiti i gubitka**

**Tablica 3: Pokazatelji likvidnosti**

**Tablica 4: Pokazatelji zaduženosti**

**Tablica 5: Pokazatelji aktivnosti**

**Tablica 6: Pokazatelji ekonomičnosti**

**Tablica 7: Pokazatelji profitabilnosti**

**Tablica 8: Pokazatelji investiranja**

**Tablica 9: Vrijednosti BEX indeksa**

**Tablica 10: BEX indeks i Z-score poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 11: BEX indeks i Z-score poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 12: BEX indeks i Z-score poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 13: BEX indeks i Z-score poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 14: BEX indeks i Z-score poduzeća Magma d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 15: BEX indeks i Z-score poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 16: BEX indeks i Z-score poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 17: BEX indeks i Z-score poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 18: BEX indeks i Z-score poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**

**Tablica 19: BEX indeks, Z-score i primijenjene strategije kod uspješnih poduzeća**

**Tablica 20: BEX indeks, Z-score i primijenjene strategije kod poduzeća u krizi**

## **POPIS SLIKA**

**Slika 1: faze kriznog procesa**

## **POPIS GRAFIKONA**

**Grafikon 1: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 2: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 3: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Agrokor d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 4: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 5: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 6: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Atlantic grupa d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 7: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 8: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 9: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Badel 1862 d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 10: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 11: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 12: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Čakovečki mlinovi d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 13: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Magma d.d. od 2013. do 2014.**

**Grafikon 14: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Magma d.d. od 2013. do 2014.**

**Grafikon 15: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Magma d.d. od 2013. do 2014.**

**Grafikon 16: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 17: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 18: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Optima telekom d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 19: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 20: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 21: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Saponia d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 22: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 23: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 24: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Varteks d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 25: Kretanje prihoda i rashoda poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 26: Kretanje neto dobiti/gubitka poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**

**Grafikon 27: Kretanje imovine, obveza i kapitala poduzeća Viro d.d. od 2009. do 2016.**

## SAŽETAK

U novije vrijeme, poslovna kriza je sve češći problem koji zahvaća svako poduzeće u nekom periodu njegovog poslovanja. Kad poduzeće zahvati kriza, presudan je utjecaj kriznog menadžmenta koji mora primijeniti odgovarajuću strategiju da bi poduzeće što bezbolnije izašlo iz krize. Ako se na krizu u poslovanju ne djeluje pravovremeno i bez primjene odgovarajućih strategija, poduzeće može doživjeti bankrot. Najbolji način za izbjegavanje katastrofalnih posljedica poslovne krize je njeno rano otkrivanje, kako bi se na nju moglo pravovremeno djelovati.

Upravo su sustavi za rano otkrivanje poslovne krize, prezentirani Altmanovim i BEX modelom, uz same krize, bili u fokusu ovoga rada. Cilj istraživanja bio je ispitati točnost, upotrebljivost te korisnost ovih dvaju pokazatelja ranih signala neuspjeha poduzeća, te pokazati koji je, od navedena dva modela, prije ukazivao na krizu i koji bolje predviđa budućnost poduzeća. U istraživanju je obrađeno poslovanje devet poduzeća u razdoblju od 2009. do 2016. Neka poduzeća su u tom periodu upala u krizu, dok neka uspješno posluju. Analizirano je koje su strategije poduzeća koristila kako bi odgovorila na probleme u poslovanju. Također, izračunate su vrijednosti BEX indeksa i Z-score za svako poduzeće kako bi se utvrdilo koji od pokazatelja je ranije i preciznije ukazivao na probleme u poslovanju promatranih poduzeća.

Istraživanje je pokazalo da je BEX indeks bolje predvidio poslovanje uspješnih poduzeća, dok se Z-score pokazao boljim u predviđanju bankrota kod poduzeća koja imaju poteškoća u poslovanju. BEX indeks i Z-score su svakako korisni alati u predviđanju budućnosti poslovanja poduzeća, ali ih treba uzeti sa rezervom, jer nijedan od ovih pokazatelja ne može sa dovoljnom sigurnošću predvidjeti budućnost poduzeća i moguću poslovnu krizu. Stoga je potrebno uzeti u obzir i druge parametre iz kojih se može izvući zaključak o budućem poslovanju poduzeća, jer je precizno predviđanje budućnosti poslovanja ključno za izbjegavanje krize.

**Ključne riječi:** poslovna kriza, BEX indeks, Altmanov Z-score

## SUMMARY

Nowadays, a business crisis is an increasingly common problem that affects every company in some period of its business. When a company is affected by the crisis, the impact of crisis management is crucial, since the management has to apply appropriate strategy in order to lead the company out of the crisis. If a business crisis is not dealt with in time and if management fails to apply appropriate strategies, the company may experience bankruptcy. The best way to avoid the catastrophic consequences of a business crisis is its early detection, so the management is able to react promptly to the challenges of the crisis.

Besides the crisis, in the focus of this paper are the systems for early detection of a business crisis, presented by Altman and the BEX model. The aim of the research has been to examine the accuracy, usability and usefulness of these two indicators of early signs of company failure and to show which of the two models earlier predicts the crisis and which better predicts the company's future. The analysis has been carried out for nine companies for the period from 2009 to 2016. During that period some companies were deeply affected by the crisis, while for some companies the business was rather successful. Analysis comprises strategies that were applied in order to respond on business issues that may lead to a crisis. Also, the values of the BEX index and the Z-score for each company have been calculated to determine which of them indicated earlier and more precisely the problems in the companies business.

The research has shown that the BEX index has better predicted the business of successful businesses, while the Z-score showed better predictions of bankruptcy in companies with business difficulties. The BEX index and the Z-score are certainly useful tools in predicting the future of a company's business but they should be taken with the reserve, because none of these indicators can predict the future of the business and the possible business crisis with sufficient certainty. It is therefore necessary to take into account other parameters from which it is possible to draw a conclusion about the future of a company's business, because precise prediction of the business future is crucial for avoiding the crisis.

**Keywords:** business crisis, BEX index, Altman Z-score