

Nelikvidnost: razotkrivanje tajne

Velimir Šonje
Michael Faulend
Vedran Šošić

Izdaje:

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 4564-555
Telefon: 4922-070, 4922-077
Telefaks: 4873-623

Web adresa:

<http://www.hnb.hr>

Glavni urednik:

dr. sc. Boris Vujčić

Uredništvo:

dr. sc. Ante Babić
mr. sc. Igor Jemrić
dr. sc. Evan Kraft

Urednica:

mr. sc. Romana Sinković

Grafički urednik:

Slavko Križnjak

Lektura:

Dragica Platužić

Suradnica:

Ines Merkl

Tisak:

Poslovna knjiga d.o.o., Zagreb

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

Tiskano u 400 primjeraka

ISSN 1332-1900

NELIKVIDNOST: RAZOTKRIVANJE TAJNE

Sažetak

Glavni je cilj ovog rada spoznati prave dimenzije nelikvidnosti u hrvatskom gospodarstvu. U tom je smislu rad usredotočen na probleme i načine mjerenja nelikvidnosti. Umjesto uobičajenih indikatora nelikvidnosti, poput ZAP-ovih podataka o prijavljenim nepodmirenim naložima, uvodimo nov način mjerenja nelikvidnosti. Pokazujemo da nelikvidnost u hrvatskom gospodarstvu ne izlazi izvan okvira koji se mogu susresti u razvijenim europskim zemljama te da je raširena percepcija problema uvelike plod pogrešnih definicija pojmova. Komentiramo postojeće, često citirane, prijedloge za rješenje nelikvidnosti, ali iznosimo i naše viđenje rješenja. Na kraju nudimo odgovor na često zbunjujuće pitanje: leži li srž problema nelikvidnosti u institucionalnoj ili u monetarnoj “insuficijenciji”? Naš odgovor upućuje na institucionalnu nedovršenost za tržišno gospodarstvo.

JEL: G3; D21; K4; P3

Ključne riječi: nelikvidnost; insolventnost; institucije; pravni sustav; Hrvatska; tranzicija

Velimir Šonje je u vrijeme pisanja ovog rada bio izvršni direktor Sektora za istraživanja i statistiku Hrvatske narodne banke. Michael Faulend i Vedran Šošić viši su stručni suradnici u Direkciji za istraživanja u istoj instituciji. Zahvaljujemo dr. sc. Evanu Kraftu na korisnim savjetima i sugestijama. Za sve stavove iskazane u ovom radu, kao i za eventualne preostale pogreške, odgovorni su samo autori i ti stavovi nisu nužno istovjetni službenim stavovima Hrvatske narodne banke.

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Monetarna politika i nelikvidnost	2
2.1. Institucionalna pozadina.	2
2.2. O teorijskoj zabludi oko monetarnih čimbenika nelikvidnosti i o razlučivanju stavova hrvatskih ekonomista.	4
2.3. O izboru instrumenata monetarne politike i o vezi s nelikvidnošću	5
3. Što je zapravo nelikvidnost i kako je mjeriti	8
3.1. Fluidna granica nelikvidnosti	8
3.2. Mjerenje nelikvidnosti I. – podaci ZAP-a o stanju nepodmirenih naloga.	10
3.3. Mjerenje nelikvidnosti II. – anketa HNB-a (metodologija provođenja ankete o nelikvidnosti i njezini glavni nalazi)	15
3.4. Mjerenje nelikvidnosti III. – bilance poduzeća (podaci ZAP-a)	26
4. Rješenje nelikvidnosti	30
4.1. Primjer kako ne treba rješavati problem.	30
4.2. Naše viđenje rješenja	31
5. Zaključak	34
Literatura	35
Dodatak I.	36
Dodatak II.	39
Nelikvidnost u Hrvatskoj i Sloveniji: jesu li Macelj i Bregana na granici Istoka i Zapada?	39
Monetarne slike Slovenije i Hrvatske	39
Strukturne promjene, fiskalna politika i sudstvo.	41

NELIKVIDNOST: RAZOTKRIVANJE TAJNE

1. Uvod

Problem nelikvidnosti jedan je od najproturječnijih problema u našem gospodarstvu, koji je u proteklih nekoliko godina privukao najveću pozornost stručne i šire javnosti. Već godinama se rješavanje nelikvidnosti nalazi na samom vrhu liste prioritetnih zadataka Vlade, što dovoljno govori o ozbiljnosti samog problema. Mišljenja o njegovim dimenzijama, uzrocima i mogućim rješenjima još su oštro suprotstavljena, što je moguće uočiti iz raznolikih prijedloga koji se svakodnevno izlažu. Posljedica je to, u prvom redu, nepostojanja sustavnog istraživanja nelikvidnosti u Hrvatskoj, kao i teorijski suprotstavljenih stajališta.

Monetarna politika, vođena u razdoblju nakon stabilizacijskog programa iz 1993., često je bila podvrgnuta kritikama i upravo se na nju upozoravalo kao na glavni uzrok nelikvidnosti u našem gospodarstvu. Time se najčešće zanemarivao cijeli niz čimbenika institucionalne naravi¹, koji su prema našem mišljenju glavni uzroci fenomena nelikvidnosti u nas.

Rad sadrži tri dijela osim uvoda i zaključka. U drugom se dijelu raspravlja o vezi između monetarne politike i nelikvidnosti. Treći, središnji dio ujedno je i glavni dio rada. U njemu se pokušava precizno definirati problem nelikvidnosti, kako bi se mogla učiniti jasnom razlika između odgode plaćanja i zakašnjelih plaćanja (nelikvidnosti) kao oblika financiranja poduzeća te dugova koji nikada neće biti podmireni (insolventnosti). Nadalje, opetovano se pokazuje pogrešnim mjerenje razine nelikvidnosti ZAP-ovim podacima o stanju prijavljenih nepodmirenih naloga. Radi pronalaženja vjerodostojnijeg pokazatelja nelikvidnosti daje se pregled pokazatelja koje je moguće izvesti iz bilanci poduzeća (objavljuje ih ZAP u svojim informacijama o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika), te se prvi put do sada daje prikaz rezultata ankete koju je proveo HNB, a kojoj je cilj dati što objektivniji uvid u razmjere nelikvidnosti u hr-

1 U više je navrata istaknuto nekoliko dominantnih uzroka nelikvidnosti: *strukturni problem gospodarstva*, odnosno problem restrukturiranja koje je izostalo u dosadašnjem tranzicijskom razdoblju, nadalje *problem države* ili bolje rečeno aktivnosti države (neefikasno sudstvo; netransparentno plaćanje; financijska nedisciplina države koja svoje obveze ne plaća na vrijeme i u cijelosti; ekspanzivna fiskalna politika i s aspekta poreznih prihoda, i s aspekta rashoda; izdavanje državnih jamstava i sanacija pojedinih poduzeća čija je efikasnost i ekonomska opravdanost poslovanja vrlo upitna), zatim *grabežljivo ponašanje* pojedinaca koji su iskoristili postojeće rigidnosti i mane sustava, potom *problemi unutar bankovnog sustava* koji su dali dodatni doprinos razvoju nelikvidnosti u kasnijoj fazi te konačno *faktor odlaganja rješavanja nelikvidnosti* koji nema obilježje uzroka te se stoga najčešće zanemaruje, ali je imao važnu ulogu u razvoju same pojave.

vatskom gospodarstvu. U pretposljednem dijelu rada raspravlja se o mogućim rješenjima nelikvidnosti, a u posljednjem se dijelu iznose zaključci.

2. Monetarna politika i nelikvidnost

2.1. Institucionalna pozadina

Financijska imovina u širem smislu i novac u užem smislu nisu u socijalističkim sustavima bili parametri važni za donošenje odluka o tome što, kako, kada i gdje proizvođiti.

U decentraliziranim socijalističkim sustavima, a takav je bio sustav u bivšoj Jugoslaviji, pokušalo se kombinirati pojedina obilježja centralno-planske i kapitalističke ekonomije. Tržištima je bilo prepušteno da uređuju dio odnosa ponude i potražnje. Razvijen je niz funkcija tipičnih za tržišne odnose: nabava, prodaja, marketing i oglašavanje i sl. Samoupravne su tvrtke uživale određeni stupanj autonomije u odlučivanju. Nikada se, međutim, nisu razvila tržišta faktora proizvodnje (financijska tržišta i tržišta rada). Premda je novac bio puno važniji nego u centralno-planskom gospodarstvu, nikada nije imao ključnu ulogu u procesu alokacije resursa, koju ima u tržišnom gospodarstvu. Nelikvidnost se povremeno pojavljivala kao problem kada se pokušavalo provesti stabilizaciju, no problem je brzo nestajao u ciklusima kreditne ekspanzije i inflacije. U tome su banke imale ključnu ulogu. Instrumentalizirane od gospodarsko-partijske elite, poslužile su kao izvori sredstava za investicije (o kojima se najčešće odlučivalo u sprezi lokalnih političara, gospodarstvenika i bankara) i za financiranje tekuće proizvodnje i zaliha (obnavljanje kratkoročnih zajmova neuspješnim tvrtkama).

U razvijenim kapitalističkim sustavima nelikvidnost u pravilu ne predstavlja problem. Stoljećima se u tim zemljama afirmira alokativna uloga novca i financijskih sredstava. Svi gospodarski subjekti brzo poimaju oportunitetni trošak držanja viška novčanih sredstava kao i stvarni trošak manjka novčanih sredstava u slučaju bržeg planiranja likvidnosti. Novčani višak nastoje plasirati na financijskom tržištu kako bi zaradom kamate smanjili oportunitetni trošak držanja novca. Razvijenost financijskih tržišta u tom se smislu pokazuje kao složena pojava koja ima dva ključna obilježja: a) brz prijenos informacija između gospodarskih subjekata s novčanim višcima i subjekata s novčanim manjcima, b) pravnu garanciju povrata plasmana i institucionalnu stabilnost toga procesa.

Brz prijenos informacija podrazumijeva cijeli niz instrumenata i postupaka: pojavu formalnih i neformalnih tržišta, banaka, brokera, ostalih financijskih posrednika i financijskih instrumenata. Pravna garancija povrata novca također uključuje složenu mrežu instrumenata, institucija i postupaka, kao što su: osiguranje naplate, mogućnost brzoga i jeftinog prijenosa vlasništva i prodaje kolaterala, ovrhe i stečaja. Upravo zbog pravno-institucionalne učinkovitosti u razvijenim tržišnim ekonomijama postoje tvrtke koje su specijalizirane za rješavanje dospjelih, a nenaplaćenih potraživanja. Tvrtke otkupljuju takva potraživanja uz diskont, potom se koriste pravnim instrumentarijem za djelomičnu naplatu (u čemu su specijalisti) te zarađuju na razlici izme-

đu naplaćenoga dijela i diskontirane vrijednosti po kojoj su otkupili potraživanje od prvoga vjerovnika.

Omjer dospjelih, a nenaplaćenih potraživanja prema ukupnim potraživanjima u nekim razvijenim tržišnim ekonomijama premašuje i 40 posto (vidite treći dio rada). No razlika je u usporedbi s tranzicijskim zemljama u tome što je sustav toliko razvijen da se nenaplaćena potraživanja razmjerno brzo mogu pretvoriti u novac. Praksa promptnog formiranja rezervi za potraživanja upitne kvalitete najčešće omogućava razmjerno bezbolan otpis izgubljenoga dijela glavnice, a to naposljetku osigurava spremnost vjerovnika da nakon nekog vremena prihvati naplatu manjega dijela ili proda potraživanje uz znatan diskont. U nas je praksa formiranja rezervi nerazvijena. Informacijski, pravno-institucionalni i financijski sustav također nije dovoljno razvijen. To se posebno odnosi na male i srednje tvrtke koje se bave trgovinom.

Razvijenost pravno-institucionalnog i financijskog sustava važan je razvojni faktor. Tradicionalna ekonomska teorija ne uklapa varijablu pravno-institucionalnog sustava u svoje osnovne modele. Kad je riječ o vezi između razvoja i financijskog sustava, povezivanje tih pojava plod je novijih napora ekonomista (vidite Šonje, 1999).

Razvitak financijskih tržišta ubrzava optjecaj novca pa razmjerno manji iznos novca zadovoljava razmjerno veću vrijednost transakcija. Zbog toga količina novca u optjecaju nije presudna za razvoj kao stupanj razvijenosti financijskih tržišta. Višak ponude novca u sustavu s nerazvijenim financijskim tržištem ne može se alocirati optimalno i pridonositi trajno održivom gospodarskom rastu. Stoga ne treba čuditi što empirijska istraživanja pokazuju da rast novca ne utječe na rast proizvodnje (Belullo, 1999; Erjavec, Cota i Bahovec 1999), dok između financijske dubine i razvoja postoji mnogo čvršća povezanost (Šonje, 1999).

Tranzicija je težak društveni proces. Može se opisati kao veliki projekt reforme institucija i realokacije resursa. Prepuštanje regulacije odnosa ponude i potražnje tržištu i otvaranje prema svijetu dramatično mijenjaju odnose relativnih cijena i unosnost pojedinih proizvodnji. Potražnja, a ne ponuda ili centralno-planska odluka, počinje diktirati što, kada, kako i gdje će se proizvoditi. Resursi se realociraju zatvaranjem starih i otvaranjem novih tvrtki te restrukturiranjem u sklopu starih tvrtki koje su se održale. Stoga rast i povećanje gospodarske učinkovitosti u tranziciji manje zavise od dugoročnih i tradicionalnih determinanata rasta (povećanje ponude rada i kapitala, odnosno stopa investicija). Rast više ovisi o povećanju učinkovitosti: o boljem kombiniranju rada i kapitala, o smanjenju troškova i gubitaka, o pronalaženju potpuno novih tržišta (Havyrlyshyn i Wolf, 1999).

Izniman društveni napor koji nazivamo tranzicijom, zahtijeva puno umijeća i sposobnosti prilagodbe u svladavanju tranzicijskoga stresa. Neke su od najvažnijih sposobnosti gospodarstvenika koje treba razviti planiranje likvidnosti, svladavanje negativnih utjecaja povremenih oscilacija likvidnosti, ispravno poimanje poruka što proizlaze iz projekcija novčanoga toka (te su projekcije glavni "kanal" kojim informacije o relativnim cijenama utječu na odluke o angažiranju resursa) i mudro donošenje poslovnih odluka na temelju raspoloživih informacija.

Razvitak tih temeljnih poduzetničkih sposobnosti podrazumijeva odsutnost visoke inflacije. Inflacija povećava volatilnost relativnih cijena i unosi potpunu neizvjesnost u predviđanje profitabilnosti i novčanoga toka. Ona onemogućava utjecaj pot-

ražnje (preferencija) na odluke o proizvodnji (alokaciji resursa) (Frenkel, 1999). Ukratko, inflacija i pretjerana monetarna ekspanzija koja joj prethodi, potpuno blokiraju proces tranzicije protumačen kao proces realokacije resursa. One, naravno, otklanjaju tzv. problem nelikvidnosti, jer u obilju novca, uz automatski pristup zajmovima, parametri novčanoga toka postaju nevažni za donošenje poslovnih odluka.

Prema tome, egzogena monetarna ekspanzija i inflacija ne jamče povećanje društvenoga blagostanja. Institucionalni kanali prijenosa njihova utjecaja nisu stabilni i nemaju predvidive ishode. Štoviše, pod utjecajem egzogene monetarne ekspanzije i inflacije sami se kanali mogu promijeniti, i to u neželjenom smjeru (novac se ponovo ne promatra kao rijetka imovina čiji tok utječe na alokaciju ostalih resursa). Stoga se pitanje “monetarnog podmazivanja” ili “rješavanja problema novčane insuficijencije” veoma lako i brzo može iz problema “finog prilagođivanja” pretvoriti u problem institucionalne i poticajne dezorijentacije. Štoviše, monetarna ekspanzija i inflacija lako mogu postati samoobnavljajući mehanizmi koji se ugrađuju u institucionalnu osnovicu gospodarskoga sustava (kao što je bilo u bivšoj Jugoslaviji). U takvom sustavu nema “nelikvidnosti”, no takav sustav ne raste i ne osigurava zapošljavanje, a civilizacijski se udaljava od normi EU.

2.2. O teorijskoj zabludi oko monetarnih čimbenika nelikvidnosti i o razlučivanju stavova hrvatskih ekonomista

U hrvatskoj ekonomskoj misli postoji utjecajna struja mišljenja koja mikroekonomskim i institucionalnim faktorima nelikvidnosti pridaje manju važnost. Nelikvidnost se promatra ponajprije kao makroekonomska, odnosno monetarna pojava, te se izvode analogije s velikom recesijom 30-ih godina u današnjim razvijenim zemljama. Taj pristup okreće redosljed tranzicijskih koraka: na realokaciju resursa, odnosno restrukturiranje gleda se kao na dugoročni, bolje reći odgođeni cilj, a maksimizacija rasta na postojećoj proizvodnoj strukturi definira se kao dominantni kratkoročni cilj gospodarske politike. Glavni je razvojni instrument u tom pristupu novčana ekspanzija. To znači da je problem nelikvidnosti izveden iz postavke o premaloj ponudi novca. Opravdanje za takav pristup vođenju politike nalazi se u tome što bi odgođeno restrukturiranje u kasnijoj fazi trebalo biti lakše u uvjetima monetarno potaknutoga rasta (Zdunić, 1998).

U tom se pristupu prepoznaje problem insolventnih tvrtki u kojima su resursi “utopljeni” i izgubljeni za učinkovitu proizvodnu uporabu. Taj se problem, međutim, strogo razdvaja od nelikvidnosti za koju se pretpostavlja da joj je narav pretežno makroekonomska.

U Hrvatskoj postoje i ekonomisti koji teže čvršćem empirijskom utemeljenju svojih stavova jer imaju na umu problem prijenosnog mehanizma monetarne politike i njegove dvojbene mikroekonomske učinke: “... *likvidnost ne ovisi samo o veličini određenog monetarnog agregata, tj. ponude novca, pa prema tome niti od volje središnje monetarne institucije koja ‘svojom’ – monetarnom politikom na tu ponudu izravno djeluje. Monetarna politika, sama po sebi, od velikog je značenja za stope rasta, ali ne i za trajno rješenje problema nelikvidnosti, jer djelujući na stopu rasta ona može samo privremeno ublažiti, ali isto tako i potencirati nelikvidnost – što znači da sve zavisi od*

kvalitete rasta, a taj je u našim prilikama teško očekivati.” (Šokman i Lovrinović, 1998: 65).

Isti autori ne samo da prepoznaju nego i naglašavaju ulogu razvitka financijskih tržišta: *“Problem je očito strukturnih i razvojnih dimenzija koje tek treba svestrano istražiti kako bi se poduzela odgovarajuća terapija, koja očito ne leži samo u monetarnoj ekspanziji. Ono od čega ovdje polazimo jest ispitivanje pravnih i institucionalnih mogućnosti uspostave tržišta, ali ne samo ‘nenaplaćenih potraživanja’ već tržišta novca u najširem smislu kako bi se bilo koja imovinska čestica, a pogotovo financijska, mogla transformirati u najlikvidniji oblik – u novac ...”* (Šokman i Lovrinović, 1998: 66).

U prikazanim se stavovima prepoznaje težnja k pronalaženju mehanizama osiguranja likvidnosti za solventni dio gospodarstva. To je ekonomski racionalna težnja. Međutim, do djelomičnog razilaženja s dijagnozama i postupcima službene monetarne politike dolazi kad se raspravlja o ocjenama protekloga razdoblja i instrumentima: kako tu težnju ostvariti? Točnije, pitanje glasi: kada je tu težnju trebalo ostvariti?

Šokman i Lovrinović (1998) utvrđuju da u razdoblju 1993. – 1997. monetarna politika nije bila, globalno promatrano, restriktivna. Problem međutim vide u mehanizmu kreiranja novca, koji je do 1998. godine bio kreiran kupovinama višaka ponude deviza pa su klasični centralnobankarski instrumenti ostali razmjerno nerazvijeni. Na tomu se zasniva njihov glavni prigovor monetarnoj politici.

Spomenuti autori glede preporuka ostaju dosljedni tvrdnjama da nikakva monetarna ekspanzija ne može riješiti problem nelikvidnosti dok se ne uredi sustav izvršenja obveza. Zagovaraju poboljšanje protočnosti informacija na financijskom tržištu, institucionalni razvoj toga tržišta, stvaranje bogatije imovinske strukture tvrtka, zaštitu vjerovnika, urednost podmirivanja obveza od strane Vlade i države općenito, ubrzano i istodobno restrukturiranje banaka i poduzeća. Samo se jedna preporuka odnosi na monetarnu politiku u užem smislu, a povezana je sa zamjerkom koja je spomenuta: monetarna politika mora omogućiti monetizaciju kvalitetnih potraživanja instrumentima reeskonta i relombarda.

Taj prigovor zanemaruje makroekonomske okolnosti u kojima je monetarna politika dovela do strukture aktive HNB-a u kojoj je potkraj 1997. udio domaćih kredita bio manji od 1 posto. Jednako tako zanemaruje postojanje palete instrumenata domaće monetarne politike koji su postojali tijekom cijeloga razdoblja nakon stabilizacije, ali nisu iskorišteni, jer za njima, u zadanim odnosima na tržištu, nije bilo potrebe.

2.3. O izboru instrumenata monetarne politike i o vezi s nelikvidnošću

Čini se da među hrvatskim ekonomistima ipak postoji težnja konsenzusu o tome da je takozvana nelikvidnost duboki strukturni problem, odnosno iskaz odgođene promjene stare i nedovoljno brzog razvitka nove gospodarske strukture, novih institucija, gospodarskih navika i običaja. Drugim riječima, radi se o trajnoj nelikvidnosti – insolventnosti. Većina ekonomista također prepoznaje činjenicu da su jedan od glavnih tranzicijskih problema nepotpune informacije. Taj se problem pojavljuje u različitim oblicima: u stalnom isticanju nedostatka transparentnih informacija o bankama i tvrtkama, u povici na revizorske kuće koje nepouzđano obavljaju svoj posao, u pokušajima da se preko burze i Komisije za vrijednosne papire utvrđuju standardi kvalitetnoga, točnog i učestalog objavljivanja podataka.

Nepotpune su informacije najvažniji problem pri vođenju monetarne politike. Kad su informacije potpune i savršene, što pretpostavljaju Šokman i Lovrinović (1998) izričući svoju zamjerku, izbor je instrumenata jasan: svakako treba intervenirati radi osiguranja likvidnosti za nelikvidne, ali solventne dijelove gospodarstva; nikako ne treba intervenirati radi osiguranja likvidnosti za nelikvidne i insolventne dijelove gospodarstva. Praktično pitanje, međutim, glasi: kako intervenirati uz nepotpune informacije kad nije moguće s visokim stupnjem sigurnosti razdvajati problem nelikvidnosti od problema insolventnosti (osim u ekstremnim slučajevima)². Pretjerana intervencija osigurala bi likvidnost insolventnim dijelovima gospodarstva, odgodila restrukturiranje, potaknula neracionalnu alokaciju kapitala i stoga povećala odgođene i buduće, neizbježne troškove restrukturiranja/relokacije resursa. Premala intervencija uskratila bi likvidnost solventnim dijelovima privrede i zadržala output ispod potencijalne razine, uz neizbježan društveni trošak nezaposlenosti, koja u tom slučaju ne bi bila strukturne naravi³.

Postojanje banaka olakšava svladavanje toga informacijskog problema. Banke su, naime, solventne onoliko koliko su solventni njihovi klijenti pa se središnja monetarna vlast može usredotočiti na dijagnostičko ispitivanje solventnosti banaka (nadzor i kontrola banaka). Tu se, međutim, sučeljavamo s dvjema ozbiljnim poteškoćama.

Prvo, nadzor i kontrola banaka podrazumijevaju ljudski kapital i specifično supervizijsko iskustvo koje se gradi generacijama. Bankovne se krize pojavljuju u zemljama koje desetljećima razvijaju nadzor banaka (SAD, Japan, skandinavske zemlje), a u nas se ta funkcija počela razvijati tek 1993. Već sama činjenica da i najrazvijenije zemlje imaju bankovne krize, upućuje na vječitu nepotpunost informacija o solventnosti banaka, barem kada je riječ o graničnim slučajevima (ekstremni se slučajevi insolventnosti ponekad vide i “iz aviona”).

Vječita nepotpunost informacija o solventnosti proizlazi iz općega karaktera budućnosti, koja je uvijek opterećena rizicima ili neizvjesnošću (solventnost treba razumjeti kao dugoročnu likvidnost). I najbolji supervizori posjeduju znanje koje omogućava samo statičku procjenu solventnosti. Dobra statička procjena tek je prva aproksimacija stvarne, dinamičke solventnosti. Rizik i neizvjesnost budućnosti čine taj problem tako teškim, no to nije opravdanje za neaktivnost.

Razvitak funkcije nadzora banaka stoga treba promatrati u kontekstu pouzdanosti informacija o solventnosti pojedinih banaka. Stupanj te pouzdanosti sudbinski povezuje funkciju nadzora i funkciju monetarnih operacija središnje banke. Monetarne operacije mogu razvijati instrumente domaće monetarne politike onoliko koliko raste pouzdanost informacija o solventnosti (ako se držimo pretpostavke da ne želimo osiguravati likvidnost insolventnima). U praktičnom smislu problem se svodi na pitanje: što treba priznati kao instrument osiguranja naplate kredita središnje banke?

Kada se problem promatra na taj način, ne čudi da je u početnoj fazi razvitka nadzora banaka domaći monetarni instrumentarij bio razmjerno siromašan. HNB je rano

2 Problem se može promatrati i na drugi način, a on pak zahtijeva izučavanje pojave da se broj poduzeća koji je “izišao” s tržišta tijekom proteklih deset godina, može “nabrojiti na prste”. U tom smislu pravo pitanje ne glasi kako intervenirati, već kako omogućiti izlazak pojedinim poduzećima s tržišta.

3 Ovdje pretpostavljamo da likvidnost bankovnog sustava, preko kojega središnja banka intervenira, odražava likvidnost gospodarstva.

razvio instrument lombardnoga kredita koji se odobrava na temelju zaloga najsigurnijih vrijednosnih papira – blagajničkih zapisa HNB-a i trezorskih zapisa Ministarstva financija. HNB je iskazao spremnost da pridonese razvitku financijskoga tržišta priznajući kao zalog i mjenice Ministarstva financija, nakon njihove pojave. Naposljetku, omogućeno je da svi dužnički instrumenti države, bez obzira na opća obilježja, ročnost i utrživost, mogu poslužiti kao zalog za likvidnosni kredit.

Opisana evolucija instrumenata očigledno prati sposobnost HNB-a da procjenjuje solventnost banaka i razvitak financijskih tržišta u Hrvatskoj. Pritom treba imati na umu da je tek od siječnja 1999. olakšan razvitak domaćega instrumentarija monetarne politike jer novi Zakon o bankama (članak 77.) omogućava promptnu reakciju središnje banke na pojavu nepoželjnih parametara u poslovanju banaka. Ta se reakcija u slučaju uporabe novoga “prozora” za likvidnost može i ostvariti. Ta zakonska mogućnost bitno olakšava prevladavanje problema nepotpunih informacija o solventnosti. Primjerice, ako prva ocjena upućuje na to da je banka tražitelj kredita solventna i da ima premostive poteškoće s nelikvidnošću, ali se poslije pokaže da je banka insolventna, središnjoj banci na raspolaganju stoji širok izbor izravnih interventnih mjera, sve do imenovanja privremenog upravitelja u insolventnoj banci.

Sretna je okolnost što se Hrvatska u razdoblju 1993. – 1997. nalazila u fazi snažnog neto priljeva kapitala i restrukturiranja velikih banaka. U takvim je uvjetima novčana masa znatno povećana na temelju deviznih intervencija. Na primarnom su tržištu (na aukcijama deviza kod HNB-a) pristup dodatnoj likvidnosti imale banke s deviznim višcima, no međubankovno je tržište novca bilo veoma živo i sve su banke mogle doći do likvidnosti prodajom deviza ili međubankovnim pozajmicama. Taj zaključak posebno vrijedi za razdoblje od sredine 1996. (kada je sanacija velikih banaka počela davati dobre rezultate), do sredine 1998., kada je postalo izvjesno da su neke manje i srednje banke duboko insolventne (tada su se već pokazale teškoće s nelikvidnošću). K tomu su gotovo sve banke bilježile prirast štednje (kunske i devizne) te zapravo nije bilo banaka koje su 1997. imale veće probleme s nelikvidnošću.

Postavlja se pitanje što bi se događalo da su izabrani drugi instrumenti monetarne politike? Središnja se banka mogla na primjer odlučiti da tečaj potpuno prepusti slobodnom tržištu te da ponudom novca upravlja samo domaćim instrumentima monetarne politike. Nije teško zamisliti razvitak događaja.

Potkraj 1993. hrvatske su banke imale jedan od najviših udjela potraživanja od države u ukupnoj aktivi (42,2 posto) u svijetu. Bile su to takozvane velike obveznice i protustavka stare devizne štednje. Da su ta potraživanja tada odobrena kao zalog za pristup kreditu središnje banke, dogodilo bi se sljedeće:

- a) tada insolventne banke (Privredna, Riječka, Splitska) bile bi dugo likvidne, nastavile bi odobravati i obnavljati zajmove staroj strukturi klijenata, a poticaj za njihovu rehabilitaciju i sanaciju (kao i za rehabilitaciju i sanaciju njihovih najvećih klijenata) pojavio bi se puno kasnije (najvjerojatnije uz puno veći trošak sanacije);
- b) nove privatne banke bez državnih vrijednosnih papira teže bi dolazile do likvidnosti, a tokove na tržištu novca svojim bi oligopolističkim položajem diktirale stare, velike i insolventne banke;

- c) središnja banka ne bi akumulirala međunarodne pričuve, Hrvatska vjerojatno bez adekvatnih međunarodnih pričuva ne bi imala investicijski rejting, pristup inozemnom kapitalu bio bi puno teži, a time bi mogućnost financiranja jača između štednje i investicija bila manja (manji deficit tekućeg računa po definiciji), a stopa rasta 1994. – 1998., ako bi uopće bila pozitivna, bila bi manja. Dodatni društveni trošak izazvala bi inflacija koja bi u tom scenariju bila veća⁴.

Prema tome bi se usporilo ionako sporo restrukturiranje (realokacija resursa) i bila bi počinjena klasična pogreška osiguranja likvidnosti insolventnom dijelu gospodarstva. Povećanje ponude novca na temelju otkupa viška ponude deviza, osim očito pozitivnih makroekonomskih učinaka, imalo je i važan mikroekonomski učinak; trajnija spremnost neke banke da nudi više deviza i nakon što je ispunila obvezu “redeponiranja” mogla se tumačiti kao prvi indikator solventnosti u uvjetima kad su informacije o njoj bile krajnje nepotpune.

U skladu s tim objektivna se ocjena naravi monetarne politike i njezinoga eventualnoga utjecaja na nelikvidnost može dati tek nakon što se odgovori na pitanje o tome je li mehanizam kreiranja novca uskratio likvidnost solventnim dijelovima sustava (je li prerestriktivna monetarna politika pridonijela problemu nelikvidnosti?). Pitanje se, međutim, može postaviti i obratno: je li opisani mehanizam kreiranja novca učinio likvidnost dostupnom insolventnim dijelovima gospodarstva i tako pridonio obnavljanju i uvećavanju problema nelikvidnosti (je li monetarna politika bila preekspanzivna)? Nadamo se da čitatelj nije zbunjen: mi, naime, mislimo da se nelikvidnost može pojaviti i u uvjetima ekspanzivne monetarne politike ako sustav alocira novac prema insolventnim dijelovima gospodarstva.

3. Što je zapravo nelikvidnost i kako je mjeriti

3.1. Fluidna granica nelikvidnosti

Za razumijevanje pojma nelikvidnosti važno je razlikovati nepodmirene obveze koje još nisu stigle na naplatu, nepodmirene obveze koje su stigle na naplatu, a koje će biti podmirene sa zakašnjenjem, te nepodmirene obveze koje su stigle na naplatu, ali nikada neće biti podmirene. Često se ne uočava razlika između posljednjih dvaju pojmova te se upravo ta dva pojma zajedno poistovjećuju s nelikvidnošću. Međutim, nelikvidnost je u biti samo segment koji se odnosi na nepodmirene obveze koje su dospjele na naplatu, ali će biti plaćene sa zakašnjenjem. Drugim riječima, odnosi se samo na zakašnjela plaćanja.

To se može povezati s dijelom rada u kojem je istaknuta potreba za razlikovanjem solventno-nelikvidnih dijelova gospodarstva od insolventno-nelikvidnih dijelova. Naime, po definiciji poduzeće je solventno i likvidno onda kada je sposobno sve svoje dospjele obaveze podmiriti u cijelosti i na vrijeme te kada postoje svi izgledi da će tako biti i u budućnosti. Ako poduzeće dio svojih dospjelih obveza nije u stanju podmiriti na vri-

⁴ Velika je vjerojatnost da bi se privatni konglomerati i s njima povezane banke konsolidirali inflacijskom preraspodjelom.

jeme, poduzeće je nelikvidno. Pri tome ono može biti solventno ukoliko su njegove ukupne obveze manje od ukupne imovine, odnosno insolventno u suprotnom slučaju. Najčešće poduzeća koja su solventna, a imaju problema s likvidnošću, svoje obveze podmiruju sa zakašnjenjem. S druge strane, insolventna poduzeća svoje obveze ne podmiruju te ih vjerovnici moraju naplaćivati na druge načine (najčešće sudskim putem).

S obzirom na to da stvarnu nelikvidnost zapravo čine potraživanja koja se naplaćuju sa zakašnjenjem, za poznavanje nelikvidnosti trebalo bi znati koji se to iznos potraživanja naplaćuje sa zakašnjenjem i koliko je prosječno vrijeme kašnjenja. Radi boljeg razumijevanja navest ćemo hipotetični primjer. Neka je dogovorno vrijeme plaćanja među poduzećima u jednom gospodarstvu 50 dana te neka se u tom roku naplaćuje 55 jedinica od ukupno 100 jedinica potraživanja koje dospijevaju na naplatu pedeseti dan. Preostalih 45 jedinica također se naplati, ali s prosječnim zakašnjenjem od 50 dana (pretpostavlja se da zakašnjela plaćanja imaju uniformnu distribuciju). Dakle, u tom sustavu nelikvidnost iznosi 45 jedinica, s prosječnim vremenom kašnjenja od 50 dana. Zamislimo identičan sustav u kojem je dogovorno vrijeme plaćanja među poduzećima 90 dana te u kojem se u tom roku naplaćuje 75 jedinica potraživanja od ukupno 100. Preostalih 25 jedinica naplaćuje se s prosječnim zakašnjenjem od 30 dana. Radi lakšeg razumijevanja ovog primjera izrađena je Tablica 1. u kojoj je prikazana dinamika naplate potraživanja. Tehnički gledano, u drugom slučaju postoji i manji iznos nelikvidnosti (25 jedinica) i kraće prosječno vrijeme kašnjenja (30 dana)⁵.

Tablica 1. Dinamika naplate potraživanja

Dani	50	60	70	80	90	100	110	120	130	140
I. slučaj	55	5	5	5	5	5	5	5	5	5
II. slučaj					75	5	5	5	5	5

Iz ovog vrlo jednostavnog primjera nazire se vrlo važna determinanta nelikvidnosti, a to je dogovorno vrijeme odgode plaćanja. Upravo je dogovorno vrijeme plaćanja fluidna granica koja razgraničava nelikvidnost od likvidnosti. Koliko će ono “iznositi” u pojedinoj zemlji, ovisit će ponajviše o institucionalnim faktorima. Na temelju istraživanja provedenih u HNB-u nešto dalje pokazat će se kako je u Hrvatskoj dogovorna odgoda plaćanja prilično kraća od one koju susrećemo u razvijenim zemljama.

Za mjerenje nelikvidnosti, uz razumijevanje samog pojma, bitno je znati i njezine pojavne oblike. Postoji nekoliko “vrsta nelikvidnosti”, odnosno zakašnjelih plaćanja: a) zakašnjela plaćanja drugim poduzećima (*overdue trade credit received*); b) zakašnjela plaćanja bankama (*overdue bank debt and/or interest arrears*); c) zakašnjela plaćanja državi (*tax arrears*); d) zakašnjela plaćanja zaposlenicima (*wage arrears*). Tek sva ta zakašnjela plaćanja zajedno pružaju pravu informaciju o nelikvidnosti. Stoga je za

⁵ Valja primijetiti da u biti nema razlike između ovih dvaju slučajeva. Međutim, u tehničkom smislu, nelikvidnost je u drugom slučaju manja. U ekstremnim prilikama, kada bi dogovorno vrijeme plaćanja bilo 140 dana, nelikvidnosti uopće ne bi bilo. Također valja primijetiti da se radi o vrlo jednostavnom primjeru u kojem se sva zakašnjela plaćanja ipak realiziraju. Drugim riječima, primjer ne sadrži problem insolventnosti.

ozbiljnu raspravu o problemu nelikvidnosti nužno raspolagati podacima o svakom pojavnom obliku zakašnjelih plaćanja zasebno⁶. U sljedećem dijelu pozornost se posvećuje upravo mjerenju nelikvidnosti, odnosno njezinim indikatorima.

3.2. Mjerenje nelikvidnosti I. – podaci ZAP-a o stanju nepodmirenih naloga

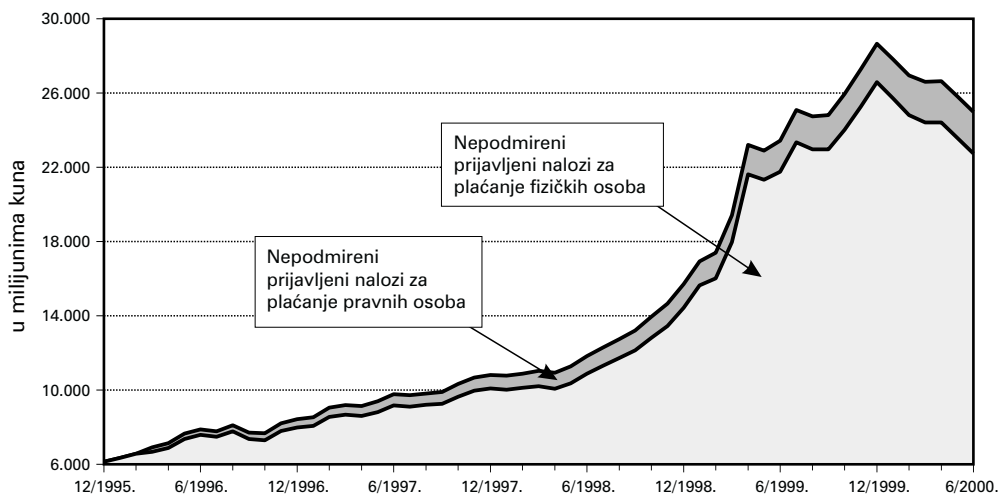
U različitim analizama nelikvidnosti najčešće se za pokazatelj razine nelikvidnosti u hrvatskom gospodarstvu rabe ZAP-ovi podaci o nepodmirenim nalogima za plaćanje (u daljnjem tekstu NNZ-i). Premda mislimo da se u prijašnjim analizama NNZ-ima posvećivala nezasluženo velika pozornost, zbog velikih nedostataka samog pokazatelja, u ovoj analizi nećemo zaobići analizu NNZ-a. Međutim, prije svega upozorit ćemo na nedostatke tog pokazatelja. Prvo, NNZ-i nisu toliko pokazatelj nelikvidnosti, koliko su pokazatelj insolventnosti hrvatskih poduzeća. Taj ćemo stav nešto dalje potkrijepiti i činjenicama. Drugo, kada bi NNZ-i i bili vjerodostojan pokazatelj nelikvidnosti, to bi bio pokazatelj koji ne bi prikazivao stvarnu razinu nelikvidnosti, već bi prikazivao samo onaj dio nelikvidnosti koji su vjerovnici voljni pokazati. Drugim riječima, ako dužnici uspiju uvjeriti vjerovnike da ne prijavljuju naloge, pokazatelj (NNZ-i) podcijenit će razinu nelikvidnosti u gospodarstvu. Ukoliko pak neki vanjski čimbenik promijeni motivaciju vjerovnika za podnošenje naloga za naplatu (dobar je primjer ukidanje akceptnog naloga u travnju 1999. godine), dinamika rasta nelikvidnosti bit će precijenjena. Još jedan nedostatak NNZ-a, kao indikatora nelikvidnosti, jest taj što oni ne obuhvaćaju neke druge oblike nelikvidnosti, poput neisplaćenih plaća, te u tom segmentu mogu znatno podcijeniti stvarnu razinu nelikvidnosti. S obzirom na navedene nedostatke valja imati na umu da pokazatelj NNZ-a može poslužiti samo u indikativne svrhe te da eventualne zaključke treba uzimati s oprezom.

U razdoblju od prosinca 1995. do prosinca 1999. godine nominalni rast iznosa NNZ-a nije bio zanemariv (Slika 1). Štoviše, dinamika rasta poprimila je eksponencijalni karakter u posljednjem dijelu promatranog razdoblja, što je dodatno zainteresiralo stručnu i širu javnost. Sve do sredine 1998. godine iznos NNZ-a kao udio u BDP-u kretao se od 6,2 do 9,0 posto (Slika 1.a.). Međutim, u razdoblju nakon sredine 1998. godine pa do konca 1999. godine dolazi do eksponencijalnog nominalnog rasta NNZ-a i do izrazitog povećanja NNZ-a kao udjela u BDP-u. Ipak, u navedenom razdoblju treba razlikovati dva podrazdoblja: razdoblje od lipnja 1998. do svibnja 1999. i razdoblje od svibnja do prosinca 1999. godine.

U prvom navedenom podrazdoblju primjećuje se najveći i apsolutan i relativan rast NNZ-a. Posljedica je to nekoliko razloga kojima je teško razlučiti pojedinačno značenje. Stoga ih je možda najbolje poredati kronološki. Početkom 1998. godine uveden je tada nov oblik poreza na promet (PDV), koji je zbog visine stope te načina obračuna smanjio likvidnost u privatnom sektoru.

Nadalje, u proljeće 1998. pojavljuju se teškoće u bankovnom sustavu, koje kulminiraju u drugom dijelu 1998. te početkom 1999. godine. Potom se, sredinom 1998. go-

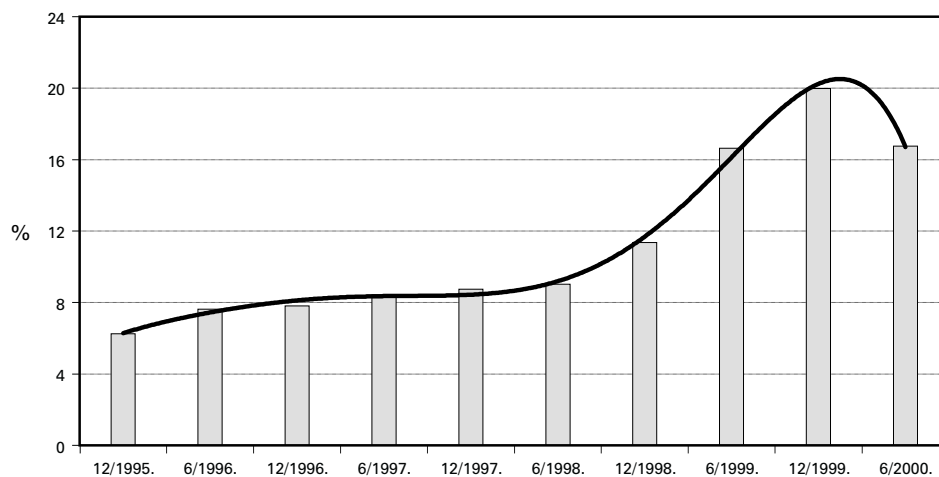
6 Kada bismo raspolagali podacima, tj. iznosima pojedinih grupacija zakašnjelih plaćanja na razini gospodarstva, još bi spoznaja o razmjerima nelikvidnosti imala svojih ograničenja. Jedno bitno ograničenje otklonilo bi se tek kada bismo znali obujam transakcija koje se obavljaju u robi (trampa).

Slika 1. Iznos nepodmirenih prijavljenih naloga za plaćanje kod ZAP-a

Izvor: Informacije ZAP-a, razni brojevi

dine, rebalansom proračuna zbog nepredviđeno visokih prihoda proračuna (po osnovi PDV-a) povećavaju rashodi proračuna. Međutim, anegdotalni izvori pokazuju da je državna potrošnja u 1998. bila značajno veća od one utvrđene rebalansom te da je država zbog toga generirala znatan iznos nepodmirenih obveza, što je povećalo nelikvidnost u ukupnom gospodarstvu. Nadalje, potkraj 1998. najavljeno je ukidanje akceptnog naloga kao instrumenta osiguranja plaćanja. Akceptni je nalog ukinut u travnju 1999. godine, a svi su poduzetnici do tada morali prijaviti akceptne naloge u posjedu. Taj efekt, uvjetovan institucionalnim čimbenicima, izazvao je pravu eksploziju porasta prijavljenih NNZ-a u ožujku i travnju 1999. godine.

U podrazdoblju koje je uslijedilo, svibanj – prosinac 1999., nominalan i relativan rast NNZ-a bio je nešto slabiji, ali još vrlo jak. Zanimljivo je da je u svibnju 1999. zabilježen, prvi put nakon dvije godine, manji nominalni pad iznosa NNZ-a. Međutim, u mjesecima koji su slijedili, iznosi NNZ-a povećavali su se, a vrhunac je dosegnut u pro-

Slika 1.a. Udio nepodmirenih prijavljenih naloga za plaćanje kod ZAP-a u BDP-u

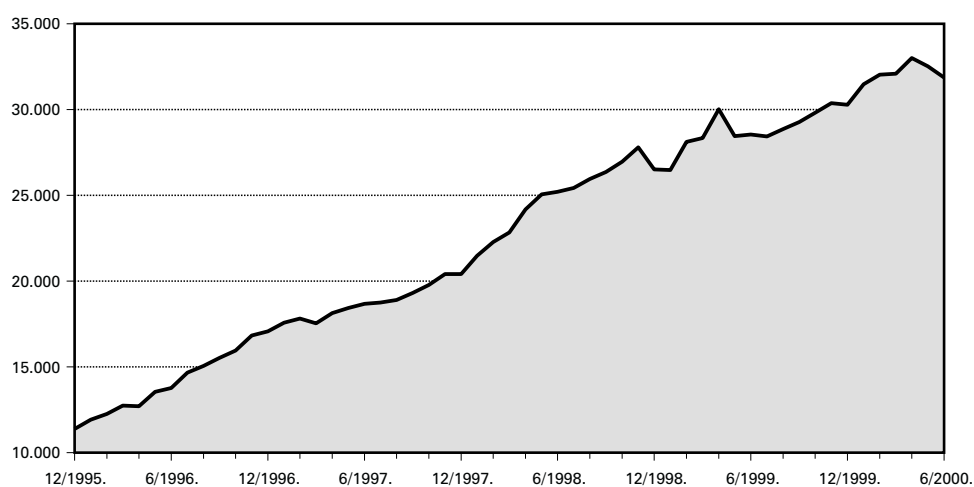
Izvor: Mjesečno statističko izvješće DZS-a i Informacije ZAP-a, razni brojevi

sincu kada je bilo prijavljeno ukupno 28,7 milijardi kuna (20 posto BDP-a) nepodmirenih naloga. Jedan je uzrok porasta NNZ-a u ovom razdoblju dominantan. To je državna potrošnja koja je izlazila izvan okvira proračunom definirane, te je stoga država generirala nove nepodmirene obveze koje su negativno utjecale na likvidnost gospodarstva. Valja imati na umu da se pri objašnjavanju velikog rasta NNZ-a i u ovom, i u prethodnom podrazdoblju izostavio iz razmatranja vrlo važan faktor koji je općenito “zaslužan” za razmjere nelikvidnosti u hrvatskom gospodarstvu. To je faktor neefikasnog i sporog sudstva koje je do sada šttilo, a i još šttili (ljetu 2000.) dužnike, kršeći tako osnovna vlasnička prava na kojima se temelji svako zdravo tržišno gospodarstvo.

U razdoblju nakon 1999. godine čini se da se problem nelikvidnosti počeo smanjivati. Iznos registriranih NNZ-a kontinuirano se smanjuje iz mjeseca u mjesec. U lipnju 2000. tako su, primjera radi, NNZ-i iznosili 25 milijardi kuna ili isto onoliko koliko su iznosili godinu dana prije. Tvrditi da su navedena kretanja samo rezultat oporavka gospodarske aktivnosti (u 1999. hrvatsko gospodarstvo bilo je zahvaćeno recesijom što je također utjecalo na rast nelikvidnosti u 1999. godini) bilo bi u najmanju ruku pretenciozno⁷. Činjenica je, međutim, da je u 2000. godini promijenjen način vođenja državnih financija. U prvoj polovici godine sve se podredilo smanjenju državne potrošnje, financijskoj disciplini države te povratu postojećih nepodmirenih obveza države prema privatnom sektoru. Zasigurno je upravo navedeno vrlo važan razlog za poboljšanje situacije. Ipak, postoji još jedan bitan razlog zbog kojeg se registrirani NNZ-i smanjuju. To je provedba stečajeva nad poduzećima koja su već odavno trebala “nestati” ili biti restrukturirana. To se može potkrijepiti činjenicom da se broj blokiranih poduzeća kao i broj zaposlenih u blokiranim poduzećima znatno smanjio u proljeće 2000. godine (Slike 2. i 3.).

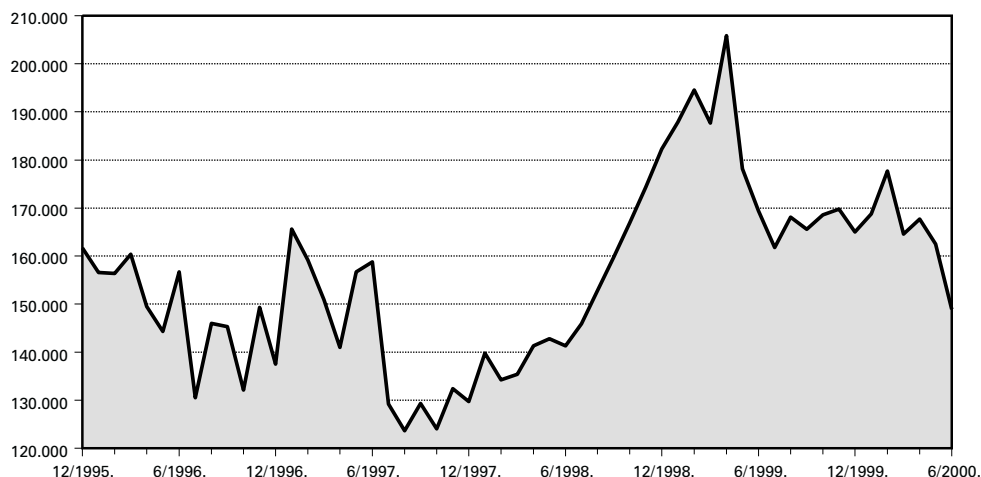
U tom se smislu pokazuje istinitom tvrdnja da su NNZ-i dobrim dijelom pokazatelj insolventnosti, a ne nelikvidnosti. Međutim, ta će se tvrdnja u sljedećem dijelu dodat-

Slika 2. Broj insolventnih pravnih osoba

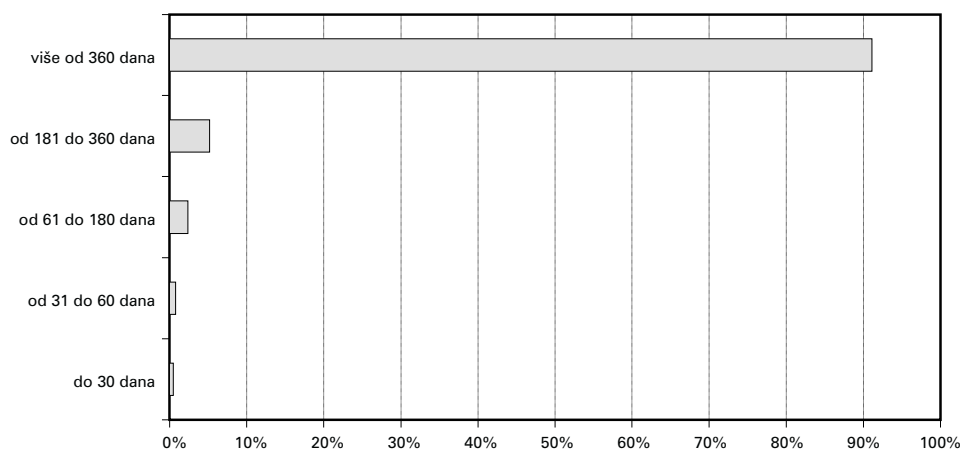


Izvor: Informacije ZAP-a, razni brojevi

⁷ Dakako da pozitivna gospodarska kretanja poboljšavaju likvidnost gospodarstva. Međutim, valja primijetiti da ona mogu poboljšati samo likvidnost solventnog dijela gospodarstva.

Slika 3. Broj zaposlenih u insolventnim pravnim osobama

Izvor: Informacije ZAP-a, razni brojevi

Slika 4. Nepodmirene obveze prema trajanju blokade računa, struktura prema iznosu prijavljenih nepodmirenih naloga pravnih osoba (stanje na dan 30.6.2000.)

Izvor: Informacija 6, ZAP, srpanj 2000.

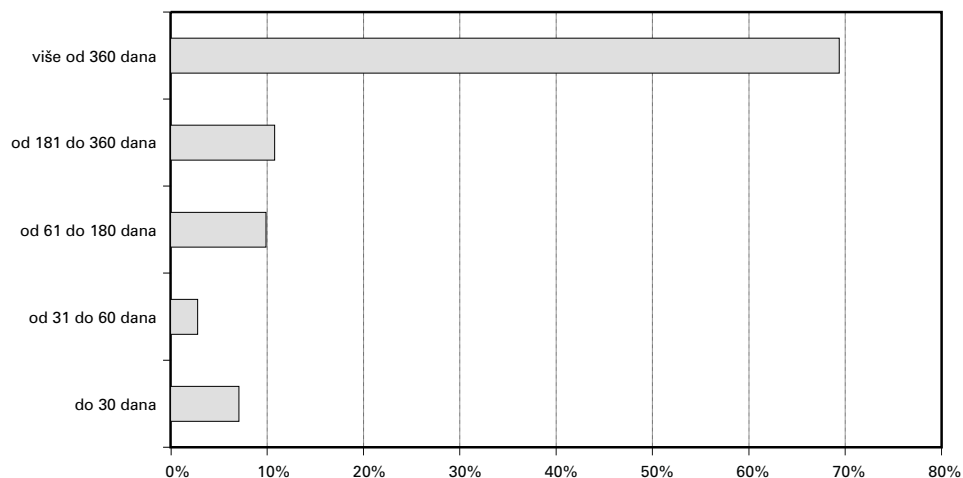
no poduprijeti činjenicama. Stoga, valja biti oprezan pri donošenju zaključaka o nelikvidnosti na temelju kretanja NNZ-a.

Podatak da je preko 90 posto od ukupnog iznosa NNZ-a pravnih osoba (registriranih u lipnju 2000.) u ZAP pristiglo prije lipnja 1999. godine najbolje govori o tome da nelikvidnost nije novina u našem gospodarstvu (Slika 4.)⁸.

Tih 90 posto iznosa NNZ-a odnosi se na gotovo 70 posto insolventnih pravnih osoba registriranih kod ZAP-a, a u njima je zaposleno oko 60 posto radnika od ukupnog broja radnika zaposlenih u insolventnim poduzećima (Slike 5. i 6.). Postoji vrlo velika vjerojatnost da su poduzeća iz ove skupine (blokirana više od 360 dana) već odavno "mrtva" te da iznos od 22,5 milijardi kuna vjerovnici vjerojatno nikada neće naplatiti.

⁸ Ovdje valja napomenuti da se prema stečajnom zakonu stečaj treba "automatski" pokrenuti nakon 21 dana otkako poduzeće ne može podmiriti svoje obveze.

Slika 5. Nepodmirene obveze prema trajanju blokade računa, struktura prema broju insolventnih pravnih osoba (stanje na dan 30. 6. 2000.)

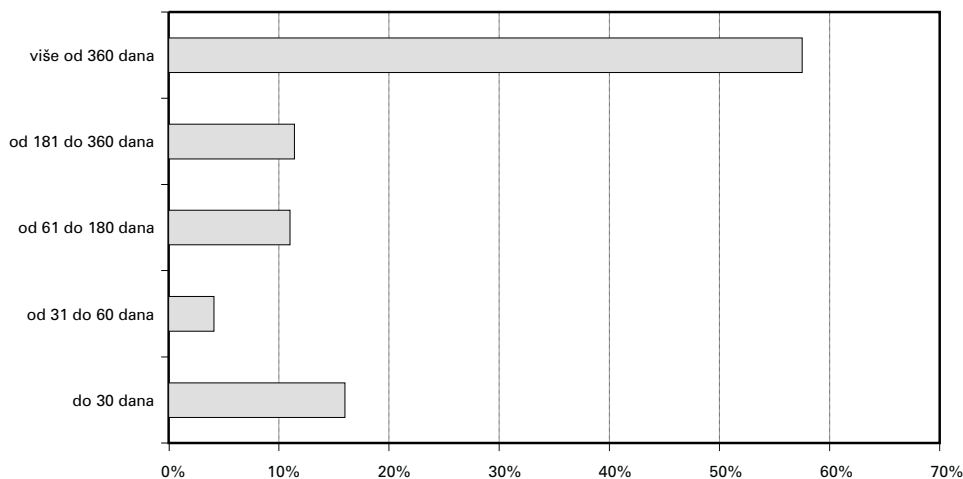


Izvor: Informacija 6, ZAP, srpanj 2000.

Točnije, vjerovnici bi navedeni iznos duga trebali otpisati ili pokušati naplatiti ne-novčanim putem, tj. namiriti iz imovine poduzeća dužnika. Važno je istaknuti da se veličina ove skupine poduzeća u protekle dvije godine znatno povećala u svakom pogledu.

U lipnju 1998. godine bilo je registrirano ukupno 75 posto iznosa nepodmirenih naloga u skupini poduzeća koja su bila blokirana duže od godine dana. Tada se na taj iznos odnosilo oko 55 posto blokiranih pravnih osoba, te je u njima bilo zaposleno nešto više od 40 posto radnika od ukupno zaposlenih u insolventnim poduzećima. Iz toga proizlazi da se već u dužem vremenskom razdoblju pretežit iznos blokada (od 70 do 90 posto) odnosi na ona poduzeća koja su blokirana duže od godine dana. Radi se o poduzećima koja ne samo što nisu sposobna izvršavati svoje dospjele novčane obveze već su i njihove ukupne obveze najvjerojatnije veće od njihove ukupne imovine. Dakle,

Slika 6. Nepodmirene obveze prema trajanju blokade računa, struktura prema broju zaposlenih kod insolventnih pravnih osoba (stanje na dan 30. 6. 2000.)



Izvor: Informacija 6, ZAP, srpanj 2000.

u cijelom su razdoblju ZAP-ovi podaci o NNZ-ima prikazivali insolventnost, a ne nelikvidnost.

Bez obzira na to radi li se o insolventnosti ili nelikvidnosti do izražaja mora doći pravni instrumentarij, odnosno pokretanje stečaja ili ovrhe nad poduzećima koja nisu u stanju ispuniti svoje dospjele obveze. Međutim, pri tome se opravdano postavljaju dva pitanja. Prvo, kako riješiti socijalni problem zaposlenih u takvim poduzećima (samo u poduzećima blokiranim duže od godine dana zaposleno je više od 85.000 osoba). Drugo, koji je odnos između transakcijskih troškova provođenja stečaja i očekivane naplate primjenom pravnog instrumentarija⁹. Odgovori na oba pitanja nadilaze okvire ovog rada. Ipak, valja imati na umu da ukoliko se problem nelikvidnosti zaista želi “skinuti” s liste problema, pravni instrumentarij ne smije biti u funkciji socijalnog “amortizera” jer se tako samo odgađa nužno restrukturiranje gospodarstva. Socijalne amortizere treba tražiti u proračunu i poticajima investiranju, a ne u derogiranju pravnog sustava čime se kriza samo produbljuje.

3.3. Mjerenje nelikvidnosti II. – anketa HNB-a (metodologija provođenja ankete o nelikvidnosti i njezini glavni nalazi)¹⁰

Pokazatelji nelikvidnosti koji se koriste u ovome dijelu istraživanja, izvedeni su iz podataka o poslovanju koje su poduzeća dostavila HNB-u u dva navrata, u prvoj polovici 1999. godine i u prvoj polovici 2000. godine. Prva je anketa u određenom smislu bila “pilot” koji je omogućio da se u drugoj isprave pojedini nedostaci vezani uz dizajn uzorka, uz izvore za njegovo kreiranje te uz formulaciju pitanja. Podaci dobiveni prvom anketom, bez obzira na njezin karakter, u znatnom broju slučajeva iskazuju sličnost s drugom anketom te se pojedine razlike, uz određene ograde, ipak mogu interpretirati u smislu ocrtavanja tendencija.

Na prvi su upitnik, odaslan tijekom siječnja 1999. godine na adrese 484 poduzeća, koja su činila uzorak, odgovorila ukupno 104 poduzeća. To daje stopu odgovora od 21,5 posto. Premda je stopa u postotnom iznosu mala, može se smatrati zadovoljavajućom s obzirom na osjetljivost problema koji se istražuje. Taj je uzorak bio stratificiran na način prikazan u Tablici 2.:

9 Vrijedi teoretska tvrdnja da su troškovi provođenja stečaja to veći od eventualnih koristi što je veći broj poduzeća s malom imovinom nad kojima bi se trebao pokrenuti postupak. U Hrvatskoj ne samo što je broj poduzeća golem već je najveći dio blokada upravo prisutan kod minijaturnih trgovačkih poduzeća. To potvrđuju prethodne analize provedene u HNB-u, koje su utvrdile da na 0,4 posto najvećih poduzeća dužnika otpada gotovo 30 posto registriranih NNZ-a i podaci ZAP-a o sektorskoj strukturi NNZ-a. Značajno je da trgovina zauzima prva dva mjesta na ljestvici najvećih sektora dužnika. Isto tako, važno je da udio trgovine na veliko pada, dok udio trgovine na malo raste. Međutim, agregatni pokazatelj za oba sektora govori da sektor trgovine tijekom promatranog razdoblja obuhvaća gotovo 40 posto svih NNZ-a. Upravo to podupire tvrdnju da je najveći broj blokada prisutan kod malih trgovačkih poduzeća.

10 Želimo zahvaliti ZAP-u na suradnji jer bez uvida u ZAP-ovu bazu podataka ne bi bilo moguće izraditi kvalitetan uzorak te provedena anketa ne bi polučila željeni uspjeh. Također želimo zahvaliti svim poduzećima koja su popunila anketni upitnik i tako omogućila “dublji” uvid u problem nelikvidnosti u Hrvatskoj.

Tablica 2. Struktura uzorka na kojemu je provedena prva anketa

	Broj poduzeća u osnovnom skupu	Broj poduzeća u uzorku	Odgovori	Stopa povrata
Veliki poduzetnici	2.084	151	64	42,4%
Registar poslovnih jedinica	183.409	333	40	12%
Ukupno	185.493	484	104	21,5%

Razlog za takvo stratificiranje uzorka bila je želja da se istraživanje učini što uspješnijim (da se smanji broj poduzeća koja postoje “samo na papiru” u uzorku, kakva pretežu u registru poslovnih jedinica, što je također jedan od uzroka niskih stopa povrata), ali koja je istodobno morala biti odvojena s gubitkom uvida u problematiku nelikvidnosti sektora malih poduzeća. Stope odgovora prikazane u Tablici 2. opravdale su stratificiranje uzorka koje je tako napravljeno da bi se u njemu našao veći udio velikih poduzeća nego da je promatran uzorak koji bi se temeljio samo na registru poslovnih jedinica. Niske stope odgovora pokazuju i opću nevoljkost davanja podataka o novčanim tokovima, strah od nadzora i sl.

Velik broj neaktivnih poduzeća koja su bila uključena u uzorak prve ankete, upozorio je na potrebu da se uzorak izradi na temelju kvalitetnije baze aktivnih poduzeća. U tu je svrhu iskorišten ZAP-ov registar imalaca računa (163.520 poduzeća), odnosno njegov podskup – sva poduzeća koja su u 1999. godini ZAP-u predala godišnja statistička izvješća¹¹. Iz tog su podskupa izuzeta sva poduzeća koja u 1998. godini nisu imala promet na računima, kao i poduzeća čiji je temeljni kapital iznosio manje od 20.000 kuna, čime je populacija na osnovi koje je formiran uzorak, svedena na 27.988 poduzeća. Na temelju takve populacije izabrali smo stratificirani uzorak od 600 poduzeća. Poduzeća smo stratificirali po regionalnom kriteriju (razvrstali smo ih u tri regije, uvjetno nazvane “sjever”, “istok” i “jug”¹²) te prema kriteriju likvidnosti (je li poduzeće bilo u blokadi na dan 31. prosinca 1999. godine ili nije). Odluka o broju jedinica u svakoj od šest kategorija donesena je na temelju ukupnoga kapitala poduzeća iz tih stratumata. Tako smo dobili strukturu uzorka prikazanu u Tablici 3.

Tablica 3. Struktura uzorka na kojem je provedena druga anketa

	“Sjever”	“Istok”	“Jug”
“Likvidni”	56,1% (336 poduzeća)	4,6% (28 poduzeća)	20,4% (123 poduzeća)
“Nelikvidni”	5,2% (31 poduzeće)	5,2% (31 poduzeće)	8,5% (51 poduzeće)

11 Činjenica da u Hrvatskoj ne postoji kvalitetna baza podataka s točnim adresama poduzeća bitno otežava svaki pokušaj istraživanja problema nelikvidnosti anketom. Kako nam se ta činjenica, s aspekta našega rada, čini posebno zanimljivom, podsjećamo na riječi Hernanda de Sota koji je jednom prilikom izjavio da nema funkcionalnoga tržišnoga gospodarstva bez adresa.

12 “Sjever” čine Bjelovarsko-bilogorska, Karlovačka, Koprivničko-križevačka, Krapinsko-zagorska, Međimurska, Sisačko-moslavačka, Varaždinska i Zagrebačka županija te Grad Zagreb. U “istok” smo uključili Brodsko-posavsku, Osječko-baranjsku, Požeško-slavonsku, Virovitičko-podravsku i Vukovarsko-srijemsku županiju. “Jug” se sastoji od Dubrovačko-neretvanske, Istarske, Ličko-senjske, Primorsko-goranske, Splitsko-dalmatinske, Šibenske i Zadarsko-kninske županije.

U svakom od tih stratuma formirali smo sistematski uzorak unutar kojega je vjerojatnost ulaska u uzorak za svako poduzeće bila proporcionalna četvrtom korijenu iz njegova temeljnoga kapitala (npr. poduzeće koje je imalo 16 puta veći kapital, imalo je dvostruko veću vjerojatnost ulaska u uzorak od poduzeća s manjim kapitalom). Takvim smo dizajnom uzorak svjesno učinili pristranim kako bismo povećali efikasnost ankete (zbog boljeg povrata upitnika od većih poduzeća). Budući da je određen broj poduzeća iskoristio mogućnost anonimnog slanja upitnika, stope povrata upitnika moguće je izračunati samo za 105 poduzeća (od ukupno 116 odgovora). Valja još dodati da je ukupno 48 poduzeća ispalo iz uzorka jer nismo mogli doći do njihove točne adrese ili su u međuvremenu prestala s radom, zbog čega su nam upitnici vraćeni. Stope povrata upitnika prikazane su u Tablici 4.:

Tablica 4. Stope povrata upitnika

	Broj poduzeća			Stopa povrata			
	“sjever”	“istok”	“jug”	“sjever”	“istok”	“jug”	sve reg.
“Likvidni”	72	5	25	21,4%	18,1%	20,4%	20,9%
“Nelikvidni”	2		1	6,3%	0,0%	2,0%	2,7%
Ukupno	74	5	26	20,2%	8,5%	14,9%	17,5%

Ukupna je stopa povrata, uključujući poduzeća za koja nismo mogli odrediti kojoj regiji pripadaju, iznosila 19,3 posto, a ako se iz uzorka izuzmu poduzeća čije točne adrese nismo uspjeli pronaći ili su u međuvremenu prestala s radom, ukupna se stopa povrata povećava na 21 posto.

Iz stopa povrata očito je da je uzorak pristran s obzirom na status prema likvidnosti, odnosno da nelikvidna poduzeća puno teže otkrivaju svoje financijske podatke i kvalitativna stajališta. Uzorak također pokazuje i regionalnu pristranost, koja je uzrokovana ponajprije različitom raširenošću problema nelikvidnosti. Zbog posebno malog odaziva nelikvidnih poduzeća smatramo da ne bi imalo mnogo smisla korigirati uzorak “napuhavajućim faktorima” kako bi se poboljšala njegova reprezentativnost. Stoga ćemo analizirati odgovore u onom obliku u kojem smo ih primili, ali imajući na umu izrazitu pristranost prema likvidnim poduzećima.

U anketnim su upitnicima bila postavljena pitanja o financijskim pokazateljima poslovanja poduzeća (temeljni kapital, ukupni prihodi i rashodi, neplaćene dospjele obveze poduzeća i njegova potraživanja te rokovi odgode plaćanja i prosječnog kašnjenja s plaćanjem, kao i sudjelovanje u kompenzacijama – vidite Dodatak I. na kraju rada). Također su u drugom upitniku pridodana određena kvalitativna pitanja kojima smo pokušali prikupiti iskustva poduzeća sa zakonodavstvom, sudovima i dužnicima.

Tablica 5. Karakteristike poduzeća koja su odgovorila na ankete

	Ukupan temeljni kapital	Broj poduzeća	Od toga u državnom vlasništvu		U privatnom vlasništvu			Zaposleni		
			mlrd. kn	% kap.	broj	% kap.	broj	od osnutka	ukupno	prosjek
1. anketa	2,7	104	30,8	17	67,0%	81	4,0% (43)	18.202	178	63
2. anketa	1,9	116	16,3	4	79,5%	110	6,2% (81)	6.268	54,5	6

Napomena: razlika je između ukupnog iznosa (100% za vlasništvo ili ukupan broj za poduzeća) i prijavljenih brojki nepoznata.

Izvor: ankete poduzeća

Kao što je iz Tablice 5. vidljivo, poduzeća koja su odgovorila na drugu anketu, u prosjeku su manja (po kriteriju temeljnoga kapitala, kao i po kriteriju zaposlenosti) od poduzeća iz prve ankete. Nadalje, u drugoj se anketi javilo više poduzeća u privatnom vlasništvu te poduzeća koja su privatna od osnutka. Vjerojatan je uzrok tome kvalitetnija baza podataka o poduzećima, koja je omogućila da glavnina anketnih upitnika stigne na adrese aktivnih malih poduzeća, dok se u prvoj anketi našlo mnogo više neaktivnih malih poduzeća. Također, s obzirom na nešto nižu ukupnu stopu povrata upitnika u drugoj anketi, razumnim se čini pretpostaviti da su u njoj relativno zastupljenija bila mala poduzeća, čiji je odaziv na anketu obično slabiji.

Najzanimljiviji od pokazatelja koje je moguće izračunati iz raspoloživih podataka jesu ukupna dospjela, a nenaplaćena potraživanja i dospjele neplaćene obveze. Navedeni su pokazatelji prikazani u Tablici 6.

Tablica 6. Ukupna potraživanja i obveze poduzeća, u milijunima kuna

	Dospjela potraživanja	Od toga poduzeća	Dospjele obveze	Od toga poduzeća	Potraživanja poduzeća/obveze poduzeća
1. anketa	1,054	749	825	521	144%
2. anketa	583	505	438	302	133%

Izvor: ankete poduzeća

O strukturi dospjelih potraživanja i obveza više će riječi biti poslije, ali udjeli u ovim potraživanjima i dugovanjima koji se odnose na poduzeća, mogu dati dodatne informacije o samoj strukturi uzorka. U objašnjenju metodologije po kojoj je anketa provedena izložen je problem pristranosti prema likvidnim poduzećima, koji se na razini financijskih pokazatelja može zamijetiti kao pristranost prema neto kreditorima (omjer dospjelih potraživanja od poduzeća i dospjelih dugovanja poduzećima iznosi 144 posto za prvu anketu i 133 posto za drugu anketu). Navedeni se zaključak odnosi na promatrana poduzeća u cjelini, i ne mora biti istinit za svako pojedino poduzeće koje se nalazi u uzorku.

Kako bi se stekao uvid u razmjere ukupnih dospjelih obveza i potraživanja poduzeća iz uzorka, njihov iznos moguće je staviti u odnos s različitim varijablama kao što su temeljni kapital poduzeća i prihodi, odnosno rashodi poduzeća, koji su prikazani u Tablici 7.

Tablica 7. Odabrani financijski pokazatelji poduzeća

	Ukupne obveze/temeljni kapital	Dospjela potraživanja/ukupni prihodi	Stopa neto dobiti
1. anketa	30,4%	18,6%	0,45%
2. anketa	23,5%	26%	0,43%

Izvor: ankete poduzeća

Iako se stupanj financijske poluge proizišao iz odgode plaćanja ne čini posebno visok, potrebno je biti oprezan. Temeljni je kapital knjižna kategorija koja ne mora ništa govoriti o stvarnoj vrijednosti poduzeća na tržištu, tako da je moguće da je stupanj djelovanja financijske poluge viši nego što se iz ovih podataka čini. Također, nenaplativost vrlo malog dijela potraživanja (otprilike 2 posto) mogla bi u potpunosti izbrisati dobit. Vidljivo je da neizvjesnost naplate dospjelih potraživanja neizvjesnom čini i rentabilnost poduzeća. Ukoliko se, međutim, nenaplativa potraživanja redovito otpisuju i ako postoji adekvatna politika rezerviranja, problem iskazivanja nepostojeće dobiti neće biti izražen.

Budući da nam nisu poznata istraživanja koja su se bavila politikom otpisivanja nenaplativih potraživanja u Hrvatskoj, u drugu smo anketu uključili nekoliko pitanja iz kojih smo željeli doznati nekoliko temeljnih pokazatelja iz tog područja.

Tablica 8. Iskustva poduzeća s otpisom potraživanja

	Broj	Udio u aktivi
Otpisala potraživanja	43	76,7%
Nikad nisu otpisala potraživanja	65	23,0%
Nepoznato	8	0,3%

Izvor: 2. anketa poduzeća

Premda manjina anketiranih poduzeća ima iskustva s otpisom dugova, na njih se odnosi dominantan udio u aktivi, što znači da uglavnom veća poduzeća imaju razvijeniju praksu otpisa potraživanja. Navedeni se nalaz može interpretirati dvojako, kao posljedica nerazvijenosti politike otpisa nenaplativih potraživanja u manjim poduzećima ili kao rezultat pažljivijeg odabira poslovnih partnera. Budući da iz ankete ne možemo izvući podatke koji bi dodatno osvijetlili taj problem, ne možemo ponuditi jasan odgovor na pitanje o kojoj je kombinaciji spomenutih uzroka riječ.

Razlike u iskustvima s otpisom potraživanja između tih dviju skupina čine se opravdane jer su poduzeća koja su otpisivala potraživanja, imala dvostruko veći udio dospjelih potraživanja u aktivi. Prosječan rok nakon kojega su nenaplaćena potraživanja otpisivana iznosio je nešto više od dvije godine. Tijekom 1999. godine promatrana su poduzeća ukupno otpisala nenaplaćenih potraživanja koja su bila jednaka 0,7 posto prihoda u toj godini, odnosno 2,3 posto dospjelih nenaplaćenih potraživanja krajem godine. Spomenuti iznosi nisu zanemarivi i čini se da znatan dio poduzeća otpisuje potraživanja za koja ocijeni da su nenaplativa. U svjetlu te činjenice svrhovitim se čini zapitati o stvarnom iznosu NNZ-a, čija se glavnina odnosi na poduzeća koja su u blokadi duže od godinu dana, a koji se još uvijek vode u ZAP-u kao nenaplaćena potraživanja, kao i o njihovoj stvarnoj vrijednosti ako ih poduzeća još vode u bilancama.

S obzirom na mnoge prigovore upućene pravosuđu kao jednom od uzroka nelikvidnosti, anketom smo željeli ispitati iskustva poduzetnika s pravosudnim sustavom, što je sažeto u Tablici 9.

Tablica 9. Oslanjanje poduzetnika na pravosudni sustav

	Broj	Udio u aktivni
Pokušali sudski naplatiti potraživanje	37	92,4%
Nisu pokušavali sudskim putem	71	7,2%
Nepoznato	8	0,4%

Izvor: 2. anketa poduzeća

Iako je samo manji broj poduzeća pokušao sudskim putem naplatiti potraživanja, očito je da se radi o glavnini uzorka s obzirom na udio u ukupnoj aktivni. Poduzeća koja su s pomoću pravosudnog sustava pokušala naplatiti potraživanja, pokrenula su ukupno 573 procesa, što je u prosjeku više od 15 procesa po poduzeću. Ista su poduzeća tijekom 1999. godine okončala ukupno 118 procesa, uz njihovo prosječno trajanje od 18 mjeseci.

Poduzeća koja se nisu oslanjala na sud, upitali smo za razloge takve odluke. S obzirom da su primjedbe imala i neka od poduzeća koja su pokušala sudskim putem naplatiti potraživanja, ukupan broj odgovora popeo se na 85. U Tablici 10. prikazani su razlozi zbog kojih se poduzeća nisu oslanjala na pravosudni sustav, iako su možda željela.

Tablica 10. Razlozi izbjegavanja naplate potraživanja sudskim putem (anketa 2000.)

Ponudeni odgovori	Rang ^{a)}					
	I		II		III	
U lošoj gospodarskoj situaciji moramo pomagati poslovne partnere.	8	9,4%	6	8,1%	11	24,4%
Sudovi su spori, skupi, nedovoljno kompetentni.	34	40,0%	17	23,0%	8	17,8%
Vjerojatnost naplate je niska jer je poduzeće visoko zaduženo.	11	12,9%	24	32,4%	3	6,7%
Veća je mogućnost naplate korištenjem neformalnih sredstava.	8	9,4%	12	16,2%	11	24,4%
Naše je poduzeće u visokom stupnju ovisno o tom kupcu.	23	27,1%	11	14,9%	8	17,8%
Nešto drugo	1	1,2%	4	5,4%	4	8,9%
Ukupno odgovora	85		74		45	

^{a)} Poduzećima smo omogućili da zaokruže nekoliko ponuđenih odgovora, međutim, pri tome su trebala rangirati zaokružene odgovore po važnosti. Rang I označava najveću važnost, a rang III najmanju.

Najviše rangiran prigovor (40 posto prvorangiranih odgovora) odnosi se na same sudove, odnosno na njihovu sporost, cijenu i kompetenciju. S obzirom na veličinu poduzeća koja su se pouzdavala u sudove, kao i na razloge zbog kojih ih je ostatak gospodarstva izbjegavao, čini se da oslanjanje na sudstvo zahtijeva znatne fiksne troškove (npr. za korporativne pravnike ili osoblje koje će se aktivirati oko slučajeva), ali i troškove druge naravi (npr. sudske pristojbe), zbog čega se sudskim aparatom efektiv-

no koristi samo manji broj većih poduzeća, dok se glavnina manjih poduzeća uopće njime ne koristi. Ukoliko se u obzir uzme i relativno velik prosječan broj procesa, izgleda da u korištenju suda postoji značajna ekonomija obujma. Među prvorangiranim je odgovorima važan i onaj koji naglašava ovisnost o kupcima (27,1 posto), što upućuje na nizak stupanj konkurencije, a više od desetine odgovora (12,9 posto) dobila je još i visoka zaduženost dužnika, koja naplatu potraživanja sudskim putem čini neizvjesnom. Slični su odgovori naglašavani i u nižim rangovima, uz to što su poduzeća sklona upotrebi neformalnih sredstava naplate (16,2 posto II. rang, 24,4 posto III. rang). Taj argument ne bi trebalo shvatiti negativno jer se u normalnom poslovnom odnosu poduzeća trebaju oslanjati uglavnom na neformalna sredstva za ispunjavanje ugovora, osobito ukoliko redovito posluju s istim klijentom čime se ostvaruje strateška interakcija¹³. Zabrinjava relativno visok postotak poduzeća koja su odgovorila da u lošoj gospodarskoj situaciji trebaju potpomagati poslovne partnere (24,1 posto u III. rangu). Taj odgovor može upozoriti na prelazak određenog broja poduzetnika iz jedne kolektivno stabilne strategije (plati svoje obveze na vrijeme) prema drugoj (ukoliko nitko ne bude plaćao svoje račune na vrijeme, država će nas sve iskupiti – tipično monetarnom ekspanzijom i inflacijom koja obezvrjeđuje obveze denominirane u domaćoj valuti) (Perrotti, 1994.; Ivanova i Wyplosz, 1999.). Razlika je između tih dviju stabilnih strategija u tome da je prva optimalna s aspekta društva (vodi gospodarskom rastu), dok je druga suboptimalna (vodi gospodarskoj stagnaciji i nazadovanju).

Iako se poduzetnici iz mnogih razloga nerado oslanjaju na pravosuđe i mnoge probleme pokušavaju riješiti izvaninstitucionalnim sredstvima, svojevrsan je paradoks da je pravosuđe istodobno opterećeno neriješenim predmetima. Tome izrazito pridonose i određeni zakonodavni elementi, kao što je, primjerice, nemogućnost otpisa nenaplativih potraživanja bez podnošenja tužbe.

Budući da je trgovački kredit odobren u obliku odgode plaćanja za kupljenu robu važan izvor financiranja i u razvijenim tržišnim gospodarstvima, za neke pokazatelje moguće je napraviti međunarodnu usporedbu koja sliku o nelikvidnosti u Hrvatskoj stavlja u širu perspektivu.

Tablica 11. Pokazatelji kreditnih odnosa između poduzeća

	Odgoda kupcima	Kašnjenje kupaca	Odgoda od dobavljača	Kašnjenje dobavljačima	Dospjele obveze / ukupne obveze
1. uzorak	39,5	61,8	39,2	58,1	
2. uzorak	40,1	70,6	44,9	56,3	42%

Napomena: odgoda i kašnjenje dobavljačima ponderirani su rashodima, dok su odgoda i kašnjenje kupaca ponderirani приходima (svi su prikazani u danima).

Izvor: ankete poduzeća

Prvi je takav pokazatelj prosječno razdoblje odgode plaćanja koje poduzeća odobravaju za svoju robu. Usporedimo li ga s istim pokazateljem za zapadne zemlje, u kojima se razdoblje odgode plaćanja kreće od 48 dana u Norveškoj, Švedskoj i Danskoj, pa

¹³ “Važan čimbenik koji prisiljava na moralno ponašanje jest trajan odnos, uvjerenje da ćete opet morati poslovati s tim klijentom, ili dobavljačem, a kad poduzeće koje propada izgubi taj automatski čimbenik prinude, nije vjerojatno da će čak i čvrsta ruka pronaći zamjenu.” (Mayer, 1974, prema Axelrod, 1990)

do 105 dana u Francuskoj (Alfandari i Schaffer, 1996), očito je da je razdoblje odgode plaćanja između poduzeća u Hrvatskoj relativno kratko u usporedbi s razvijenim zemljama. Imamo odgodu “skandinavskog” trajanja s pravnim i institucionalnim sustavom i običajima koji nisu nimalo skandinavski. To je razdoblje ipak usporedivo s onim koje je proteklih godina zabilježeno i u drugim tranzicijskim zemljama (Alfandari i Schaffer, 1996). Ukoliko u obzir uzmemo i prosječno razdoblje kašnjenja, razdoblje naplate potraživanja u Hrvatskoj produžuje se, ali još ne izlazi iz intervala u kojemu se kreće u razvijenim zemljama. Neplaćanje dospjelih dugova, međutim, važan je izvor financiranja poduzeća i u razvijenim zemljama. Udio dospjelih potraživanja u ukupnim potraživanjima poduzeća u razvijenim zemljama kretao se između 33 posto u Italiji i 63 posto u Ujedinjenom Kraljevstvu, uz prosječno razdoblje naplate između 18 i 48 dana nakon dospjeća (Alfandari i Schaffer, 1996). Pokazatelj udjela dospjelih obveza u ukupnim obvezama za poduzeća u Hrvatskoj, temeljen na drugoj anketi¹⁴, ne izlazi iz intervala u kojemu se pokazatelj udjela dospjelih u ukupnim potraživanjima kreće u razvijenim zemljama¹⁵. Razlika između roka u kojemu su poduzeća iz uzoraka plaćala dugove i roka u kojemu su naplaćivala potraživanja, vjerojatno dobrim dijelom proizlazi iz spomenute činjenice da su promatrana poduzeća neto vjerovnici ostatku gospodarstva.

Navedene je pokazatelje zanimljivo usporediti sa ZAP-ovim izvedenim pokazateljem o prosječnom razdoblju naplate potraživanja¹⁶, koji je za ZAP-ov “klizeći” uzorak iz anketa 1999. i 2000. godine prikazan u Tablici 12.

Tablica 12. Prosječno razdoblje naplate potraživanja, u danima (ZAP-ov izvedeni pokazatelj)

	1997.	1998.	1999.
Anketa 1999.	86	102	
Anketa 2000.		96	100

Izvor: ZAP (1999) i (2000)

U usporedbi sa ZAP-ovim pokazateljem anketne su spoznaje dragocjene s obzirom na mogućnost razdvajanja ugovorenog roka za odgodu plaćanja od njegova prekoračenja. To je važno zato što je prosječna odgoda plaćanja u tranzicijskim zemljama vrlo kratka u usporedbi s razvijenim europskim zemljama tako da se problem neplaćenih potraživanja može ublažavati bez usporednog skraćivanja roka naplate potraživanja.

14 U ovaj iznos uključene su obveze prema drugim poduzećima, bankama i državi. Za potpuno saznanje o dospjelim neplaćenim obvezama (nelikvidnosti), ovom bi iznosu trebalo pridodati još 1,4 postotna boda po osnovi dospjelih obveza prema zaposlenima (neisplaćene plaće koje spominjemo poslije u tekstu). U tekstu je naveden iznos (42%) u koji nisu uračunate obveze prema zaposlenima, kako bi usporedba između našeg pokazatelja i međunarodnih pokazatelja bila što sličnija. (S obzirom na to da se međunarodni pokazatelji temelje na potraživanjima, oni po definiciji ne uključuju zaposlene).

15 Iako je riječ o različitim pokazateljima (za razvijene zemlje izveden je na temelju potraživanja, a za Hrvatsku na temelju obveza), razlika ne bi trebala biti značajna.

16 Pokazatelj prosječnog broja dana naplate potraživanja računa se stavljanjem u omjer kratkoročnih potraživanja i ukupnih prihoda te množenjem dobivenoga koeficijenta sa 360.

Ipak, čak i uz ZAP-ov pokazatelj prosječnog razdoblja naplate, izveden iz mnogo šireg uzorka, ostaje vezano zrno sumnje jer anegdotalni izvori upozoravaju na (nelegalnu) pojavu jaza između trenutka prodaje neke robe i trenutka njezine evidencije. Tom se knjigovodstvenom “tehnikom” poduzetnici počinju služiti nakon uvođenja PDV-a kako bi skratili razmak između njegova plaćanja i ostvarivanja prava na povrat. Na distorziju određenih makroekonomskih pokazatelja zbog pojave spomenute prakse upozorili su i ZAP-ovi analitičari (ZAP, 1998). Kako bismo provjerili raširenost spomenute prakse, u drugoj smo anketi upitali poduzetnike o iznosima nefakturiranih potraživanja. Iako od spomenutog pitanja nismo očekivali mnogo (*jer je riječ o priznanju prekršaja za koji slijedi zakonska sankcija!*), znakovitim se čini da je 8 poduzeća, s udjelom od 1,1 posto u ukupnim prihodima uzorka, izvijestilo o postojanju nefakturiranih potraživanja u visini od 4,5 posto ukupnih prihoda u 1999. godini.

S obzirom na veliku i postojanu razliku između ugovorenoga i stvarnog razdoblja plaćanja, zanimljivom se čini provjera hipoteze o implicitnom prihvaćanju dužeg roka odgode plaćanja od ugovorenog. Budući da ne vidimo izravan način na koji bismo mogli testirati spomenutu hipotezu, u drugu smo anketu unijeli pitanja kojima smo željeli ispitati upotrebu zatezних kamata kao jednog od važnih načina kažnjavanja zakašnjelih plaćanja. Na naše iznenađenje samo su 24 poduzeća, odnosno tek oko 20 posto ispitanih, koja su, doduše, činila 68,1 posto aktive, izjavila da u redovitom poslovanju zaračunavaju zatezne kamate na zakašnjela plaćanja. U tom pogledu smatramo da bi promoviranje zatezne kamate od države i unutar privatnog sektora moglo pomoći u razdvajanju stvarno zakašnjelih plaćanja od onih koja uživaju prešutnu suglasnost poslovnog partnera.

Zabrinutost izaziva anketni pokazatelj koji govori da su u 1998. godini anketirana poduzeća prosječno 34,5 posto, a u 1999. godini 51,5 posto svojih potraživanja namirivala kompenzacijama. Udjeli prijeboja potraživanja i kompenzacija u kojima je doista kružila neka roba u ukupnim kompenzacijama bili su prema drugoj anketi otprilike podjednaki. Taj pokazatelj govori da je očekivani proces restrukturiranja i napretka u upravljanju likvidnošću usporen.

Tablica 13. Struktura dospjelih dugovanja poduzeća iz anketnog uzorka

	1. anketa		2. anketa	
Dugovanja ukupno	824.737.219	98,3%	437.909.788	98,1%
Inozemstvo	129.519.309	15,7%	70.221.382	16,0%
Poduzeća	520.826.809	63,2%	301.940.420	69,0%
Financijski sektor	77.074.049	9,3%	29.425.602	6,7%
Ukupno država	83.516.198	10,1%	27.926.343	6,4%
Državni proračun	48.898.894	5,9%		
MIORH	13.490.312	1,6%		
HZZO	3.920.201	0,5%		
Ostala država	17.206.792	2,1%		
Neidentificirano	13.800.853	1,7%	8.396.041	1,9%

Izvor: ankete poduzeća

Struktura dospjelih dugova i potraživanja koju su prikazala ispitana poduzeća, govori da se njihov najveći udio odnosi na međusobna dugovanja i potraživanja poduzeća. Na taj je način identificirano 98,3 posto dospjelih dugova o kojima su izvjestila poduzeća iz prvog uzorka i 98,1 posto dugova poduzeća iz drugog uzorka. Sektorska struktura dospjelih potraživanja promatranih poduzeća (Tablica 14.) ne razlikuje se bitno od sektorske strukture dospjelih dugova. Udio dospjelih dugova sektora poduzeća u ukupnim dospjelim dugovima promatranih poduzeća bio je nešto manji od udjela potraživanja od istog sektora u ukupnim potraživanjima.

Tablica 14. Struktura dospjelih potraživanja poduzeća iz anketnog uzorka

	1. anketa		2. anketa	
Potraživanja ukupno	1.054.324.316	98,3%	582.862.008	99,7%
Inozemstvo	87.635.465	8,3%	35.753.479	6,1%
Poduzeća	748.771.568	71,0%	504.694.204	86,6%
Financijski sektor	94.219.682	8,9%	1.674.404	0,3%
<i>Ukupno država</i>	105.855.152	10,0%	39.197.255	6,7%
Državni proračun	43.139.135	4,1%		
MIORH	2.661.918	0,3%		
HZZO	17.084.958	1,6%		
Ostala država	42.969.142	4,1%		
Neidentificirano	17.842.448	1,7%	1.542.665	0,3%

Izvor: ankete poduzeća

Usporedimo li anketnu strukturu dugovanja poduzeća sa strukturom dugovanja stotinu najvećih dužnika evidentiranih kod ZAP-a¹⁷, primjećujemo znatne razlike. Najveći dio dugovanja stotinu najvećih dužnika (54,9 posto) odnosio se na financijski sektor, za kojim je slijedila država (27,8 posto svih potraživanja), a tek su se na trećem mjestu našla dugovanja poduzećima (16,7 posto). Velike razlike u sektorskoj strukturi dugovanja između tih dvaju uzoraka govore o njihovoj različitoj naravi. Dok su svoja dugovanja poduzeća iz ankete u prosjeku namirila uz kašnjenje od 56 do 58 dana, oko devet desetina iznosa dugovanja poduzeća iz evidencije ZAP-a¹⁸ odnosi se na poduzeća koja svoje obveze nisu podmirila duže od godine dana. Nadalje, kao što je prikazano u Tablici 15., vrlo je malo tih dugova bilo evidentirano u ZAP-u¹⁹. Slično je i s potraživanjima tih poduzeća. Taj podatak zapravo samo prikazuje činjenicu da prijavljivanje podataka ZAP-u nikada nije bilo vjerodostojan instrument naplate potraživanja jer ukoliko bi doista došlo do blokade dužnika, on bi često već bio u teškom položaju što bi naplatu potraživanja činilo nevjerojatnom.

17 Istraživanje strukture dugovanja stotinu najvećih dužnika evidentiranih kod ZAP-a provedeno je u HNB-u dva puta, tijekom 1997. i 1998. godine.

18 Taj se pokazatelj odnosi na sva dospjela dugovanja evidentirana kod ZAP-a.

19 Napominjemo da su poduzeća odgovore na anketne upitnike slala početkom godine, znači prije obveze prijavljivanja akceptnih naloga i njihova ukidanja.

Tablica 15. Udjeli dugova poduzeća evidentiranih kod ZAP-a u ukupnim dugovima

	Udio dospjelih u ukupnim dugovima	Udio dospjelih u dugovima poduzećima
1. anketa	9,9%	15,6%
2. anketa	4,1%	6,0%

Izvor: ankete poduzeća

Budući da se u hrvatskoj javnosti često špekulira o iznosima neisplaćenih plaća, u drugu smo anketu uključili pitanja kojima smo željeli doznati nešto o razmjerima toga oblika nelikvidnosti.

Tablica 16. Kašnjenje s isplatama plaća poduzeća u uzorku

Broj poduzeća	Broj zaposlenih	Prosječno kašnjenje	Dospjele plaće/ukupna dugovanja
28 (24%)	1.947 (31,1%)	42 dana	1,4%

Izvor: 2. anketa poduzeća

Četvrtina poduzeća s gotovo trećinom od ukupno zaposlenih nije redovito isplaćivala plaće, ali s obzirom na ukupna dugovanja, ne čini se da je neisplaćivanje plaća bilo važan izvor financiranja poduzeća.

Iz spomenutih se podataka može zaključiti da ZAP-ovi podaci i naši anketni podaci mjere fundamentalno različite pojave. Dok je za anketirana poduzeća moguće govoriti o zakašnjelim obvezama, što znači da će u budućnosti doista s visokom vjerojatnosti biti namirene, za poduzeća koja se nalaze u evidenciji ZAP-a, naplativost obveza je upitna. Njih je zbog toga u visokom stupnju moguće identificirati s lošim dugovima. Na temelju tih dvaju uzoraka može se zaključiti da su loši dugovi pretežno koncentrirani u poduzećima koja imaju visoke udjele dugovanja financijskom sektoru i državi, što je zakonitost koja se potvrdila i u drugim tranzicijskim zemljama, dok najveći dio dugovanja poduzeća koja će ih namiriti s visokom vjerojatnosti nakon kraćeg kašnjenja, otpada na druga poduzeća. Ta spoznaja ohrabruje jer su kvalitetna poduzeća ipak u stanju razlučiti dobre od loših partnera, s kojima nastoje obustaviti poslovanje i naplatiti postojeća potraživanja. Implikacija ovog nalaza za nositelje ekonomske politike očituje se u mogućnosti hrabrije ustrajanja u provođenju zakonski predviđenih postupaka u lošim poduzećima bez osobite opasnosti da će se efekti stečaja iz insolventnih dijelova gospodarstva preliti i u solventne dijelove. Nalaz također upućuje na to da je rješenje izvan domene monetarne politike.

Ankete poduzeća otkrivaju pravu dimenziju problema nelikvidnosti za koji nema indikacije da je povezan s problemom insolventnosti. Podaci ZAP-a, s druge strane, indikator su insolventnosti.

Na kraju ankete upitali smo poduzeća o njihovim stavovima prema različitim rješenjima problema nelikvidnosti koja se svakodnevno nude. Svjesni smo da dobiveni odgovori nemaju znanstvenu težinu, ali smatramo da je zanimljivo iznijeti mišljenja osoba koje nelikvidnost najteže pogađa. Ukupno su 103 poduzeća iznijela svoja stajališta, koja su prikazana u Tablici 17.

Tablica 17. Rješenja nelikvidnosti prema mišljenjima poduzetnika

Financijska disciplina države	55%
Efikasnije funkcioniranje sudstva	32%
Obvezne multilateralne kompenzacije	8%
Ekspanzivnija monetarna politika	1%
Nešto drugo	4%

Izvor: 2. anketa poduzeća

Čak i ukoliko se u obzir uzme da su poduzeća znala da anketu provodi HNB, što je možda utjecalo na pristranost odgovora, znakovito je zamijetiti da su kao glavni preduvjeti istaknuti financijska disciplina države i efikasnije funkcioniranje sudstva. Također je znakovito da mali broj poduzetnika smatra da obvezne multilateralne kompenzacije i monetarna ekspanzija mogu pomoći u rješavanju problema. Vjerojatnim se čini da je na takav rezultat utjecao sastav uzorka (uglavnom neto vjerovnici), koji zapravo gube u preraspodjeli koja se postiže tim mjerama.

Uz ponuđene odgovore nekoliko je poduzeća kao preduvjete za rješavanje nelikvidnosti naglasilo dosljedno provođenje stečajnih postupaka, funkcioniranje pravne države i pokrivanje dospjelih dugovanja javnih poduzeća. Kao poseban problem istaknuto je nesankcioniranje otvaranja više poduzeća od strane jednog poduzetnika i prelijevanja sredstava između njih, što je po komentarima nekih anketiranih poduzetnika postalo "nacionalni sport". Neki su poduzetnici izričito upozorili na opasnosti monetarne ekspanzije, a određen je broj također oštro suprotstavljen provođenju obveznih multilateralnih kompenzacija.

3.4. Mjerenje nelikvidnosti III. – bilance poduzeća (podaci ZAP-a)

Već je istaknuto da su ZAP-ovi podaci o blokadama računa posve nezasluženo tijekom proteklih godina zadobili pozornost kao mjera nelikvidnosti, iako se radi o mjeri insolventnosti. Postoje, međutim, drugi statistički ZAP-ovi izvori, a koji mogu mnogo bolje poslužiti za analizu problema nelikvidnosti. Radi se o zbirnom prikazu pojedinih bilančnih pozicija sektora poduzeća koji se daje za godinu i dezagregirano prema Nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti.

Za potrebe ove analize promatrali smo četiri pokazatelja:

1. omjer kratkoročne imovine i kratkoročnih obveza
2. omjer kratkoročnih potraživanja i kratkoročnih obveza
3. omjer neto dobiti nakon oporezivanja i ukupnog prihoda
4. omjer ukupne aktive i kapitala s rezervama.

Posebno je zanimljivo to što se pokazatelji mogu promatrati po pojedinim djelatnostima. Tablica 18. prikazuje zbirni pokazatelj za sektor u cjelini, te za još 19 najvažnijih djelatnosti (od čega je 11 grana prerađivačke industrije). Usporedba je napravljena za razdoblje od 1996. do 1999. godine, odnosno za razdoblje pokriveno trima ZAP-ovim anketama.

Iako su napisani mnogi radovi u kojima se istražuju strukture financiranja poduzeća, u rijetkima se pojavljuju međunarodne usporedbe. Glavni je razlog za to nedostatak pouzdanih i usporedivih podataka o korporativnim financijama, ali i činjenica da

Tablica 18. Zbirni i dezagregirani prikaz odabranih pokazatelja

	Anketa	Aktiva/kapital				Krat. imovina/krat. obveze				Krat. potraživanja/krat. obveze				Neto dobit/ukupni prihodi			
		1996.	1997.	1998.	1999.	1996.	1997.	1998.	1999.	1996.	1997.	1998.	1999.	1996.	1998.	1998.	1999.
UKUPNO	1998. 1999. 2000.	163,9 184,9 195,2 192,4 206,2	185,2 184,9 195,2 192,4 206,2	130,1 129,9 133,5	105,0 103,5 104,7 100,9 102,9 98,4	156,1 179,0 176,6 193,4 187,0 209,5	-1,9 -0,5 -0,3 -2,0 -1,8 -2,4										
Poljoprivreda, lov i šumarstvo	1998. 1999. 2000.	120,6 124,3 129,9 133,5	126,0 124,3 130,1 129,9 133,5	98,4 97,6 98,2 94,9 97,6 97,8	122,5 129,0 126,6 137,0 133,1 136,5	-3,7 -3,5 -1,1 -7,7 -8,3 -3,9											
Ribarstvo	1998. 1999. 2000.	238,1 233,3 238,1 284,2	232,1 233,3 238,8 238,1 284,2	84,2 94,4 101,3 102,7 103,5 99,1	282,6 245,7 230,4 232,4 230,0 286,8	-13,5 -2,2 -0,7 -4,0 -2,1 -7,2											
Rudarstvo	1998. 1999. 2000.	172,9 236,1 273,3 367,0	233,0 236,1 286,5 273,3 367,0	132,5 95,9 92,8 72,7 71,4 61,0	130,5 242,8 254,3 394,2 383,0 601,8	-1,9 -3,6 -3,6 -4,2 -4,2 -20,3											
Hrana, piće i duhan	1998. 1999. 2000.	174,5 187,4 198,6 198,5	190,8 187,4 198,6 198,4 198,5	122,4 125,6 129,6 124,1 123,1 112,5	142,6 151,9 144,6 160,0 161,2 176,4	-20,4 -2,2 1,2 0,1 -0,4 -1,0											
Tekstilna industrija	1998. 1999. 2000.	165,2 170,4 180,7 184,9 192,3	175,6 170,4 180,7 184,9 192,3	139,5 130,7 136,5 124,0 122,5 114,6	118,4 134,4 124,8 145,7 150,9 167,8	-1,2 -1,1 -0,3 -5,9 -7,6 -6,2											
Drvena industrija	1998. 1999. 2000.	199,8 226,3 250,3 253,8 262,0	233,7 226,3 250,3 253,8 262,0	99,7 98,5 100,5 100,1 99,5 92,3	200,5 237,1 225,3 250,0 255,2 283,9	-1,7 -2,6 -2,3 -2,9 -2,1 -4,7											
Proizvodnja papira i izdavaštvo	1998. 1999. 2000.	191,1 194,5 208,2 206,4 210,7	200,0 194,5 208,2 206,4 210,7	116,6 114,1 116,7 117,7 115,5 118,5	163,9 175,3 166,7 177,0 178,7 177,8	1,3 2,9 3,2 -0,8 -0,7 0,7											
Koks i naftni derivati	1998. 1999. 2000.	183,4 184,2 179,0 179,0 229,0	186,3 184,2 179,0 179,0 229,0	92,7 111,0 117,2 116,9 116,9 98,9	197,9 167,9 157,1 153,1 153,1 231,5	-21,0 2,1 2,1 1,2 1,2 -15,9											
Kemijska industrija	1998. 1999. 2000.	121,9 124,9 135,8 134,9 145,0	126,7 124,9 135,8 134,9 145,0	255,6 201,6 203,8 167,8 165,3 144,5	47,7 62,9 61,3 80,9 81,6 100,3	7,0 5,8 5,2 1,1 2,2 2,2											
Metalna industrija	1998. 1999. 2000.	166,6 170,6 168,6 177,7 190,5 210,7	170,6 168,6 177,7 190,5 210,7	120,7 131,2 132,4 127,0 116,1 116,6	137,9 130,0 127,4 140,0 164,1 180,7	0,5 2,3 0,4 -3,3 -4,0 -1,4											
Proizvodnja strojeva i uređaja	1998. 1999. 2000.	179,7 208,5 232,7 226,0 246,4	210,9 208,5 232,7 226,0 246,4	105,6 103,3 103,5 98,7 102,0 103,2	170,2 204,1 201,5 235,8 221,6 238,8	-8,2 -8,8 -10,2 -13,3 -12,0 -5,8											
Električna i optička oprema	1998. 1999. 2000.	148,8 160,2 168,7 168,2 174,7	163,7 160,2 168,7 168,2 174,7	162,1 151,4 154,0 162,9 167,5 152,8	91,8 108,1 104,0 103,6 100,4 114,3	0,3 1,3 2,2 0,5 0,7 2,5											
Proizvodnja prometnih sredstava	1998. 1999. 2000.	475,8 617,3 681,9 695,0 658,9	618,9 617,3 681,9 695,0 658,9	47,0 64,2 64,4 54,5 53,7 53,2	1,013 963,6 957,8 1,252 1,295 1,238	-28,1 -27,6 -27,4 -22,2 -22,5 -22,2											
Struja i plin	1998. 1999. 2000.	124,5 135,4 140,5 141,2 149,7	135,2 135,4 140,5 141,2 149,7	136,4 126,8 127,0 133,7 132,8 116,4	91,2 106,7 106,6 105,1 106,3 128,6	-0,3 0,7 0,8 -0,3 -0,3 -1,1											
Graditeljstvo	1998. 1999. 2000.	236,5 285,1 275,2 332,3 325,2 353,8	285,1 275,2 332,3 325,2 353,8	113,7 107,2 107,2 97,7 99,2 99,8	207,9 266,0 256,8 340,0 327,7 354,3	1,4 0,1 0,8 0,5 0,6 0,7											
Trgovina	1998. 1999. 2000.	317,4 387,1 424,3 406,3 423,8	393,4 387,1 424,3 406,3 423,8	97,5 96,0 96,2 93,8 96,0 93,0	325,5 409,9 402,6 452,3 423,4 455,5	0,6 0,2 0,3 -0,3 0,1 -0,2											
Hoteli i restorani	1998. 1999. 2000.	124,5 132,4 132,1 143,8 143,6 153,6	132,4 132,1 143,8 143,6 153,6	66,6 76,3 77,0 83,7 84,4 68,2	187,1 173,4 171,6 171,9 170,2 225,1	-16,8 -17,1 -20,9 -17,5 -17,2 -22,1											
Promet, skladištenje i veze	1998. 1999. 2000.	136,6 150,2 147,5 160,1 156,1 172,0	150,2 147,5 160,1 156,1 172,0	112,3 106,9 107,8 89,5 112,8 104,5	121,6 140,5 136,9 178,8 138,4 164,6	-0,6 -1,7 -1,3 -4,2 -3,5 -3,4											
Pošta i telekomunikacije	1998. 1999. 2000.	109,3 111,8 111,8 116,3 117,1 129,9	111,8 111,8 116,3 117,1 129,9	314,1 356,0 289,5 219,1 219,3 121,6	34,8 31,4 38,6 53,1 53,4 106,8	7,2 9,4 9,7 5,9 6,0 4,8											

Izvor: ZAP

ne postoji idealna struktura financiranja poduzeća. Ovisno o mnogim institucionalnim razlozima, kao što su razlike u poreznim sustavima, kamatnim stopama na pojedinim tržištima, regulativi tržišta vrijednosnica, stečajnim zakonima i postupcima, odnosima poduzeća i banaka, razini štednje i sklonosti stanovništva riziku, varirat će i strukture financiranja koje će poduzeća pokušati postići u različitim razdobljima unutar pojedinih zemalja. Imajući sve to na umu, kao i razlike u računovodstvenim standardima koji se primjenjuju, neke od navedenih pokazatelja za hrvatska poduzeća usporedit ćemo s istim pokazateljima za njemačka i francuska poduzeća (kao za zemlje koje čine jezgru EU).

U Tablici 19. prikazani su zbirni pokazatelji za sektor poduzeća u cjelini. U svakom se retku nalaze rezultati jedne ankete. Budući da je svaka anketa provedena na različitom uzorku poduzeća, tj. na tzv. kliznom uzorku, izvedene agregatne iznose i relativne pokazatelje među različitim anketama nije moguće izravno usporediti. Umjesto toga moguće je pratiti tendencije koje svaka od tih anketa otkriva, a s obzirom na to da svaka anketa iznosi podatke, temeljene na istom skupu poduzeća, za dvije uzastopne godine.

Tablica 19. Zbirni pokazatelji iz bilance sektora poduzeća

	Anketa	1996.	1997.	1998.	1999.
Kratkotrajna imovina/kratkoročne obveze	1998. 1999. 2000.	105,0	103,5 104,7	100,9 102,9	98,4
Kratkoročna potraživanja/kratkoročne obveze	1998. 1999. 2000.	52,6	55,6 56,0	56,3 56,0	54,0
Neto dobit nakon oporezivanja/ukupni prihod	1998. 1999. 2000.	-1,9	-0,5 -0,3	-2,0 -1,8	-2,4
Ukupna aktiva/kapital i rezerve	1998. 1999. 2000.	163,9	185,2 181,5	195,2 192,4	206,2

Izvor: ZAP, Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika RH u 1997. godini, Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika RH u 1998. godini, Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika RH u 1999. godini

Omjer kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza u čitavom je promatranom razdoblju imao negativan trend kretanja. U 1996. godini iznosio je 105 posto, a potkraj 1999. smanjen je na 98,4 posto, čime su kratkoročne obveze postale veće od kratkotrajne imovine. Kako se, međutim, u 1997. godini omjer kratkoročnih potraživanja prema kratkoročnim obvezama povećao sa 52,6 posto na 55,6 posto, promjena se može ocijeniti povoljnom jer se razlika u kretanju pokazatelja može pripisati uglavnom smanjenju udjela zaliha, a tek u nešto manjoj mjeri smanjenju financijske imovine u kratkoročnoj imovini. Dojam o pozitivnom kretanju u 1997. dodatno pojačava podatak o povećanju profitabilnosti mjerene prema ukupnom prihodu (povećanje sa -1,2 posto na -0,3 posto). U 1998. godini udio zaliha u kratkoročnoj imovini zabilježio je relativno manji pad, a veće smanjenje, čak i u apsolutnom iznosu, zbog približavanja visine kratkotrajne imovine kratkoročnim obvezama, pretrpio je novac na računu i u blagajni. O negativnim kretanjima u 1998. govori i pokazatelj profitabilnosti koji je u toj go-

dini bio nešto lošiji nego u 1996., s ukupnim gubitkom u visini od 2 posto ukupnog prihoda. Tijekom 1999. godine zbog bržeg porasta kratkoročnih obveza, smanjen je i omjer kratkoročnih potraživanja prema kratkoročnim obvezama.

Dodatni pokazatelj koji govori o financijskoj stabilnosti i održivosti dugoročne financijske politike jest omjer aktive i kapitala. Taj pokazatelj zaduženosti pokazuje koliko se poduzeće koristi tuđim sredstvima. U uvjetima kada je cijena tuđih izvora sredstava viša od profitabilnosti vlastitih izvora (što je doista tako na agregatnoj razini), rast tog pokazatelja ima negativan utjecaj na profitabilnost poduzeća i povratno djeluje na njegovu likvidnost.

Iz Tablice 18. vidljivo je da se u 1997. omjer aktive i kapitala povećao sa 163,9 posto na 185,2 posto, tako da je poboljšanje pokazatelja likvidnosti u toj godini pratilo pogoršanje pokazatelja zaduženosti gospodarstva. Prema granskoj strukturi najlošije vrijednosti tog pokazatelja uz istodoban snažan rast u 1997. godini zabilježili su proizvodnja prometnih sredstava, trgovina i graditeljstvo. U 1998. nastavljen je rast tog pokazatelja te je on potkraj godine dostigao vrijednost od 195,2 posto. Tijekom 1999. taj se pokazatelj i dalje povećavao te je dostigao 206,2 posto, dok je godinu dana prije iznosio 192,4 posto. U toj je godini usporen porast zaduženosti u trgovini i graditeljstvu, a u proizvodnji prometnih sredstava zaduženost je smanjena. Pokazatelj dinamike zaduženosti svoju vrijednost dobiva ukoliko se uspoređi s granskom strukturom nepodmirenih naloga za plaćanje, u kojima trgovina i graditeljstvo dominiraju. Uz druge čimbenike očito je i visoka zaduženost na razini pojedinih grana imala važnu ulogu u genezi nelikvidnosti, iako bi je bilo moguće interpretirati i kao simptom, a ne uzrok samog problema nelikvidnosti.

Iako usporedba sa istim pokazateljima u drugim zemljama, kao što smo već istaknuli, ne može uputiti na njihove optimalne vrijednosti, dio je njihovih razlika moguće objasniti institucionalnim specifičnostima. Odnos aktive i kapitala s rezervama u Francuskoj je 1987. godine iznosio oko 370 posto, ali su ga francuska poduzeća do 1995. godine, zbog povoljnoga gospodarskog okruženja koje je trajalo do početka 90-ih, smanjila na 240 posto (Sauvé i Scheuer, 1999). Njemačka su poduzeća u cijelom promatranom razdoblju taj omjer držala stabilnim, na razini od oko 320 posto, što znači da su se početkom razdoblja više, a krajem razdoblja manje oslanjala na kapital od francuskih. Zbog značajnih rezervacija za rizike i troškove te rezervacije za mirovine, njemačka su se poduzeća ipak manje oslanjala na vanjske izvore financiranja od francuskih.

Pokazatelj zaduženosti poduzetnika u Hrvatskoj, unatoč negativnom trendu kretanja, još je povoljniji od istog pokazatelja za poduzetnike u Francuskoj i Njemačkoj. Međutim, u uvjetima niske (negativne) profitabilnosti te visokih nominalnih i realnih kamata, pokazatelj zaduženosti, koji se čini povoljniji nego u spomenutim razvijenim zemljama EU, može ugroziti mogućnost otplate kredita. O toj opasnosti govori podatak da su ukupne obveze krajem 1997. godine bile 7 puta veće od ukupne dobiti s amortizacijom, dok je krajem 1998. i 1999. godine taj faktor iznosio 8,3.

Jedan od važnih institucionalnih aspekata koji znatno određuju izvore financiranja, posebno u stresnim tranzicijskim gospodarstvima, jest mogućnost naplate potraživanja provođenjem stečajne procedure nad poduzećem. Relativno visok oslonac na trgovački kredit kao izvor financiranja u usporedbi s bankovnim kreditima, iako ne i

neobičajan što se tiče drugih tržišnih gospodarstava, vjerojatno je djelomično moguće objasniti percepcijom efikasnosti stečajnog zakona. Dok samom stečajnom zakonu i zaštiti osiguranih potraživanja koju on pruža, nije moguće uputiti veće zamjerke, njegovo je provođenje udaljeno od slova zakona i očito usmjereno prema zaštiti dužnika, a ne vjerovnika. O tome svjedoči i praksa bankara (Kraft, 2000) koji su se potužili na sporost i neučinkovitost sudova, ali i nalaz istraživanja da je udio kredita privatnom sektoru u BDP-u u Hrvatskoj znatno iznad očekivanog s obzirom na percepciju efikasnosti stečajnih procedura (Ramasastry i ostali, 2000).

4. Rješenje nelikvidnosti

4.1. Primjer kako ne treba rješavati problem

Rješavanje problema nelikvidnosti već se dugo nalazi u žarištu javnih i stručnih rasprava, što je uzrokovalo hiperprodukciju prijedloga za njezino rješavanje. Mnoštvo brzih i jednostavnih rješenja, koja nude razni stručnjaci, onemogućuje detaljniju analizu učinaka svih mjera unutar ovoga rada. Ipak, vjerojatno nećemo pogriješiti ukoliko ustvrdimo da među prijedlozima koji se nude, prednjače obavezne multilateralne kompenzacije. Za njih, uostalom, i jedan dio anketiranih poduzetnika smatra da mogu pomoći u rješavanju nelikvidnosti. Postoje, međutim, i oni poduzetnici koji se oštro suprotstavljaju provođenju te mjere. Čini se zbujujućim što jedan dio poduzetnika smatra da se kompenzacijama može riješiti problem, dok se drugi oštro suprotstavljaju tom stajalištu. Kakva motivacija može stajati iza oprečnih mišljenja te kakve makroekonomske učinke imaju obavezne kompenzacije, pokušat ćemo rasvijetliti u nastavku poglavlja.

Više je razloga zbog kojih primjena obaveznih multilateralnih kompenzacija ozbiljno iskrivljava ponašanje poduzeća. Mikroekonomski, s aspekta međusobne zaduženosti moguće je promatrati dvije vrste subjekata, neto dužnike i neto vjerovnike. Najava provođenja multilateralne kompenzacije djeluje na ponašanje obiju skupina. Neto vjerovnicima će, nakon provedbe kompenzacije, u posjedu ostati potraživanja, koja zbog nenaplativosti mogu biti bezvrijedna. Uoči provedbe kompenzacija svoju vjerovničku poziciju ta poduzeća mogu eliminirati smanjivanjem iznosa odobrenoga trgovačkoga kredita ili kreiranjem dugova po trgovačkim kreditima. Sve dok je drugi način jednostavniji, nema razloga da poduzeća vjerovnici, suočena s obveznim multilateralnim kompenzacijama, smanjuju iznose odobrenih trgovačkih kredita. S druge strane, neto dužnici odobravanjem većeg iznosa trgovačkoga kredita drugim poduzećima mogu također popraviti svoju poziciju (Rostowski, 1994). Rezultat poticaja koje daju multilateralne kompenzacije tako nije smanjivanje, nego povećanje trgovačkoga kredita koji si poduzeća međusobno odobravaju, odnosno učinak potpuno suprotan od željenog. Nadalje, kako je Rostowski utvrdio, ukoliko su poduzeća vjerovnici kojim slučajem insolventna, neće postavljati nikakve kriterije u vezi s kvalitetom poduzeća kojima će odobriti trgovački kredit. Osim tih efekata multilateralna kompenzacija stvara problem moralnoga hazarda jer nakon jednoga kruga kompenzacija poduzeća od nositelja ekonomske politike očekuju da će i u budućnosti monetizirati njihova međusobna potraživanja. Multilateralnu kompenzaciju možemo izjednačiti s monetizaci-

jom potraživanja jer se međusobna potraživanja koja nemaju karakter novca u tom slučaju rabe u njegovoj funkciji. Takva monetizacija ima i nepoželjne makroekonomske efekte zato što se njome jednokratno povećava brzina optjecaja novca i time dopušta cijenama da rastu više nego što bi to bilo moguće s obzirom na monetarne agregate. Još je jedan, vrlo važan, nepovoljan efekt ove sheme što zakašnjela potraživanja koja bi vrlo brzo bila naplaćena, prebija s lošim dugovima što ih vjerovnici vjerojatno nikada ne bi naplatili. Time se vrši redistribucija resursa od poduzeća koja posluju s relativno solidnim poslovnim partnerima k onim poduzećima nad čijim bi poslovnim partnerima zapravo trebalo provesti stečajni postupak. Drugim riječima, u takvom se prijeboju nominalno izjednačavaju dugovanja i potraživanja koja na tržištu imaju bitno različite vrijednosti. Još jedna kazna dobrima i nagrada za loše.

“Tržišna” varijanta obvezatnih multilateralnih kompenzacija jest prisilna sekuritizacija međusobnih potraživanja poduzeća i omogućavanje njihove kupoprodaje na tržištu te njihova korištenja za namiru dugova poduzećima na koja glase. Time bi se izbjegao problem moralnoga hazarda koji proistječe iz obavezne multilateralne kompenzacije te bi se omogućilo tržišno vrednovanje međusobnih potraživanja. To rješenje ipak zadržava i neke negativne strane. Kao prvo, mogućnost izravnog plaćanja duga vjerovniku dugom koji je on sam izdao, ostavlja problem monetizacije potraživanja. Nadalje, mogućnost trgovanja tom vrstom potraživanja eliminira dio potrebe za bankovnim sustavom i na taj način pogoršava stanje njegove likvidnosti. Ostaje također i pitanje efikasnosti takvog tržišta jer svi koji na njemu djeluju ne bi imali iste informacije te bi oni s povlaštenim informacijama mogli profitirati na račun onih koji te informacije ne bi posjedovali.

4.2. Naše viđenje rješenja

Kritizirati neke od ponuđenih rješenja, a istodobno ne nuditi ništa zauzvrat, ne čini nam se pravičnim. Stoga ćemo ukratko ocrtati neka od naših razmišljanja o institucionalnim reformama koje ne bi izravno riješile problem nelikvidnosti, ali bi svojim djelovanjem na uspostavu tržišnoga gospodarstva trebale pridonijeti njegovu rješavanju.

Naša razmišljanja o mogućim rješenjima kreću od strogog razlučivanja problema nelikvidnosti od insolventnosti. Insolventnost, koja se očituje u velikom broju (već duže vremena) “blokiranih” poduzeća s imovinom manjom od obveza, ne može se riješiti ukoliko ne počne djelovati pravni instrumentarij za provođenja stečajeva. Val stečajeva nad onim poduzećima koja su već dulje od godine dana u “blokadi”, rezultat će dakako i kratkoročno nepopularnim efektima, poput povećanja nezaposlenosti. No očekivani pozitivni efekti koji bi proizašli iz restrukturiranja gospodarstva (povećanje alokativne efikasnosti koje omogućuje veći rast gospodarstva te povratno veću zaposlenost, likvidnost itd.), u potpunosti bi neutralizirali kratkoročne negativne efekte već u srednjem roku. Nelikvidnost, čije smo stvarne razmjere pokušali procijeniti (vidite dio o anketi), treba rješavati izgradnjom i unapređenjem postojećih institucionalnih mehanizama. U sljedećem dijelu upravo ćemo dotaknuti neke od institucionalnih segmenata čije bi poboljšanje nesumnjivo pridonijelo trajnom rješenju problema nelikvidnosti.

Uspostava financijske discipline države važan je preduvjet početka rješavanja problema nelikvidnosti. Pri tome valja istaknuti kako je nužno izraditi program dugo-

ročne fiskalne politike za razdoblje od sljedeće 3 godine, koja će imati kontrakcijski karakter (u realnom smislu). Potrebno je učiniti državnu riznicu operativnom, kako bi poslovanje države postalo transparentno i kako bi se onemogućilo (ponovno) “nevidljivo” kreiranje nepodmirenih državnih obaveza. U skladu s time trebalo bi izraditi stroge preventivne mjere, ali i kazne za ministarstva koja utroše više sredstava od predviđenog. Primjerice, u Izraelu je svaki ministar koji samo za jedan šekel probije okvir zacrtan proračunom, prisiljen dati ostavku. Politika države prema sanacijama i izdavanju jamstava trebala bi se iz temelja izmijeniti jer se dosadašnja politika može okarakterizirati samo kao “kupovanje” socijalnog mira te je bila oblik mekoga proračunskog ograničenja za “izabrana” poduzeća. Takvom se politikom samo odgađalo nužno restrukturiranje dijela gospodarstva.

U procesu uređivanja državnih financija nužno je započeti i proces izjednačavanja statusa države sa statusom pojedinačnog poduzeća. Naime, poznato je da država ima automatske mehanizme naplate poreza i doprinosa. Štoviše, plaćanja poreza i doprinosa imaju prednost pred ostalim plaćanjima. U tom svjetlu, država ima povlašten položaj pred ostalim sudionicima u tržišnoj utakmici. Država nadalje, na sva svoja potraživanja prema ostatku gospodarstva, koja su dospjela, a nisu plaćena, zaračunava zakonsku zateznu kamatu. S druge strane, poduzetnici nemaju pravo zaračunati zateznu kamatu na potraživanja koja imaju prema državi. Radi stvaranja poticajnoga tržišnog okruženja nameće se potreba za izjednačavanjem položaja svih sudionika u tržišnoj utakmici. To znači da se zatezna zakonska kamata mora obračunavati svim sudionicima na tržištu, pa tako i državi. Također bi trebalo preispitati praksu prioritete naplate poreza i doprinosa²⁰.

Sudstvo treba reafirmirati svoju praksu i početi štiti vjerovnike jer je dosadašnja zaštita dužnika bila značajan čimbenik generiranja nelikvidnosti. Pokazalo se da novi instrumenti s pravno mnogo većom snagom, u praksi imaju čak i manji učinak. Razlog tome je što se institucija suda i sudska praksa u Hrvatskoj i te kako razlikuju od sudske prakse u razvijenim zemljama, premda su zakonski propisi ustvari prepisani. Dakle, pokazuje se nužnim započeti i ubrzati proces usklađivanja neformalnih s formalnim institucijama (koje su već po sadašnjim propisima gotovo u cijelosti usklađene s onima u razvijenim zemljama). Napredak na području demokratizacije društva, koji uključuje i depolitizaciju sudstva, u tom će segmentu vjerojatno imati presudno značenje.

U vezi sa sudstvom posebno treba naglasiti da će za rješavanje nelikvidnosti biti vrlo važno okončati epohu grabežljivog ponašanja, što s jedne strane podrazumijeva onemogućivanje pojedinih poduzetnika u osnivanju novih (povezanih) poduzeća²¹ ako već posjeduju “blokirano” poduzeće, a s druge strane, ustrajanje u borbi protiv gospodarskoga kriminala²² te procesuiranje i sankcioniranje svih koji su se “ogriješili o za-

20 Ukidanje prioritete naplate poreza i doprinosa, u sadašnjem institucionalnom okruženju, pogubno bi djelovalo na tekuće prihode središnje države i tekuće prihode pojedinih izvanproračunskih fondova. Međutim, s evolucijom institucionalnog okruženja otvarao bi se prostor za izjednačavanje položaja države s ostalim tržišnim sudionicima i na tom području. Drugim riječima, institucija prioritete naplate poreza i doprinosa mogla bi se ukinuti.

21 Brojni su poduzetnici u anketi istaknuli da je osnivanje novih poduzeća postalo “nacionalni sport” te da takvo ponašanje treba onemogućiti.

kon”. Sankcioniranjem gospodarskoga kriminala i zaštitom vjerovnika sudstvo će nedvosmisleno pomoći afirmaciji poslovne etike čije je postojanje nužno za rješavanje problema nelikvidnosti, ali i za efikasno funkcioniranje gospodarstva u cjelini.

U radu je već istaknuta empirijski dokazana teza da će izvori financiranja poduzeća uvelike ovisiti o institucionalnom okviru u kojemu poduzetnici posluju (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny, 1998). Promatrano na taj način, neefikasni stečajni postupci zasigurno će pridonijeti većoj opreznosti banaka pri odobravanju kredita kao i većem oslanjanju poduzetnika na druge izvore financiranja. U zemlji u kojoj su trgovački i bankovni krediti izraženi u različitim valutama²³, u raspravu o determinantama strukture financiranja valja uključiti i dodatne varijable. Naime, deprecijacija tečaja domaće valute dodatno će “pojeftiniti” trgovački kredit. Očekivano smanjenje realne visine obveza po trgovačkim kreditima potaknut će poduzetnike na još veće angažiranje toga izvora, odnosno pogoršat će problem nelikvidnosti. Valja naglasiti važnost mehanizma očekivanja, koji u slučaju “mekše” monetarne politike dovodi do porasta nediscipline u plaćanju obveza nominiranih u domaćoj valuti, ali koji može djelovati i u suprotnom smjeru. Naime, nagli rast iznosa odobrenih (ili “samoodobrenih”) trgovačkih kredita zapravo povećava brzinu optjecaja novca, što se može protumačiti i kao špekulativni napad koji može destabilizirati gospodarstvo. Stoga kredibilna politika stabilnosti mora biti jedan od ključnih institucionalnih čimbenika u borbi protiv neplaćanja u Hrvatskoj.

Očito je da različita institucionalna rješenja, kako je to davno utvrdio Coase, nisu neutralna što se tiče efikasnosti gospodarstva. Problemi asimetrije informacija, moralnoga hazarda i nejasno definiranih vlasničkih prava, koji onemogućuju tržište u efikasnom ispunjavanju njegovih zadaća, posebno su naglašeni u tranzicijskim zemljama. Izgradnja institucionalnih mehanizama kojima se ublažavaju neki od spomenutih problema, moraju se stoga naći među prioritetima nositelja ekonomske politike. Nerazvijenost financijskih tržišta koja bi omogućila bržu i jeftiniju transformaciju manje likvidnih oblika imovine u likvidnije oblike, jedan je od često citiranih uzroka nelikvidnosti. U ovom smo radu na primjeru bankovnih kredita već dotakli vezu između zaštite vjerovnika i njihove spremnosti na pozajmljivanje sredstava. Sličnu je zakonitost moguće izvesti i za druga financijska tržišta (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer i Vishny, 1998). Kao usko grlo za rješavanje problema nelikvidnosti najčešće se navodi razvoj tržišta novca, međutim, promatrano iz perspektive zaštite vjerovnika, upravo je tržište kapitala u Hrvatskoj teško hendikepirano postojećom regulativom. Razvoj tržišta kapitala omogućio bi, također, prikupljanje vanjskih sredstava bez dodatnog povećanja zaduženosti poduzeća (koja je već izrazito visoka s obzirom na njihovu profitabilnost). “Torbarenje”, prelijevanje sredstava između poduzeća i drugi oblici ekspropriacije malih dioničara simptomi su neadekvatne zakonske zaštite investitora na tržištu kapitala²⁴. Nepostojanje institucionalnih investitora koji bi veličinom svojih udjela mogli kompenzirati nepostojanje adekvatne zakonske zaštite, još je jedan od elemenata koji ograničavaju razvoj tržišta kapitala u Hrvatskoj. Tržište kapitala tako

22 Prema procjenama koje je iznio g. Tomislav Buterin, načelnik MUP-ova odjela za borbu protiv gospodarskoga kriminala, do sada evidentirana šteta od gospodarskoga kriminala u razdoblju od 1996. do 1999. godine iznosi 5,2 milijarde kuna.

23 Dok bankari najčešće upotrebljavaju valutnu klauzulu, trgovački su krediti redovito u domaćoj valuti.

je područje u kojemu država svojim djelovanjem na poboljšanje regulative i davanja većih ovlasti regulatoru (odnosno Komisiji), može u perspektivi poduzećima omogućiti jeftinije i izdašnije vanjske izvore financiranja.

5. Zaključak

Osnovni problem s kojim smo se uhvatili u koštac jest problem mjerenja nelikvidnosti. Pokazali smo da “tradicionalna” mjera nelikvidnosti, nepodmireni nalozi za plaćanje registrirani kod ZAP-a, nije mjera nelikvidnosti, već mjera insolventnosti. Nismo se, međutim, zadržali samo na kritici postojećih mjera, već smo ponudili i nove mjere za koje smatramo da nam omogućavaju kvalitetniji uvid u problem nelikvidnosti. Naši nalazi, utemeljeni na podacima koje smo prikupili anketirajući poduzeća, govore kako razmjeri nelikvidnosti u Hrvatskoj ne izlaze izvan okvira koji se mogu susresti u zemljama EU. Iako je razdoblje prosječnoga kašnjenja pri naplati potraživanja u nas prilično dulje nego u zemljama EU, zbog kraćega dogovornog razdoblja naplate, ukupno vrijeme između realizacije posla i njegove naplate ne izlazi iz intervala zabilježenog u razvijenim zemljama. Tome treba pridodati i činjenicu da je udio dospjelih neplaćenih potraživanja u ukupnim potraživanjima u EU sličan našem.

U radu smo ustvrdili da je nelikvidnost, koja se manifestira u relativno velikom kašnjenju s plaćanjem prema dogovornom razdoblju, zapravo rezultat racionalnih odluka poduzetnika o strukturi izvora financiranja. Stoga se taj problem mora rješavati upravo djelovanjem na poticaje koje imaju poduzetnici za pojedine oblike ponašanja, odnosno promjenama u institucionalnom okružju. U prethodnom smo dijelu predložili nekoliko institucionalnih reformi koje bi na decentraliziran i tržišni način pomogle rješavanju problema nelikvidnosti. Ujedno bi spomenute mjere omogućile pomake u strukturi financiranja poduzeća, što bi poduzetnicima omogućilo zdravije poslovanje, povratno djelujući na poboljšanje likvidnosti cjelokupnoga gospodarstva.

Upravo iz maloprije navedenih razloga pokušaji rješavanja problema nelikvidnosti netržišnim metodama, poput monetarne ekspanzije koja problem rješava samo prividno i u kratkom roku (rastuća inflacija smanjuje realan iznos obveza po trgovačkim kreditima), osuđeni su na propast. Vjerujemo da će ponuđeni (objektivan) odgovor na pitanja: “Leži li srž problema nelikvidnosti u institucionalnoj ili monetarnoj insuficijenciji?” te “Čijim interesima koristi otezanje provedbe nužnih reformi?”, pomoći u pokretanju reformi i trajnom rješavanju problema nelikvidnosti.

24 Mnogi od različitih zakonodavnih oblika zaštite investitora na tržišta kapitala koje spominju Johnson i Shleifer (1999), kao što su zabrana trgovanja izvan burzi, prava prvokupa za nova izdanja dionica, obvezne isplate dividende, ograničavanje broja glasova koji pojedina dionica može imati, glasovanje na skupštinama putem pošte, obvezna javna ponuda za kupovinu dionica pri preuzimanju većinskog udjela itd., u Hrvatskoj nisu regulirani. Obveza obavještavanja Komisije za vrijednosne papire pri preuzimanju određenih većih udjela jedna je od rijetkih mjera kojima je cilj zaštita investitora.

Literatura

- Alfandari, G. i Schaffer, M. E. (1996), "Arrears" in the Russian Enterprise Sector, CERT Discussion Paper, DP/96/08, <http://www.hw.ac.uk/ecoWWW/cert/wpa/1996/dp9608.htm>
- Begg, D. i Portes, R. (1992), *Enterprise Debt and Economic Transformation: Financial Restructuring of the State Sector in Central and Eastern Europe*, CEPR Discussion Paper, br. 695
- Bilten Hrvatske narodne banke*, više brojeva
- Belullo, A. (1999), *Utjecaj promjene novčane ponude M1 i M2 na realnu ekonomsku aktivnost u Republici Hrvatskoj*, *Ekonomski pregled* 50 (3-4), 1999., str. 310 – 332
- Erjavec, N., Cota, B. i Bahovec, V. (1999), *Monetarno-kreditna i realna privredna aktivnost u Republici Hrvatskoj: VAR model*, *Ekonomski pregled* 50 (11), 1999., str. 1488 – 1504
- Frenkel, J. A. (1999), *Central Bank Independence and Monetary Policy*, *Zagreb Journal of Economics*, 1999., sv. 3, br. 3
- Havyrlyshyn, O. i Wolf, T. (1999), *Determinants of Growth in Transition Countries*, *Finance and Development*, sv. 36, br. 2, lipanj 1999.
- Ivanovna, N. i Wyplosz, C. (1998), *Arrears: the Tide that is Drowning Russia*, neobjavljeno, RECEP, prosinac 1998., revidirano rujan 1999., <http://heiwwww.unige.ch/~wyplosz/>
- Johnson, S. i Shleifer, A. (1999), *Coase Vs. the Coasians*, NBER, WP7447
- Kraft, E. (2001), *Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati dugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka*, *Pregledi HNB-a*, br. P-5, travanj 2001.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. i Vishny, R. W. (1998), *Law and Finance*, *Journal of Political Economy*, 1998., sv. 106, br. 6
- Mayer, M. (1974), *The Bankers*, New York: Ballantine Books
- Nelikvidnost i nesolventnost u sektoru poduzeća: analiza stotinu najvećih dužnika i njihovih pet najvećih vjerovnika*, HNB, 1997. i 1998., u rukopisu
- Rajković, D. (2000), *Uhićeni poslije 3. siječnja – nova vlast pod optužbom za gospodarski kriminal privodi prosječno troje ljudi tjedno*, *Globus*, 4. kolovoza 2000.
- Ramasastry, A., Slavova, S. i Vandenhoeck, L. (2000), *EBRD legal indicator survey: assessing insolvency laws after ten years of transition*, EBRD, *Law in transition*, proljeće 2000.
- Rostowski, J. (1994), *Interenterprise Arrears in Post-Communist Economies*, MMF WP/94/43
- Šokman, A. i Lovrinović, I. (1998), *Monetarna politika i njen utjecaj na gibanje (ne)likvidnosti u Hrvatskoj u razdoblju 1992.-1997. godine*, objavljeno u "Nelikvidnost globalnog sustava: uzroci, posljedice i naznake mogućih rješenja", Ministarstvo gospodarstva i Hrvatska gospodarska komora, rujan 1998.
- Šonje, V. (1999), *Financijski razvitak i gospodarski rast*, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, br. 73, 1999.
- Zakon o bankama*, *Narodne novine*, br. 161, 18. prosinca 1998.
- ZAP, *Informacije o tekućim gospodarskim i financijskim kretanjima*, više brojeva
- ZAP (1998), *Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske u 1997. godini*, Zagreb, srpanj 1998.
- ZAP (1999), *Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske u 1998. godini*, Zagreb, lipanj 1999.
- ZAP (2000), *Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske u 1999. godini*, Zagreb, lipanj 2000.
- Zdunić, S. (1998), *Monetarni faktori likvidnosti i stabilnosti bankarskog i gospodarskog sustava*, objavljeno u "Nelikvidnost globalnog sustava: uzroci, posljedice i naznake mogućih rješenja", Ministarstvo gospodarstva i Hrvatska gospodarska komora, rujan 1998.

Dodatak I.

Anketni upitnik - nelikvidnost

Naziv poduzeća: _____

Godina osnutka: _____

Sjedište: _____

Broj zaposlenih: _____

Je li poduzeće sudjelovalo u procesu privatizacije? DA NE

Ako je, kada je on dovršen (godina): _____

Vlasništvo nad poduzećem:

• udio privatnog vlasništva: _____

• udio državnog vlasništva: _____

Datum popunjavanja ankete: _____

Posebne napomene o poduzeću (osnovna djelatnost, poduzeće prestalo postojati, u procesu likvidacije, itd.):

Upiti koji se odnose na poslovanje poduzeća (upisati stanje na dan 31.12.1999.):

- iznos ukupne aktive: _____
- visina vlastitih angažiranih sredstava (temeljni kapital): _____
- ukupne obveze (dospjele i one koje još nisu dospjele) prema dobavljačima, državi, finansijskom sektoru i inozemstvu: _____
- ukupni prihodi poduzeća u 1999.: _____
- ukupni rashodi poduzeća u 1999.: _____
- dobit (ili gubitak) nakon oporezivanja: _____
- kako ocjenjujete uobičajeno poslovanje Vašeg poduzeće (izrazito loše, loše, ni loše ni dobro, dobro, izuzetno dobro): _____
- koliko dana odgode plaćanja Vam prosječno odobravaju dobavljači: _____
- iznos dospjelih, a neplaćenih dugovanja: _____
- iznosi (struktura) ukupnih ovakvih dugovanja prema sektorima:
 - inozemstvo: _____
 - poduzeća: _____
 - finansijski sektor (banke, štedionice, ...): _____
 - država (proračun, MIORH, HZZO, ostalo): _____
- iznos dospjelih, a neplaćenih dugovanja **evidentiranih kod ZAP-a** (ukoliko postoje):

- koliko puta ste bili u blokadi u 1999. godini: _____
- koliko ste ukupno dana bili "u blokadi" u 1999. godini: _____
- koliko dana u prosjeku kasnite s plaćanjem: _____
- koliko dana u prosjeku kasnite, ukoliko kasnite, s isplatom plaća: _____
- koji iznos poduzeće duguje zaposlenicima za neisplaćene plaće: _____

- otpisujete li potraživanja za koje se pokazalo da ih ne možete naplatiti, i nakon kojeg roka to u prosjeku činite: _____
- koliko ste potraživanja otpisali u 1999. godini: _____
- ukoliko zbog kašnjenja u naplati dugova ne fakturirate odmah sve prihode, koliki je iznos nefakturirane realizacije u 1999. godini (nenaplaćenih prihoda koje niste proveli u knjigama): _____
- Jeste li u 1999. godini dizali kredite za likvidnost? _____ Ako da, koja je bila okvirna kamatna stopa na taj kredit? _____
- Jeste li u 1999. godini dizali bilo kakav kredit kod neke od financijskih institucija? _____ Ako da, koja je otprilike bila kamatna stopa, te koji je rok otplate kredita? _____
- sudjeluje li Vaše poduzeće u kompenzacijama, i ukoliko sudjeluje koliki je udio u potraživanjima Vašeg poduzeća koja namirite pomoću njih: _____
- ukoliko sudjelujete u kompenzacijama koji se njihov udio odnosi na:
 - financijske kompenzacije (prebijanje dugova): _____
 - realne kompenzacije (trampu ili razmjenu robe): _____
- koliko poduzeća u prosjeku uključuje zatvaranje kruga financijske kompenzacije u kojemu sudjelujete: _____
- Što bi po vašem mišljenju moglo najviše doprinijeti rješavanju problema nelikvidnosti (zaokružite samo jedno):
 - a) efikasnije funkcioniranje sudstva
 - b) provedba obaveznih multilateralnih kompenzacija
 - c) vođenje ekspanzivnije monetarne politike koja bi inflacionirala postojeće dugove
 - d) financijska disciplina države u smislu da sve svoje obveze izvršava na vrijeme i u cijelosti
 - e) nešto drugo (upišite Vaš prijedlog): _____

Dodatak II.

Nelikvidnost u Hrvatskoj i Sloveniji: jesu li Macelj i Bregana na granici Istoka i Zapada?

U posebnom dodatku, uspoređujući Hrvatsku i Sloveniju, pokazujemo neke od stavova koji su iznijeti u glavnom dijelu rada. Usporedba nije zanimljiva samo zbog zajedničkih institucionalnih korijena koji potječu iz razdoblja bivše Jugoslavije, već i zbog toga što ta usporedba najvećim dijelom opovrgava tezu o razlikama u pristupu monetarnoj politici. Analiza pokazuje da se, ako je razlika uopće postojala, radilo o restriktivnijem pristupu monetarnoj politici u Sloveniji. No na naš upit slovenskim kolegama u središnjoj banci o problemu nelikvidnosti dobili smo odgovor da ni oni ni slovenska javnost to ne smatraju velikim problemom. U Sloveniji, kao i u zemljama koje na zemljovidu leže zapadno od nje, danas se čuje samo taj odgovor. To je velika razlika u usporedbi sa zemljama južno i istočno od Slovenije, gdje čitavi gospodarski sustavi godinama grcaju u problemu nelikvidnosti i gdje ne nedostaje čudotvoraca koji bi “malim monetarnim podmazivanjem” pokušali riješiti problem novčane insuficijencije ili – kako se kod nas katkad govori – nelikvidnosti globalnog sustava. Ta nas je činjenica potakla da se zapitamo ne prolazi li neka dublja, “neekonomska” linija, koja danas razdvaja Istok i Zapad, preko Macelja i Bregane? Iskren odgovor na to pitanje mogao bi nam pomoći da tu crtu “pomaknemo” na istok.

Monetarne slike Slovenije i Hrvatske

Zakon o Banci Slovenije naslijedio je regulativu bivše Jugoslavije, što ga čini veoma sličnim Zakonu o HNB-u. Najvažniji je element svakoga zakona o središnjoj banci iskaz ciljeva. Tu su naš i slovenski zakon najsličniji: slovenski su i naši ciljevi stabilnost valute te likvidnost u plaćanjima u zemlji i inozemstvu. Sličnost zakonskih rješenja nužan je uvjet za laboratorijski eksperiment u kojem se, zbog zajedničkog naslijeđa i zakonskih rješenja, mogu izolirati čimbenici koji utječu na nelikvidnost.

U Tablici 1. usporedili smo nekoliko najvažnijih pokazatelja monetarne i tečajne politike u Hrvatskoj i Sloveniji. Zaključili smo sljedeće:

Pokrivenost rezervnoga novca (SA/R) i novčane mase M1 (SA/M1) međunarodnim pričuvama, odnosno stranom aktivom središnje banke (SA), puno je veća u Sloveniji nego u Hrvatskoj. Nije točno da je prema tom omjeru Hrvatska iznimka među tranzicijskim zemljama. Taj se omjer ne može rabiti kao pokazatelj karaktera monetarne politike jer na nj utječu strukturna obilježja monetarnoga sustava zemlje, odnosno njezin položaj u globalnom monetarnom sustavu.¹

Monetarni je multiplikator u Hrvatskoj manji nego u Sloveniji. To je posljedica slovenske politike sterilizacije koja se oslanjala na izravno preusmjeravanje priljeva kapitala u odljev putem upisa deviznih blagajničkih zapisa Banke Slovenije od početka tranzicijskog procesa. Tako je u Sloveniji izbjegnuto neto utjecaj priljeva kapitala na domaće devizno tržište. Izbjegnuto je i jače korištenje instrumenta obvezne rezerve te je izravno ublažena transmisija viška financijskog računa u manjak tekućeg računa

1 Podrobnije o tome vidite u članku Šonje, V. (2000), “Otvorenost zemlje, valutna supstitucija i monetarna politika”, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 80: 23 – 42.

platne bilance (što je u ekonomskoj literaturi poznato kao “transferni problem”). Hrvatska je imala sličan regulacijski instrument (popularna “obveza redeponiranja”), koji je međutim trpio napade sa svih strana, posebno iz političke, ali i iz stručne arene, pa se nije mogao rabiti za izolaciju domaćega novčanog tržišta od neto priljeva kapitala. HNB je izravno napadan zbog previsoke razine deviznih pričuva i odbijanja njihova “aktiviranja” u domaćemu gospodarskom sustavu. Ti su napadi na HNB pokazali nerazumijevanje naravi deficita tekućega računa platne bilance (uzrok je “transferni problem”, čiji impulsi potječu s financijskog računa platne bilance, a ne razina realnog tečaja²). HNB se jedva uspio obraniti od potpune eliminacije toga instrumenta. Rezultat: snažan utjecaj neto priljeva kapitala na domaće tržište.

Stabilnost realnoga tečaja u Hrvatskoj (za razliku od slovenskoga realnog tečaja koji je realno aprecirao) pokazuje da realni tečaj u proteklih šest godina uopće nije bio u korelaciji s uvozom i deficitom, dok slovenska aprecijacija pokazuje da se i u tim uvjetima izvozna privreda može razvijati. (Na slično iskustvo upućuju i kretanja u baltičkim državama te u Mađarskoj.)

Hrvatskoj i Sloveniji zajedničko je to što im ponuda novca realno raste u uvjetima stabilnosti realnoga tečaja ili realne aprecijacije, a faza naše realne deprecijacije (koja nije pomogla izvozu) pokazuje da se tada javlja realno smanjenje novčane mase. U ob-

Tablica 1. Glavni indikatori monetarne politike i politike tečaja u Hrvatskoj i Sloveniji

	1993.	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.	1999.
SA/R u % ^a							
Hrvatska	179	168	149	146	155	177	224
Slovenija	203	236	249	283	390	346	302
SA/M1 u %							
Hrvatska	128	119	122	113	117	130	166
Slovenija	107	145	153	170	244	207	173
M1/R (multiplikator)							
Hrvatska	1,4	1,4	1,2	1,3	1,3	1,4	1,3
Slovenija	1,9	1,6	1,6	1,7	1,6	1,7	1,7
GDP/M1							
Hrvatska	12,4	13,2	11,9	9,5	9,0	10,2	10,4
Slovenija	14,8	14,1	13,5	13,2	12,7	11,3	10,0
Tečaj lokalne valute prema EUR							
Hrvatska	7,262	6,902	6,812	6,863	6,947	7,239	7,679
Slovenija	132,28	152,36	153,12	169,51	180,40	186,30	193,62
Inflacija (CNM)							
Hrvatska	1149,7	-3,0	3,7	3,4	3,8	5,4	4,4
Slovenija	32,3	19,8	12,6	9,7	9,1	8,6	6,6
Realni tečaj 1993.=1 ^b							
Hrvatska		0,98	0,95	0,97	0,98	0,99	1,02
Slovenija		0,96	0,86	0,86	0,84	0,80	0,78

^a Strana aktiva su bruto rezerve koje su u objema zemljama puno veće od neto rezervi.

^b Radi izravne usporedivosti nominalni tečaj prema EUR deflacioniran je cijenama na malo tako da se de facto radi o realnom bilateralnom tečaju prema DEM (viša vrijednost znači deprecijaciju).

Napomena: Svi izračuni temelje se na vrijednostima na kraju godine.

Izvor: Izračuni na temelju IFS-a i Biltena središnjih banaka

2 I realni tečaj i saldo tekućeg računa jesu posljedice.

jema zemljama vidljivo je ponašanje potpuno suprotno udžbeničkim modelima u kojima realni novac raste uz realnu deprecijaciju (i obratno). Tomu su dva razloga: i Hrvatska i Slovenija male su i otvorene, ali “dolarizirane” zemlje s raširenom valutnom klauzulom, koje se ponašaju drukčije od velikih valutnih područja koja su zatvorena i u kojima se posluje bez valutne klauzule.

Brzina novčanoga obrtaja (mjera “monetarne insuficijencije” prema nekim našim ekonomistima) u Hrvatskoj nije veća nego u Sloveniji. (Inverzno, udjel novčane mase u BDP-u nije u nas manji nego u Sloveniji). Naprotiv, obrtaj/udjel u protekle je dvije krizne godine izjednačen, s time da je sredinom devedesetih Hrvatska bila monetarno produbljenija nego Slovenija (imali smo veći omjer M1/BDP, odnosno manji koeficijent obrtaja novčane mase). I naš i slovenski obrtaj veoma je brz (odnosno malen je udjel M1/BDP) u usporedbi s razvijenim zemljama, no razlog je u tome što su valutna i imovinska supstitucija dovele do toga da devize obavljaju neke od funkcija novca. No to je standardna pojava koja nas prati još iz predtranzicijskoga razdoblja.

Naš mali laboratorijski eksperiment pokazuje da je monetarne čimbenike nemoguće izolirati kao ključne utjecaje koji bi objasnili razlike u (ne)likvidnosti u dvjema zemljama. Postavlja se pitanje: gdje leže stvarni uzroci?

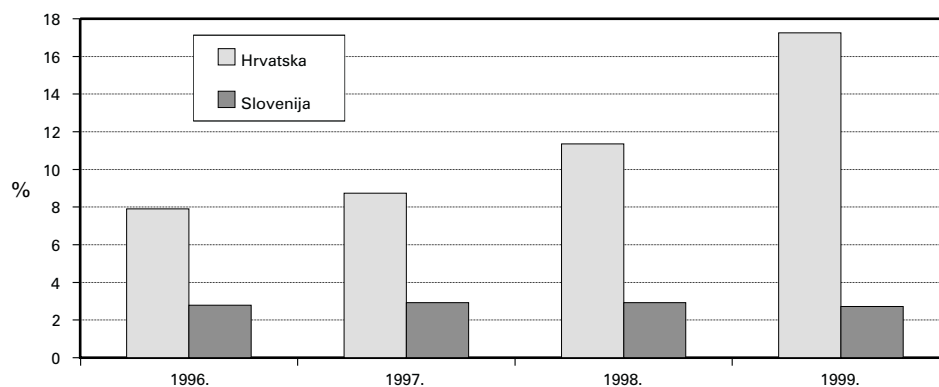
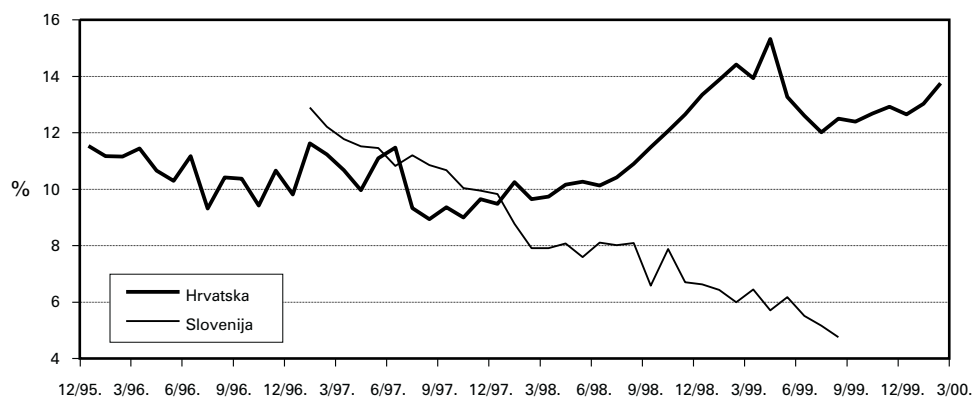
Strukturne promjene, fiskalna politika i sudstvo

U dosadašnjim je istraživanjima naglašeno da su naslijeđeni strukturni problemi jedan od glavnih generatora takozvane nelikvidnosti. U tom se smislu i brzo restrukturiranje istaknulo kao jedan od važnih preduvjeta za umanjivanje nelikvidnosti. Kada se spusti na razinu poduzeća, restrukturiranje zapravo označava stvaranje pravilnih poticaja menadžmentu za provođenje promjena koje će u razumnom roku i uz što niže troškove dovesti poduzeće u zonu profitabilnosti.

Kada se 1992. godine, u najvećoj mjeri zbog gubitka zaštićenoga “mekog” tržišta bivše Jugoslavije, Slovenija suočila s nepovoljnom gospodarskom situacijom, suspendirano je automatsko aktiviranje stečajnih postupaka za poduzeća koja su u blokadi duže od 60 dana. Ta je mjera povećala financijsku nedisciplinu, a ona se pojavila jer se na tri stotine najvećih dužnika tada odnosilo 88 posto svih gubitaka u sektoru poduzeća (tih 300 poduzeća tada je upošljavalo 27 posto ukupne radne snage). Do sredine 1993. uslijedila je zamjena menadžmenta u najvećem broju poduzeća, a Fond za razvoj, koji je provodio restrukturiranje – bez značajne potpore iz proračunskih sredstava, posebnu je pozornost posvetio privlačenju kvalitetnih menadžera i poticajnim shemama koji su njihove nagrade vezivali uz napredak ostvaren u reformama i uz financijske rezultate poduzeća.

Bez obzira na sve napore koji su od tada poduzeti, poduzeća koja još nisu privatizirana, zbog visokog iznosa gubitaka, i do danas ostaju daleko najveći gubitaši u Sloveniji, što samo govori o problemima uključivanja takvih poduzeća u shemu tržišnih poticaja i kazni.

Slovenija i Hrvatska imaju približno jednak udio privatnog sektora u stvaranju BDP-a (procjenjuje se na oko 55 posto u 1999. godini), ali se proces privatizacije kroz koji su poduzeća prolazila znatno razlikovao. Dok se u Sloveniji, uz kuponsku privatizaciju, prednost davala malim dioničarima, u Hrvatskoj je ishod privatizacije bio nastanak velikih poslovnih sustava, koji su se najčešće sastojali od vrlo heterogenih poduzeća s vrhovima u kojima je prevladavala premoderna simbioza vlasništva i upravlja-

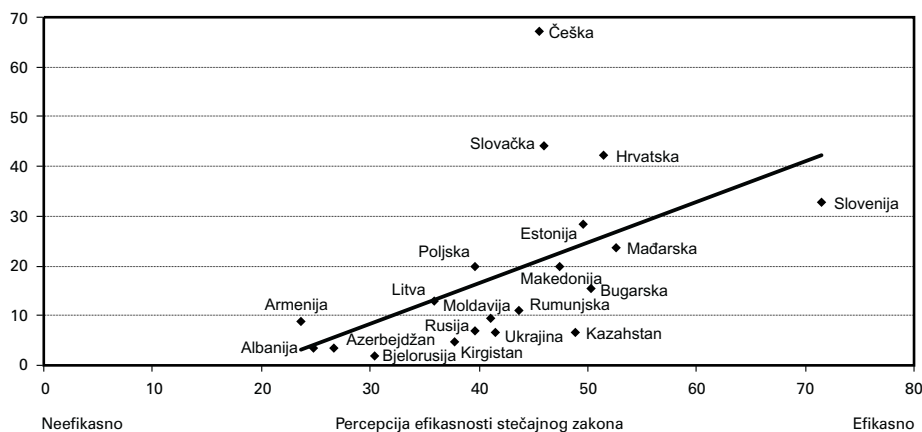
Slika 1. Udio nepodmirenih naloga u BDP-u³**Slika 2.** Udio zaposlenih u poduzećima u blokadi u ukupnoj zaposlenosti

nja. Takvi su sustavi veličinom redovito nadilazili upravljačke mogućnosti vlasnika, a i sam njihov nastanak, uz bankovne kredite čije je nevraćanje bilo jedan od poticaja bankovne krize, često je financiran neplaćanjem dugova (ono je prouzrokovalo nelikvidnost i stvaralo negativnu klimu što se tiče etike plaćanja). Političke su veze vrhova takvih koncerna samo potvrdile njihovu ekonomsku neracionalnost.

Za razliku od Hrvatske, u kojoj su privatizirana i privatna poduzeća najvažniji izvor nelikvidnosti, u Sloveniji, u smislu iznosa, glavni problem ostaju poduzeća koja još nisu prošla privatizaciju i tek ih čeka restrukturiranje. U posljednje je tri godine u Sloveniji ipak u vezi s tim postignut znatan napredak, što je moguće vidjeti na udjelu zaposlenih u blokiranim poduzećima u ukupnoj zaposlenosti. Iako je iznos nepodmirenih naloga u Sloveniji u cijelom razdoblju nekoliko puta manji nego u Hrvatskoj, još sredinom 1997. godine u Sloveniji je relativno više zaposlenih bilo u tim poduzećima. Od tada se pokazatelj zaposlenih u blokiranim poduzećima nekoliko puta smanjio, uz relativno stabilan udio nepodmirenih naloga u BDP-u, dok je u Hrvatskoj zabilježen nepovoljan trend kretanja obaju pokazatelja.

Država je u Hrvatskoj možda najvažniji izvor nelikvidnosti. Kada se govori o državi, važno je razlučiti dva bitna segmenta: sudstvo i državni proračun.

3 Te trendove ipak valja uzeti s oprezom jer pokazatelji izvedeni na temelju dospjelih nenaplaćenih potraživanja zbog svojih nedostataka nisu kvalitetna mjera nelikvidnosti.

Slika 3. Domaći krediti privatnom sektoru^a (kao postotak BDP-a)

^a Preuzeto iz Ramasastry, A., Slavova, S. i Vandenhoeck, L. (2000), EBRD legal indicator survey: assessing insolvency laws after ten years of transition, EBRD, Law in transition, proljeće 2000.

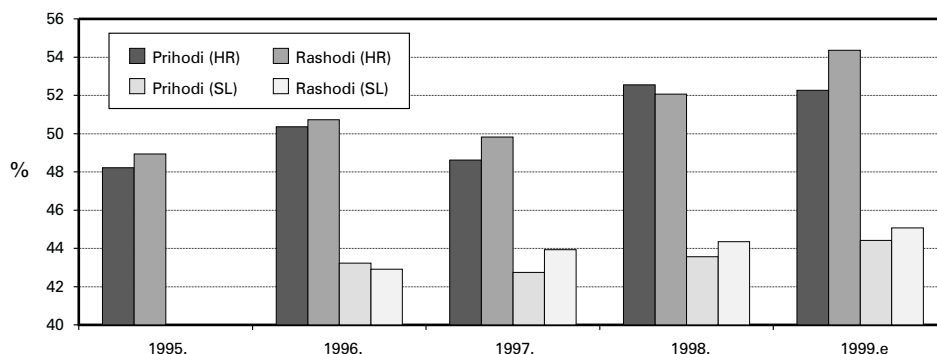
Problem sudstva u Hrvatskoj veže se ponajprije uz zaštitu dužnika i nemogućnost vjerovnika da uobičajenim instrumentima osiguranja plaćanja naplati svoja potraživanja. Jasno je da je teško usporediti funkcioniranje sudstva u Hrvatskoj i u Sloveniji. U tom je smislu također neizvjesno koliko je vjerovnik zaštićen u Sloveniji. Ipak, u indikativne svrhe poslužiti ćemo se Slikom 3. koja na apscisi prikazuje percepciju efikasnosti zakona o stečaju.

Može se primijetiti da Slovenija prema indeksu percepcije efikasnosti zakona o stečaju znatno odskaače od svih tranzicijskih zemalja uključujući i Hrvatsku. Premda je Hrvatska prema tom indeksu kao treća po redu pozicionirana odmah iza Mađarske, važno je uočiti da indeks percepcije za Hrvatsku iznosi otprilike 52, dok za Sloveniju iznosi oko 74. Prema navedenom pokazatelju sudstvo u Sloveniji funkcionira mnogo efikasnije negoli u Hrvatskoj. Međutim, treba imati na umu da navedeni pokazatelj može služiti samo u indikativne svrhe te da na temelju njega nije moguće donositi konačne zaključke.

Državni proračun kao uzrok nelikvidnosti u Hrvatskoj je vezan uz tri ključna problema. Jedan je financijska nedisciplina države (država je neuredan i nepouzdan platiša), drugi je izrazita ekspanzivnost državne potrošnje (kulminacija je nastupila u 1998. godini s uvođenjem PDV-a), a treći je sanacija brojnih poduzeća čija je ekonomska opravdanost upitna (država je sanirala velik broj poduzeća koja svoju proizvodnju nisu restrukturirala, što se može okarakterizirati kao “kupovina” socijalnog mira, a ne kao rješavanje gospodarske situacije).

Budući da podaci o dospjelim, a neplaćenim obvezama slovenske države nisu raspoloživi, ne možemo reći kolika je razina financijske discipline države. U Sloveniji se državni proračun također vodi po “cash” principu i ne postoji državna riznica. Neslužbeni izvori govore kako u Sloveniji nikad nije bilo većih problema s plaćanjima države te u tom smislu država nikada nije generirala znatan iznos neplaćenih obveza.

Što se tiče ekspanzivnosti državne potrošnje, ne može se reći da je fiskalna politika u Sloveniji bila ekspanzivnoga karaktera u proteklih nekoliko godina. U usporedbi s 1997. godinom rashodi opće države u Sloveniji u 1999. (procjena) bili su veći samo za 2,6 posto (vidite Sliku 4.). U Hrvatskoj su rashodi bili veći za 9,1 posto (procjena).

Slika 4. Udio prihoda i rashoda opće države u BDP-u

Slično je i s prihodima koji su u Sloveniji povećani za 3,9 posto, dok su u Hrvatskoj povećani za 7,5 posto.

Važno je naglasiti kako za nelikvidnost nije samo veoma važan rast državne potrošnje i državnih prihoda, već je važna i razina državne potrošnje, odnosno prihoda. Na Slici 4. uočljivo je kako je razina državne potrošnje u Hrvatskoj mnogo viša nego u Sloveniji, a ta razlika postaje još važnija ukoliko se na umu ima razina razvijenosti mjerena indikatorom BDP per capita.

Naglasimo i to da u Sloveniji država nije običavala sanirati poduzeća sredstvima iz državnog proračuna (za razliku od Hrvatske).

Na kraju valja ponoviti da postoje bitne razlike u modelima restrukturiranja poduzeća između Slovenije i Hrvatske. Također postoji razlika u modelu privatizacije, koja je u Sloveniji bila "kuponska", dok je u Hrvatskoj bila "tajkunska". Funkcioniranje sudstva u Sloveniji je, čini se, efikasnije nego u Hrvatskoj. Fiskalna politika nije bila toliko ekspanzivna, niti je generirala nelikvidnost neplaćanjem računa države. Uz to, Slovenija nije iskusila bankovnu krizu, koja je zahvatila hrvatski bankovni sustav u 1998. i 1999. godini, a koja je također utjecala na rast nelikvidnosti u Hrvatskoj. Konačno, čini se da je kvaliteta funkcioniranja institucija u Sloveniji na višoj razini nego u Hrvatskoj. To se pak može potkrijepiti činjenicom da se različiti oblici korupcije razvijaju u prvom redu u zemljama koje imaju slabe institucionalne okvire. Ima li se na umu podatak da je Slovenija najbolje rangirana tranzicijska zemlja prema pokazatelju korupcije (25.), a da se Hrvatska nalazi tek pri dnu ljestvice (74., s nedavnim pomakom na još uvijek skromno 51. mjesto), može se pretpostaviti postojanje veće razine kvalitete funkcioniranja institucija u Sloveniji. S druge strane, u monetarnoj se politici ne vide tako velike razlike kao na drugim područjima. Stoga nam se čini da pravo pitanje glasi: kako razdjelnicu između Istoka i Zapada, koja danas prolazi preko Macelja i Bregane, pomaknuti dalje prema istoku, gdje je oduvijek bila? Čini nam se da bi nas autonomna i avanturistička monetarna ekspanzija mogla još više udaljiti od toga cilja.

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama *Istraživanja*, *Pregledi* i *Rasprave* znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvatanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni na magnetnim ili optičkim medijima (3.5" diskete, ZIP, CD), a uz medij treba priložiti i ispis na papiru u tri primjerka. Format zapisa treba biti Word 6 ili 97 for Windows/Mac, a preferira se RTF format kodne strane 437 ili 852.

Na disketu je potrebno nalijepiti etiketu s nazivom korištenog tekstprocesora i datoteke, kao i imenom autora.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerce, zahvale i priznanja, mogu se uključiti u naslovnu stranicu. Ako je ta informacija dugačka, poželjno ju je uključiti u tekst, bilo na kraju uvodnog dijela bilo u posebnom dijelu teksta koji prethodi popisu literature.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati: broj, naslov, mjerne jedinice, legendu, izvor podataka te bilješke (fusnote). Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a,b,c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz drugih programa (Excel, Lotus,...) onda je potrebno dostaviti i te datoteke u Excel formatu (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom EPS ili TIFF formatu s opisima u Helvetici (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice (fusnote) treba označiti arapskim brojkama podignutim iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjim od slova kojim je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute. Ispisi i diskete s radovima se ne vraćaju.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke (u pripremi)

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativno-pregledni radovi zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Rasprave Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju rasprave zaposlenika banke, gostiju istraživača i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdavač je i drugih publikacija, primjerice: zbornika radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator, knjiga i radova ili prijevoda knjiga i radova od posebnog interesa za HNB i drugih sličnih izdanja.