

VISOKA ŠKOLA ZA TURIZAM

ŠIBENIK COLLEGE OF TOURISM

Frane Z. Negro

FINANCIJSKI MENAGEMENT



Šibenik, 2001.

UDŽBENICI VIŠOKE ŠKOLE ZA TURIZAM U ŠIBENIKU

MANUALIA COLLEGII STUDIORUM SIBENICENSIIUM



*Udžbenik odobrilo Povjerenstvo za izdavačku djelatnost
Visoke škole za turizam*

Nakladnik
Visoka škola za turizam Šibenik

Za nakladnika
Doc. dr. sc. Stipe Belak

Stručna recenzija
Prof.dr.sc. Boris Jurić
Dr.sc. Ratko Dobre
Anita Grubišić dipl. oec.

Jezična lektura i korektura
Branka Belak

Grafički urednik
Jurica Matošin

Tisak
Svučilišna tiskara

UDK 336

Negro, Frane Zvonimir

Financijski menagement/Frane Zvonimir Negro

Udžbenici Visoke škole za turizam u Šibeniku
Manualia Collegii Studiorum Sibenicensium

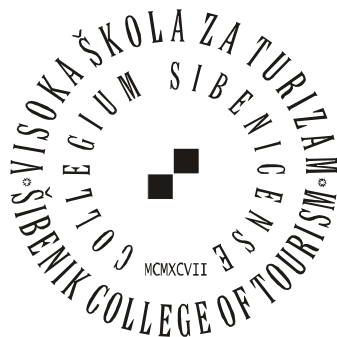
ISBN 953-6781-05-0

ISBN 953-6781-05-0

**VISOKA ŠKOLA ZA TURIZAM
ŠIBENIK**

Mr. sc. Frane Z. Negro

FINANCIJSKI MENAGEMENT



Šibenik, 2001.

SADRŽAJ

PRVI DIO

1. POJAM FINACIJSKOG MENADŽMENTA.....	1
1.1. FINACIJSKI MENADŽMENT I FINACIJSKI MENADŽER.....	1
2. OSNOVE FINACIJSKE AKTIVNOSTI.....	3
3. ZNAČENJE FINACIJSKOG MENADŽMENTA.....	6
4. OBLICI ORGANIZIRANJA POSLOVNIH SUBJEKATA.....	8
4.1. FINACIJSKI RIZIK I NESIGURNOST	12
4.2. CILJ POSLOVANJA PODUZEĆA.....	14
5. IZVORI IMOVINE	16
5.1. VJEROVNICI.....	16
5.2. VLASNICI.....	17
5.3. FINACIJSKA OBILJEŽJA POLOŽAJA VJEROVNIKA.....	18
5.4. FINACIJSKA OBILJEŽJA POLOŽAJA VLASNIKA.....	21

DRUGI DIO

1. BILANCA KAO IZVOR FINACIJSKIH INFORMACIJA.....	25
1.1. UVODNE NAPOMENE.....	25
1.2. KORISNICI FINACIJSKIH INFORMACIJA.....	26
1.2.1. <i>Menadžment</i>	27
1.2.2. <i>Vjervnici</i>	28
1.2.3. <i>Vlasnici</i>	29
1.2.4. <i>Državne institucije</i>	29
1.3. NAJVAŽNIJA SVOJSTVA BILANCE	30
1.3.1. <i>Oblici bilance</i>	30
1.3.2. <i>Procjena bilance</i>	30
1.3.3. <i>Klasifikacija imovine</i>	33
1.3.4. <i>Obveze</i>	35
1.3.5. <i>Vlastiti kapital</i>	35

TREĆI DIO

1. ANALIZA FINACIJSKIH IZVJEŠTAJA	37
1.1. IZVORI FINACIJSKIH INFORMACIJA I NJIHOVA UPOTREBA.....	37
1.2. TEMELJNA FINACIJSKA IZVJEŠĆA	39
1.2.1. <i>Bilance</i>	39
1.2.2. <i>Račun dobitka i gubitka</i>	41
1.2.3. <i>Izvešće o novčanom tijeku</i>	43
1.2.4. <i>Bilješke uz financijska izvješća</i>	47
1.2.5. <i>Izvešće o promjeni glavnice</i>	48

1.3. KORISNICI I SVRHA I METODE ANALIZE	
FINANCIJSKIH IZVJEŠĆE	48
1.3.1. <i>Korisnici i svrhe analize financijskih izvješća</i>	48
1.3.2. <i>Metode analize financijskih izvješća</i>	49
1.3.2.1. <i>Analize putem pokazatelja</i>	55
1.3.2.2. <i>Pokazatelj likvidnosti</i>	56
1.3.2.3. <i>Interpretacija rezultata analize</i> <i>putem pokazatelja</i>	73

ČETVRTI DIO

1. OBRTNA SREDSTVA KAO DIO POSLOVNIH	
SREDSTAVA	75
2. KRUŽNO KRETANJE OBRTNIH SREDSTAVA	77
3. FAKTORI O KOJIMA OVISI POTREBA ZA	
OBRTNIM SREDSTVIMA	80
4. DEFINICIJA OPTIMALNE VELIČINE I STRUKTURE	
OBRTNIH SREDSTAVA	83
4.1. IZBOR KRITERIJA OPTIMALIZACIJE	84
4.1.1. <i>Mogući kriteriji optimalizacije</i>	84
4.1.2. <i>Matematička formulacija teoretskog</i> <i>modela optimalne veličine i strukture</i> <i>obrtnih sredstava</i>	84
4.1.3. <i>Zaliha sirovine i materijala</i>	85
4.1.4. <i>Proizvodnja u toku i poluproizvodi</i>	86
4.1.5. <i>Zalihe gotovih proizvoda i robe</i>	87
4.1.6. <i>Potraživanje od dužnika</i>	87
4.1.7. <i>Novčana obrtna sredstva</i>	87
4.1.8. <i>Ostala obrtna sredstva</i>	88
4.1.9. <i>Sintetizirani ukupni optimum</i>	88
4.1.10. <i>Mogućnost reduciranja pojedinih zaliha</i>	89
4.2. ODSUPANJE OD OPTIMALNE VELIČINE	
I STRUKTURE OBRTNIH SREDSTAVA I	
UTJECAJ NA DOBITAK	90
4.2.1. <i>Nužnost odstupanja od optimuma</i>	92
4.2.2. <i>Razlozi odstupanja od optimuma</i>	
4.2.3. <i>Odstupanje o optimuma kod materijalnih</i> <i>oblika obrtnih sredstava</i>	95
4.2.4. <i>Odstupanje od optimuma kod novčanih</i> <i>obrtnih sredstava</i>	96
5. MJERE I METODE ZA OPTIMALIZACIJU	
OBRTNIH SREDSTAVA U TRGOVAČKIM	
DRUŠTVIMA	100
5.1. PITANJE IZBORA NAJRAACIONALNIJIH MJERA	
ZA OSTVARENJE OPTIMUMA SREDSTAVA	100
5.1.1. <i>Opće mjere za ostvarenje racionalnog</i> <i>poslovanja obrtnim sredstvima</i>	100

5.1.2. Povezanost odgovornosti osnovnih funkcija u privrednoj organizaciji s visinom angažiranih obrnih sredstava po fazama kružnog toka	102
5.1.3. Postupak optimalizacije obrtnih sredstava	104
5.2. PLANIRANJE POTREBA ZA OBRTNIM SREDSTVIMA	106
5.2.1. Pristup planiranju potreba za obrtnim sredstvima s objašnjenjem tzv. dodatnih i odbitnih stavki	106
5.2.2. Kalkulacija optimalno potrebnih obrnih sredstava	112
5.2.2.1. Konceptcija i polazna osnova kalkulacije	112
5.2.2.2. Kalkulacija potreba za obrtnim sredstvima za zalihe sirovine i materijala	113
5.2.2.3. Kalkulacija potreba za obrtnim sredstvima za proizvodnju u toku, zalihe gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca	116
5.2.2.4. Kalkulacija potrebe za tzv. ostalim vrstama obrnih sredstava	118
5.2.2.5. Kalkulacija odbitnih stavaka	119
5.2.2.6. Zalihe kalkulacija potrebnih obrnih sredstava	120

PETI DIO

1. FINACIJSKO PLANIRANJE	121
1.1. FINACIJSKO PLANIRANJE I SOLVENTNOST	124
1.1.1. Razlozi za održavanje optimalnih novčanih sredstava	124
1.1.2. Instrumenti kontrole novčanih sredstava	126
1.1.3. Predviđanje potrebne visine novčanih sredstava	128
1.2. FINACIJSKO PLANIRANJE I PROFITABILNOST	132
1.2.1. Kontrola primitaka i izdataka novčanih sredstava	134
1.2.1.1. Kontrola primitaka novčanih sredstava	135
1.2.1.2. Kontrola izdataka novčanih sredstava	136
1.2.1.3. Fleksibilni finacijski plan	137
1.2.2. Kontrola novih ulaganja	140
1.2.3. Čimbenici koji utječu na ulaganje	143
1.2.3.1. Opći čimbenici koji utječu na ulaganje	143
1.2.3.2. Specifične stavke aktive	146

ŠESTI DIO

ANALIZA FINACIJSKIH POKAZATELJA POSLOVANJA.....	151
1. POKAZATELJI LIKVIDNOSTI	153
2. ODNOS TEKUĆIH SREDSTAVA	

I TEKUĆIH OBVEZA	154
3. KOEFICIJENT OBVEZNE LIKVIDNOSTI	155
4. POKAZATELJI KREDITNE SPOSOBNOSTI	156
5. STOPA POKRIĆA OBVEZA VRIJEDNOŠĆU SREDSTAVA	157
6. STOPA OPTIMALNOSTI DUGA	158
7. POKAZATELJI ZADUŽENOSTI	160
8. POKAZATELJI AKTIVNOSTI	163
8.1. KOEFICIJENT OBRTAJA TEKUĆIH SREDSTAVA	163
8.2. KOEFICIJENT OBRTAJA OBRTNIH SREDSTAVA	163
8.3. BROJ DANA VEZIVANJA POTRAŽIVANJA	164
8.4. OBRT ZALIHA	165
8.5. BROJ DANA VEZIVANJA ZALIHA	166
8.6. KONTROLA ADMINISTRATIVNIH TROŠKOVA	167
8.7. ODNOS UKUPNIH TROŠKOVA POSLOVANJA I PRODAJE.....	168
8.8. DOPUNSKA OBJAŠNJENJA O POKAZATELJIMA	169
9. POKAZATELJI PROFITABILNOSTI	170
9.1. ODNOS AKUMULACIJE I REALIZACIJE	170
9.2. STOPA POVRATA KAPITALA	171
9.3. STUPANJ POVRATA NA UKUPNO ANGAŽIRANA SREDSTVA.....	172
9.4. STOPA POVRATA NA UKUPNA SREDSTVA (AKTIVU)	173
9.5. DOBITAK ZA RASPODJELU PO OBIČNOJ DIONICI	173
10. POKAZATELJI NOVČANIH TIJEKOVA	174
10.1. NOVČANO POKRIĆE KAMATA	174
10.2. NOVČANO POKRIĆE DUGOVA	174
10.3. NOVČANO POKRIĆE DIVIDENDI	175

SEDMI DIO

1. KRATKOROČNO FINANCIRANJE	176
1.1. PRIRODA KRATKOROČNOG FINANCIRANJA	176
1.2. PREDNOSTI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA	176
1.3. NEDOSTACI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA	179
1.4. OPTIMALNO FINANCIRANJE	180
1.5. IZVORI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA.....	182
1.6. INSTRUMENTI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA	184
1.6.1. <i>Dokazi dugovanja</i>	185
1.6.2. <i>Dokumenti osiguranja povrata kredita</i>	187
2. TRGOVAČKI KREDIT	189
2.1. DEFINICIJA TRGOVAČKOG(ROBNOG) KREDITA I NJEGOVA VAŽNOST	189
2.2. INSTRUMENTI TRGOVAČKOG KREDITA	190
2.3. EKONOMIKA TRGOVAČKOG KREDITA	191

2.4. ČIMBENICI KOJI ODREĐUJU VISINU TRGOVAČKOG KREDITA SA ASPEKTA DUŽNIKA	193
2.5. ČIMBENICI KOJI ODREĐUJU VISINU TRGOVAČKOG KREDITA SA STAJALIŠTA VJEROVNIKA	194
2.6. KREDITNI ROKOVI I NJIHOVO ZNAČENJE	195
2.6.1. <i>Kreditni period</i>	195
2.6.2. <i>Klasifikacija kreditnih termina</i>	196
2.6.3. <i>Popust za prijevremeno plaćanje</i>	197
3. BANKARSKI I DRUGI IZVORI KREDITA	198
3.1. BANKARSKI KREDITI	198
3.1.1. <i>Priroda bankarskih kredita</i>	198
3.1.2. <i>Relativne prednosti i nedostaci bankarskih kredita</i>	199
3.1.3. <i>Preliminarni pregovori o kreditu</i>	200
3.1.3.1. <i>Izbor banke</i>	200
3.1.3.2. <i>Planiranje novčanih potreba</i>	203
3.1.4. <i>Uobičajeni zahtjevi banaka</i>	204
3.1.4.1. <i>Kreditna sposobnost dužnika</i>	204
3.1.4.2. <i>Godišnji povrat kredita</i>	205
3.1.5. <i>Metode kreditiranja</i>	206
3.1.6. <i>Osiguranje povrata kredita</i>	207
3.2. KOMERCIJALNI PAPIRI	208
3.3. OSTALI IZVORI KREDITA	209
4. OSIGURANJE POVRATA KRATKOROČNIH KREDITA	210
4.1. PRIRODA I VAŽNOST OSIGURANJA POVRATA KREDITA	210
4.2. RAZLOZI ZA OSIGURANJE POVRATA KREDITA	211
4.3. IZBOR INSTRUMENTATA OSIGURANJA POVRATA KREDITA.....	212
4.4. METODE OSIGURANJA POVRATA KREDITA	212
4.4.1. <i>Kratkoročni krediti osigurani s više potpisnika zaliham a i ostalim instrumentima osiguranja.....</i>	213
4.4.1.1. <i>Krediti osigurani s više potpisnika</i>	213
4.4.1.2. <i>Krediti osigurani zaliham a</i>	213
4.4.1.3. <i>Ostali instrumenti osiguranja</i>	215
4.4.2. <i>Kratkoročni krediti osigurani potraživanjima ili drugom imovinom</i>	217
4.4.2.1. <i>Krediti osigurani potraživanjima od potrošača</i>	219
4.4.2.2. <i>Krediti osigurani dionicama, obveznicama i hipotekom</i>	220
4.4.2.3. <i>Krediti osigurani policama životnog osiguranja.....</i>	220
5. SREDNJOROČNO FINANCIRANJE	221
5.1. KARAKTERISTIKE SREDNJOROČNIH KREDITA	221
5.2. PRIMJENA SREDNJOROČNIH KREDITA	222
5.3. KOMPARATIVNE PREDNOSTI SREDNJOROČNIH KREDITA	223
5.4. FINANCIRANJE POMOĆU NAJMA	224

6. DUGOROČNO FINANCIRANJE.....	226
6.1. KREDITIRANJE	226
6.1.1. <i>Razlozi za korištenje dugoročnih kredita</i>	226
6.2. OSNOVNA PODRUČJA PRIMJENE DUGOROČNOG FINANCIRANJA	228
7. OPCIJE, KONVERTIBILIJE, VARANTI I PRAVA	229
8. EMISIJA VRIJEDNOSNIH PAPIRA	230
9. TRŽIŠTE KAPITALA	232
9.1. FUNKCIJA TRŽIŠTA KAPITALA	232
9.2. PRAVNA REGULACIJA TRŽIŠTA KAPITALA	232
9.3. INVESTICIJSKO BANKARSTVO	233
10. FINANCIRANJE POSLOVANJA OBVEZNICAMA	236
10.1. OBVEZNICE PREMA VRSTI OSIGURANJA	236
10.2. OBVEZNICE PREMA KARAKTERU NAKNADA	239
10.3. OBVEZNICE PREMA NAČINU PODMIRENJA	238
11. FINANCIRANJE POSLOVANJA VLASTITIM KAPITALOM	241
11.1. PREGLED OSNOVNIH IDEJA	241
11.2. OSNOVA OPTIMALNOG VLASTITOG KAPITALA	241
11.3. IZVORI VLASTITOG KAPITALA	242
11.3.1. <i>Vlasnička ulaganja</i>	244
11.3.2. <i>Rezerve</i>	244
11.3.3. <i>Zadržani neto dobitak</i>	245
11.4. FINANCIJSKA SNAGA DIONICA	246

OSMI DIO

1. OCJENA ISPLATIVOSTI ULAGANJA	250
1.1. CILJ	250
1.2. RAZDOBLJE POVRATA	251
1.3. PRINOS NA PROSJEČNO ULAGANJE	252
1.4. DISKONTIRANJE BUDUĆIH NOVČANIH TOKOVA	253
1.5. ZAMJENA STARE OPREME	255
1.6. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA	257
POJMOVNIK	258
LITERATURA.....	277

PRVI DIO

1. POJAM FINANCIJSKOG MENADŽMENTA

Financijski menadžment obuhvaća široko područje ekonomskih aktivnosti posvećenih kapitalu kao vrijednosti koja stvara višak vrijednosti. Pojam "financijski menadžment" predstavlja složenicu od dvije riječi. Riječ "financije" (engleski "finance", njemački "Finanzen", talijanski "finanze") potječe od francuske riječi "finance", što znači "novčana sredstva", odnosno novac, a riječ "menadžment" dolazi od engleske riječi "management" što znači "upravljanje"¹.

Tradicionalno, financije se dijele u tri skupine i to:

a) javne financije, b) monetarne financije i c) poslovne financije².

Javne financije obuhvaćaju kapitalne fondove i budžete, zajedno s poreznom administracijom koja predstavlja produženu ruku vladinih tijela. Monetarne financije obuhvaćaju monetarno-kreditni sustav i monetarno-kreditnu politiku, a poslovne financije ili financijski menadžment-upravljanje kapitalom poduzeća u cilju njegove multiplikacije. No, bez obzira na ovu podjelu, financije svoje izvorište uvijek imaju u gospodarskim potrebama za robom i uslugama.

1.1. FINANCIJSKI MENADŽMENT I FINANCIJSKI MENADŽER

Financijski menadžment je jedno od područja financija koje se bavi financijama poslovnih subjekata. **Financije** možemo definirati kao skup teorija, principa i tehnika koja se bave pribavljanjem i menadžmentom novca poslovnih subjekata, vlade i pojedinaca. **Financijski menadžment (korporacijske financije)** istražuju menadžment tvrtke (poslovnog subjekta), a bavi se stjecanjem, menadžmentom i financiranjem resursa tvrtke (poduzeća, kompanije).

U središtu naših razmatranja u ovoj knjizi bit će poslovni subjekti organizirani kao društva kapitala - dionička društva i društva s ograničenom odgovornošću premda se teorija koncepti i tehnika financijskog menadžmenta

¹ Za "management" koriste se i sljedeći prijevodi: vodstvo, rukovodstvo, uprava, upravljanje, rukovođenje, gospodarenje, poslovanje, postupak, spremnost, vještina, štedljivost, čuvanje.

² Ova znanstvena disciplina, koj se izučava u srednjim školama i na fakultetima, pojavljuje se s različitim sadržajem izučavanja i s različitim nazivima kolegija, kao na primjer: "Poslovne financije", "Upravljanje financijama", "Financijsko upravljanje", "Financijsko poslovanje", "Financijska politika poduzeća", "Problemi financiranja poduzeća" i sl.

mogu primijeniti na bilo koju vrstu poduzeća, dakle i društva osoba, neprofitne organizacije, banke i pojedince.

Društva osoba definirana su prema našem zakonodavstvu kao komanditna društva i javna trgovačka društva (definirana kao partnerstva u tržišnim gospodarstvima, *partnership* - engl.), te trgovac pojedinac (ili individualno vlasništvo, *solely proprietorship* - engl.). To su oblici organiziranja s manjom fleksibilnošću i lakšim legalnim uvjetima osnivanja od kojih se uspješni često reorganiziraju u tvrtke (korporacije).

Financijski menadžment zahtijeva dobro poznavanje drugih polja financija kao što su financijska tržišta i institucije, jer je odgovornost i polje rada financijskog menadžera posredovanje s financijskim okruženjem u pribavljanju sredstava. Usto, potrebno je poznavanje i investiranja, jer ulaganje u vrijednosnice traži poznavanje principa vrijednosnica i pravila menadžmenta portfelja vrijednosnica, i jer se u konačnici cijena dionice (vrijednost poslovnog subjekta određuje na financijskom tržištu.

Financije predstavljaju krovni tok poslovnih subjekata, a financijski menadžment zauzima centralno mjesto u poduzeću. Osnovne odluke financijskog menadžmenta uključuju strategijske odluke - odluke o financiranju, investiranju, te taktičke - menadžment bruto radnog kapitala i kratkoročno financiranje.

Financijski menadžer je osoba čija uloga je važna kao menadžera jer sudjeluje u kreiranju poslovne strategije i politike uključujući i financijsku. Postoji uska međuzavisnost između funkcije financijskog menadžera i ostalih menadžerskih funkcija u poduzeću - kao marketinške, proizvodne i opće - upravne. Stoga ćemo pod financijskim menadžerom podrazumijevati osobu koja se bavi korporacijskim investiranjem ili financijskim odlukama.

Primjerice, niz razina u poduzeću uključeno je kontinuirano u donošenje financijskih odluka - od uprave do ostalih razina menadžmenta. U tom smislu i nefinancijski menadžeri, napose predsjednici uprave ili vlasnici/menadžeri malih tvrtki moraju poznavati osnove financijskog menadžmenta kako bi znali kako se odluke iz njegove domene odražavaju na financijsku poziciju i konkurentnu sposobnost tvrtke/institucije.

Štoviše, uprava donosi financijsku politiku, a financijski menadžer (potpredsjednik za financije, menadžer financijske službe, odjela , sektora) sudjeluje u kreiranju politike i odgovoran je za njenu uspješnu realizaciju. Isto tako, financijski menadžer odgovoran je za definiranje temelja za donošenja poslovnih odluka koji polazi od kreiranja vrijednosti (povećanja vrijednosti tvrtke) za druge funkcije u poduzeću pored financijske.

Financijski menadžer, može dakle, biti vlasnik male tvrtke ili trgovac pojedinac, rizničar (blagajnik, *treasurer* - engl.), šef računovodstva i kontrolor

(*controlor* -engl.) u manjim tvrtkama, ili pak predsjednik financijske službe/odjela ili financijski direktor, potpredsjednik za financije, ali i svatko tko kreira financijsku politiku i donosi financijske i investicijske odluke.

2. OSNOVE FINANCIJSKE AKTIVNOSTI

Osnove financijske aktivnosti, neophodne za uspješno financijsko vođenje poduzeća, možemo svrstati u četiri grupe: a) financijsko planiranje ("financial planning"), b) financiranje ("financing"), c) financijsku analizu ("financial analysis") i d) financijsku kontrolu ("financial control").

a) Financijsko planiranje sastoji se u procjenjivanju budućih neto novčanih tokova odnosno u procjenjivanju novčanih primitaka i novčanih izdataka. Planiranje novčanih izdataka za fiksnu i tekuću imovinu u skladu s potrebama i financijskim mogućnostima poduzeća predstavlja i osnovu uspješnog financijskog menadžmenta. Nerealni optimizam, čest osobito u menadžmentu manjih poduzeća, zasnovan na stavu kako će u zadnjem trenutku iskrsnuti "neki biznis" ("business") koji će riješiti probleme, ne može biti osnovom za uspješno poslovanje. To može biti samo kontinuirano financijsko planiranje.

b) Financiranje podrazumijeva pribavljanje novčanih sredstava, njihovo korištenje u poslovanju i vraćanju njihovim izvorima. Teorija financijskog menadžmenta odnosi se i na način financiranja, te na financijske institucije od kojih poduzeća mogu pribaviti potreban financijski kapital.

c) Razumna financijska analiza računovodstvenih zapisa pomaže financijskom menadžmentu shvaćanje prošlih poslovnih ostvarenja i tekućih financijskih prilika, primarno koristeći novčana mjerila i pokazatelje zasnovane na financijskim podacima.

d) Financijska kontrola obuhvaća ispitivanje prošlih i tekućih financijskih aktivnosti i novčanih isplata, kako bi se utvrdilo da li novčani tokovi slijede financijski plan i da li se eventualne devijacije razrješavaju u skladu s dugoročnim financijskim planom poduzeća. Financijska kontrola neophodna je posebice zbog ljudske sklonosti ka svjesnim ili nesvjesnim promjenama koje mogu negativno utjecati na planiranu financijsku aktivnost. Osim toga, konstantno mijenjanje uvjeta poslovanja zahtijeva kontinuirani rebalans, odnosno modificiranje i ažuriranje prvobitno utvrđenog financijskog plana.

U uvjetima globalizacije poslovanja i turbulentnog okružja poduzeća trebaju kreirati strategije koje uključuju fleksibilnost, adaptiranost i sposobnost predviđanja promjena u okružju. Menadžment poduzeća može birati između agresivne, defanzivne, konzervativne i konkurentne strategije, pri čemu posljednja podrazumijeva povećanje financijskih i komercijalnih potencijala,

povećanje produktivnosti, dominaciju nad konkurencijom, ali i sposobnost inoviranja .

Da bi opstala i rasla poduzeća moraju izgraditi održive konkurentne prednosti. Konkurentne prednosti se javljaju kad poduzeće koristi strategije koje ne koriste sadašnji ili potencijalni konkurenti, dok se održive konkurentne prednosti javljaju kad konkurenti ne mogu kopirati koristi izabrane korporativne strategije. Izgradnja održivih konkurentnih prednosti ima za pretpostavku postojanje specifičnih kompetencija na planu primjene jedinstvenih tehnologija, kreiranje/renoviranje proizvoda i poznavanje tržišnih promjena na domaćim i stranim tržištima. Zbog kontinuiranih prednosti koje se prenose na strana tržišta i koja konkurencija ne može replicirati (Shapiro, 1991).

Prema resursnoj teoriji tvrtki konkurentne prednosti se javljaju kada tvrtka posjeduje resurse (potencijale) koji su vrijedni, rijetki, koji se ne mogu perfektno imitirati niti se mogu supstituirati (Dollinger, 1995).

Financijska sredstva se, u pravilu , smatraju resursom koji nema četiri atributa potrebna da bi ih tretirali kao izvor konkurentnih prednosti, ali se financijski menadžment - kompleksnost procesa i ljudski potencijal financijskog menadžera, mogu smatrati izvorom konkurentnih prednosti.

Uloga financija inkorporirana je u sve poslovne procese: procesiranje informacija (financijska izvješća i proračuni), procesiranje materijala (upravljanje obrtnim kapitalom), te u procesu menadžmenta. Zbog brzih promjena u okružju, posebno u uvjetima globaliziranih financijskih tržišta, financijski menadžer mora razmišljati i djelovati fleksibilno i globalno. On mora imati spremne alternative za reakciju na promjene okružja. Štoviše, treba kreirati promjene koje će unaprijediti konkurentni položaj poduzeća.

Financijski menadžer treba pribaviti sredstva po najpovoljnijim uvjetima na globalnim tržištima, osigurati donošenje financijskih planova, financijsku kontrolu i mjerenje performansi. Usto, od vitalne važnosti za opstanak poduzeća je i osiguranje optimalnog upravljanja gotovinskim tijekom i obrtnim kapitalom , te dobrih odnosa s kreditorima i investicijskom javnošću. Od posebne važnosti je da osigura zadovoljavajući kredibilitet (investicijski rejting) i financijski suvišak koji će biti baza dodatnog zaduživanja, i povećanja dioničke glavnice u vremenima kada se tvrtki pruže povoljne investicijske mogućnosti. Njihovo propuštanje značilo bi zaostajanje u inovativnosti proizvodne djelatnosti (tehnologija, kvaliteta, dizajn) odnosno prilagođenosti ukusima i potrebama kupaca s rezultirajućim gubitkom konkurentnih prednosti. Posljedica takvog scenarija je pogoršanje financijske pozicije, financijske fleksibilnosti, snižavanje vrijednosti imovine i blagostanja dioničara (Vidučić, 1999).

Efikasne odluke financijskog menadžera koje obuhvaća područje strukture kapitala, osiguranje obrtnog kapitala, investicijske odluke, i održanja

likvidnosti predstavljaju ključne funkcije u kreiranju konkurentnih prednosti poduzeća.

Kombinacija izvora financiranja koju će poduzeće koristiti rezultat je raspoloživosti sredstava i njihove cijene, tekuće financijske pozicije i kredibilnosti, stava menadžera prema riziku i izabrane financijske strategije. Poduzeća koja su na temelju kredibilnosti i veličine u stanju pristupiti međunarodnim tržištima kapitala u mogućnosti su da snize rizik (deviznog tečaja tehnološke zastarjelosti, nelikvidnosti, politički rizik), nadiđu segmentaciju nacionalnih financijskih tržišta i unaprijede strukturu kapitala. Kao rezultat toga, trošak financiranja poduzeća se snižava i povećava kapitalni proračun (Eiteman, 1992).

Poduzeća koja nisu u stanju pristupiti međunarodnim tržištima kapitala zbog nedovoljne kredibilnosti ili obujma poslovanja (organizacijskog oblika), moraju se orijentirati na domaće ili alternativne izvore financiranja. Tako financijski menadžer mora biti informiran o inovativnim oblicima bankovnog financiranja (faktoring, franchising), pronalaziti izvore riziko kapitala, investitore voljne investirati u vrijednostnice plasirane privatnom pravnom ponudom. Usto, treba pratiti mogućnosti kotiranja na alternativnim regionalnim burzama za mala poduzeća, te raspoloživost i uvjete dobivanja sredstava regionalnih/nacionalnih institucija/agencija za kreditiranje/garancije i savjetodavnu (menadžersku, istraživačku) potporu.

Efikasna alokacija kapitala je od vitalne važnosti za opstanak i razvitak poduzeća u uvjetima brzo mijenjajućeg i stoga neizvjesnog okružja. Financijski menadžer treba imati važnu ulogu u procesu donošenja odluka o strategiji ostvarenja i proširenja prisutnosti na stranim tržištima, kao i načinu financiranja primjene te strategije.

Prisutnost na stranim tržištima u današnjim uvjetima pretpostavka je održavanja i unapređenja tekuće konkurentne pozicije tvrtke na bazi kontinuiranog pristupa informacijama o najnovijim tehnologijama, svjetskim tržištima i R&D aktivnostima.

Primjerice, osvajanje stranih tržišta preko stranih izravnih investicija (FDI) omogućuje tvrtkama koje posluju u kapitalno intenzivnim industrijama i industrijama koje zahtijevaju velike R&D koristi od ekonomije obujma. Usto, FDI omogućuju multinacionalnim kompanijama stjecanje informacija i iskustva potrebnih radi obnavljanja konkurentnih prednosti koje je od izuzetne važnosti u industrijama s brzim inovacijama proizvoda i tehnološkim napretkom. I zajednička ulaganja kao oblik prodora na strana tržišta omogućuju sniženje troškova i pristup suvremenoj tehnologiji.

Racionalne investicijske odluke trebaju proizlaziti iz (uvijek iznova procijenjene i obnovljene) korporacijske strategije. Strategija globalne ekspanzije

traži strategiju investiranja koja je u skladu s međunarodnom održivošću. Ovakva investicijska strategija podrazumijeva:

- promatranje investicijskih prijedloga kao niza projekata koje treba analizirati zajedno, kao skup investicija koji treba stvoriti uzajamno podržavajući okvir s ciljem postizanja konkurentnih prednosti,
- upotrebu odgovarajućih kreiranja u investicijskoj analizi, koji respektiraju globalni efekt potencijalne investicije (povećanje izvoza, očuvanje i unapređenje buduće konkurentne pozicije tvrtke),
- sustavnu procjenu, usporedbu i izbor optimalne strategije ulaska na strana tržišta, kontinuiranu reviziju, te ukupnog načina ulaska (Shapiro, 1991).

Financijski menadžer mora kreirati inovativna pravila za procjenu investicijskih prijedloga polazeći od odgovarajućih kriterija - korporacijska strategija, odgovarajuća diskontna stopa, vrijednost investicije kao realne opcije, globalni utjecaj investicije.

Rezimirajući, održive konkurentne prednosti mogu se kreirati kroz sofisticirani, inovativni i dinamički financijski menadžment. Financijske odluke u pogledu alokacije resursa organizacije korporacijskih financija posebice u tvrtkama koje posluju globalno, prikupljanje (napose velikih) iznosa kapitala, osiguravanja kapitala po ispod prosječnih troškovima u uvjetima plitkih tržišta od izuzetne su važnosti za kreiranje i održavanje konkurentnih prednosti napose imajući u vidu povećanu kako konkurenciju tako i dinamičnost internih i vanjskih promjena.

3. ZNAČENJE FINACIJSKOG MENADŽMENTA

Općenita je poslovna tvrdnja da se za uspješno poslovanje poduzeća mora podjednaka pažnja posvetiti području nabave, proizvodnje, prodaje i području financijskog menadžmenta. Mnoga poduzeća koja prvenstveno pažnju posvećuju funkcijama nabave, proizvodnje, pružanja usluga ili prodaje, mogu na tim poslovima poslovati izvrsno, ali ako zanemare značenje financijskog menadžmenta, usprkos odlično vođenoj nabavnoj, proizvodnoj i prodajnoj politici, poduzeće može zapasti u značajne financijske teškoće. Svaka poslovna organizacija u visoko razvijenom robnonovčanom gospodarstvu, ako se nada profitabilnom poslovanju, mora imati na umu i značenje financijskog menadžmenta. Tek kombinacijom svih poslovnih odluka postiže se maksimalna profitabilnost poduzeća.

Uspješan financijski menadžment pretpostavlja izvršavanje mnogih specifičnih financijskih aktivnosti, pri čemu i nije važno koji je pojedinac u poduzeću odgovoran za njihovo obavljanje. U velikim poduzećima za to obično postoje specijalizirani financijski radnici, kojima je to isključivi posao. To su npr. blagajnik, financijski knjigovođa, kontrolor ili sl. U malim poduzećima poslovima financijskog menadžmenta bave se sami vlasnici uz pomoć knjigovođe ili

sekretarice. U svakome poduzeću međutim, postoje temeljni problemi iz domene financijskog menadžmenta, koje treba rješavati bez obzira na to da li postoje specijalizirani radnici koji se bave tom problematikom. To znači da vlasnik, koji može ujedno biti i jedini menadžer ili posjednik korporacije za financije, mora biti jednako upoznat s temeljnim načelima i metodama financijskog menadžmenta, kako prilikom donošenja odluka u domeni tekućeg financiranja, tako i prilikom donošenja odluka u domeni investiranja i u domeni raspodjele ostvarenog neto dobitka.

Prilikom donošenja poslovnih odluka o pribavljanju novčanih sredstava, financijski menadžer posebnu pažnju poklanja: a) visini potrebnih novčanih sredstava, b) dinamici pribavljanja novčanih sredstava, c) dinamici vraćanja novčanih sredstava, d) mogućim izvorima financiranja, e) uvjetima financiranja, f) stupnju financijskog rizika, te, g) najboljoj kombinaciji izvora financiranja.

U okviru financijskog menadžmenta novo ili već uhodano poduzeće, inicira i planira optimalne kombinacije svojih novčanih potreba za svoje poslovanje i za ostvarenje najpovoljnijeg neto dobitka u odnosu na ukupno procijenjenu vrijednost poduzeća. Previše novčanih sredstava može prouzročiti njihovo rastrošno i nenamjensko korištenje, a premalo, može otežavati normalno financijsko poslovanje i usporiti realizaciju poslovnih ciljeva ili čak najaviti značajne financijske teškoće poduzeća. Zato se značenje financijskog menadžmenta očituje i u pribavljanju potrebnih novčanih sredstava, a potreba za novčanim sredstvima može proizići iz pokretanja poslovanja, iz sezonskih oscilacija u proizvodnji, plasmanu i naplati prihoda, iz trajnijeg proširivanja poslovanja ili iz drugih okolnosti. Kako bi barem minimum novčanih sredstava bio angažiran pod najpovoljnijim financijskim uvjetima, treba pažljivo ispitati sve moguće alternativne izvore novčanih sredstava. To se ispitivanje obično postavlja kao pitanje: da li tražiti novčana sredstva od vlasnika ili od vjerovnika, da li uzeti kao kratkoročni, srednjoročni ili dugoročni kredit, koje su vrste novčanih sredstava na tržištu trenutno raspoložive? i sl. Financijski plan mora biti u skladu s realnom financijskom situacijom, a financijski rizik treba smanjiti na najmanju mjeru. Na umu treba imati i mogućnost daljnje kontrole od strane vlasnika, potrebu fleksibilnosti za neko kasnije financiranje, potrebu za snižavanjem troškova i dr.

Financijski menadžment obuhvaća i kontrolu upotrebe novčanih sredstava a ta kontrola podrazumijeva nadgledanje ulaganja u tekuću imovinu i kontrolu korištenja odnosno trošenja postojećih novčanih sredstava, sve u cilju njihovog maksimalnog iskorištenja i sprečavanja nenamjenskoga trošenja. Nadalje, u okviru financijskog menadžmenta posebna se briga vodi o raspodjeli ostvarenoga neto dobitka poduzeća, a ta se novčana sredstva, razmišljajući financijski, mogu iskoristiti za proširenje postojećih ili za otvaranje novih poslova, za podmirenje vanjskih dugova, za isplatu dividendi, za otkup vrijednosnih papira i sl.

Treba napomenuti i to da neki financijski menadžeri - u pravilu - gube, dok drugi, najčešće - uspijevaju, a njihov uspjeh ili neuspjeh u pravilu proizlazi iz rizika u stvarnom znanju, iskustvu i sposobnostima financijskih menadžera za obavljanje tih poslova. Poslovni uspjeh poduzeća, pak, ovisi između ostalog i o komunikativnosti financijskog menadžera, njegovog poznavanja poslovne politike različitih institucija od kojih se može pribaviti financijski kapital, te o njegovom poznavanju ostalih mogućih načina pribavljanja kapitala. U suštini, putem financijskog menadžmenta provodi se svojevrsna transmisija općih financijskih načela na posebne i pojedinačne financijske aktivnosti.

Iz temeljnoga financijskoga motiva koji je u ostvarenju dobitka poduzeća odnosno neto dobitaka po dividendi, dakako uz što manji financijski rizik, što manju neizvjesnost i u što kraćem roku, proizlaze i dva osnovna financijska načela. Prvo načelo zahtijeva maksimalno iskorištenje kapitala, koji treba usmjeravati i kontrolirati tako da ostvaruje maksimalan prihod po jedinici uloženoga kapitala. Na to se nadovezuje drugo načelo koje zahtijeva da iznos neto dobitka po svakoj jedinici ostvarenog prihoda također treba biti maksimalan. Stvaranje dobitka, pak, ovisi i o kontroli novčanih izdataka uključenih u stvaranje novčanih primitaka po uloženoj novčanoj jedinici. Maksimalan opseg novčanih primitaka s maksimalnim dobitkom, uz maksimalne novčane izdatke, ukazuje i na maksimalnu profitabilnost poslovne aktivnosti.

Ovdje su opisana samo neka od značenja i neki modaliteti financijskog menadžmenta u poslovanju poduzeća, ali se u poslovanju javljaju i druge specifične poslovne situacije koje zahtijevaju odgovarajuće financijsko znanje i umijeće kao na primjer kada prateća ili trajna insolventnost poduzeća nalažu usaglašavanja dužnika i vjerovnika, kada se provodi reorganizacija poslovanja i sl.

4. OBLICI ORGANIZIRANJA POSLOVNIH SUBJEKATA

Postoje mnogi čimbenici koji utječu na visinu potrebne poslovne imovine za poslovanje poduzeća. To su npr. oblik poslovne organizacije, veličina poduzeća, vrsta poslovanja, uvjeti poslovanja i sl. U ovome dijelu knjige razmotrit ćemo odnos pojedinih organizacijskih oblika prema riziku, dobitku i kontroli. U tu svrhu uzet ćemo u razmatranje inokosno poduzeće, partnersko poduzeće i korporaciju, kao tri najsvrsishodnija organizacijska oblika za zadovoljavanje poslovnih potreba. No, prije analize utjecaja rizika, dobitka i kontrole na raznovrsne organizacijske oblike poduzeća, potrebno je razmotriti prirodu financijskog rizika, koji se smatra najvažnijim od spomenuta tri čimbenika.

Osnovni oblici poslovnog organiziranja u svijetu su:

- pojedinačno vlasništvo,
- partnerstvo i
- korporacija.

Pojedinačno vlasništvo je poslovni subjekt u vlasništvu jedne osobe koji obično upošljava jednog do dva zaposlenika. Na ovaj oblik organiziranja otpada veliki dio gospodarstva u razvijenim zemljama, premda gledano prema doprinosu društvenom bruto proizvodu njihova uloga je skromna.

Vlasnik ovog poslovnog subjekta je taj kojemu pripada cjelokupan profit i koji snosi sve gubitke. Nepodmirena potraživanja vjerovnika podmiruju se kako iz poslovne tako i osobne imovine vlasnika, a primici od poslovanja oporezuju se samo jednom - pri oporezivanju dohotka vlasnika.

Prednosti pojedinačnog vlasništva su:

- jednostavna i fleksibilna organizacija,
- jednostavno i jeftino osnivanje,
- vlasnik ima potpunu kontrolu nad poslovanjem i ne dijeli profit ni s kim,
- ne plaća se porez na dobitak, pa nema dvostrukog oporezivanja kao kod vlasnika korporacije - poreza na dobitak i poreza na dohodak pojedinca (nije slučaj u svim zemljama).

Ograničenja pojedinačnog vlasništva:

- neograničena odgovornost, zbog koje vlasnik može pretrpjeti gubitak veći od iznosa investiranog u tvrtku,
- poteškoće kod pribavljanja većih iznosa kapitala, što ograničava realizaciju razvojnih ambicija,
- iznos poreza kod viših poreznih grupa može biti više nego ukupni porez dioničara (plaćen na ime poreza na dobitak i poreza na dohodak),
- ograničeni vijek - vijek poslovnog subjekta je ograničen na životni vijek vlasnika,
- teškoće kod prenošenja vlasništva.

Partnerstvo je oblik organiziranja koji se najčešće susreće kod malih biznisa. To je poslovni oblik kod kojeg se dvije ili više osoba udružuju s ciljem obavljanja poslovanja. Partnerstva se mogu organizirati kao opća ili generalna, gdje svi partneri imaju neograničenu odgovornost, i ograničena, kod kojih jedan partner ima neograničenu odgovornost, a ostali odgovornost ograničenu iznosom uloženog kapitala. Ovaj oblik organiziranja pogodan je za organiziranje nekih profesija kao što su računovođe, revizori i odvjetnici jer omogućuju koncentraciju znanja i napora, kao i proširenje poslovanja prijemom novih partnera. Prednosti i nedostaci partnerstva nalikuju na one kod pojedinačnog vlasništva.

Prednosti partnerstva:

- jednostavna i fleksibilna organizacija,
- specijalizacija rada i koncentracija znanja,
- kontrola nad poslovanjem,
- ne plaća se porez na dobitak, pa nema dvostrukog oporezivanja kao kod vlasnika korporacije - poreza na dobitak i poreza na dohodak pojedinca.

Nedostatci partnerstva:

- neograničena odgovornost (osim kod komanditnog društva za komanditore koji odgovaraju do iznosa uloga),
- teškoće u pribavljanju većih iznosa kapitala,
- ograničena likvidnost vlasničkog udjela,
- iznos poreza kod viših poreznih grupa može biti više nego ukupni porez dioničara (plaćen na ime poreza na dobitak i poreza na dohodak),
- moguće razilaženje između partnera (u pogledu upravljanja, podjele profita, razvojne strategije),
- zakonski raskid u slučaju smrti ili povlačenja partnera, kada je često teško doći do sporazuma koji odgovara svim partnerima.

Problemi pojedinačnog vlasništva i partnerstva, napose neograničena odgovornost i nemogućnost pribavljanja većih iznosa kapitala koji se javlja kod biznisa s velikim razvojnim mogućnostima mogu se nadvladati prerastanjem u korporaciju (kompaniju, tvrtku).

Korporacija je poslovni oblik organiziranja čija glavna karakteristika je ograničena odgovornost vlasnika. Naime, u slučaju bankrota kompanije, dioničari nisu odgovorni za podmirenje obveza kompanije. Ona je poslovni oblik odvojen od vlasnika - dioničara i menadžera, najveći doprinos formiraju DBP, i najveći udio u prihodima od prodaje, te imovini u tržišnim gospodarstvima odnosi se upravo na korporacije. Inače, sve karakteristike, prednosti i obveze koje vrijede za korporacije i njihove vlasnike - dioničare, vrijede u pravilu i za društva s ograničenom odgovornošću i njihove članove.

Imovina i obveze kompanije odvojeni su od njenih vlasnika. Korporaciju kontroliraju dioničari koji su njeni rezidualni vlasnici: zadnji su po redoslijedu u raspodjeli dobitka u dobrim vremenima, te zadnji u raspodjeli likvidacijske mase u lošim vremenima. U praksi, međutim, kontrola nad korporacijom determinirana je disperzijom vlasništva i agencijskim problemom. Naime, stvarnu kontrolu nad kompanijom imaju dioničari koji na temelju broja glasova kontroliraju formiranje upravnog odbora. Nadalje, ako dioničari nisu istovremeno i glavni menadžeri, javlja se agencijska dilema (problem) između dioničara i menadžera, tj. pitanje upravljaju li menadžeri imovinom korporacije u interesu dioničara ili, pak, u svom vlastitom interesu.

Pri osnivanju korporacije potrebno je donijeti statut kojim se, pored ostalog, definiraju:

- ime korporacije,
- vrsta djelatnosti,
- iznos temeljnog kapitala,
- broj, imena i adrese direktora, odnosno članova uprave i nadzornog odbora,
- vrijeme trajanja i prestanak društva.

Prednosti korporacije:

- ograničena odgovornost,
- neograničeni vijek - vijek nije vezan uz osnivače kompanije,
- relativno visoka likvidnost zbog lake transferabilnosti vlasništva prijenosom dionica, napose kod poduzeća čijim se dionicama trguje na javnim tržištima kapitala,
- sposobnost prikupljanja većih iznosa kapitala, posebice za srednje i velike kompanije.

Ograničenja korporacije:

- dvostruko oporezivanje (korporacija u pravilu plaća porez na dobitak, a potom dioničari na dividendu kao dio svog dohotka -u Hrvatskoj to još nije slučaj, ali se planira uvođenje poreza na dividendu),
- složena procedura i trošak osnivanja,
- odvojenost vlasništva i menadžmenta, te
- striktnija pravila izvješćivanja, napose za kompanije čijim se dionicama trguje na burzama, što uključuje veću transparentnost poslovanja i razvojnih planova.

Koncept maksimalizacije bogatstva dioničara kao osnovni cilj poslovanja najlakše je primjenjiv kod korporacija s dionicama kojima se trguje na tržištu vrijednosnicama. Stoga se većina velikih biznisa organizira kao korporacija. Za većinu poslovnih subjekata primjena korporativnog načina organiziranja imat će za posljedicu maksimalizaciju vrijednosti - dakle, bogatstva vlasnika.

Razlozi tome su:

- ograničeni rizik investitora uslijed ograničene odgovornosti, a uz ostale konstantne uvjete što je niži rizik tvrtke viša je njena vrijednost,
- vrijednost tvrtke pozitivno je povezana s raspoloživim razvojnim mogućnostima. (Veće razvojne mogućnosti imaju poduzeća s lakšim pristupom kapitalu, a inkorporirana poduzeća lakše pribavljaju kapital u odnosu na neinkorporirana),
- vrijednost investicije u korporaciju likvidnija je, napose kod korporacija čijim se dionicama trguje na burzi, u odnosu na investiciju u pojedinačno vlasništvo ili korporaciju što znači da je vrijednost poduzeća veća kada je organizirano kao korporacija (Brigham, et.al.,1991.).

Korporativni oblik organiziranja posebno je prikladan za velika poduzeća i poduzeća s razvojnim mogućnostima. Međutim, i mali biznisi mogu koristiti ovaj organizacijski oblik na način da posluje kao obiteljska korporacija - korporacija s čijim dionicama se ne trguje na javnim tržištima, i kod kojih je najčešće vlasnik ujedno i menadžer poduzeća.

4.1. FINANCIJSKI RIZIK I NESIGURNOST

Donošenje poslovnih odluka iz domene financijskog menadžmenta podrazumijeva biranje jedne financijske mogućnosti (za poslovno djelovanje) između svih raspoloživih alternativa. Proračun relativne vrijednosti svake ponuđene alternative zahtijeva procjenu aktualnih uvjeta poslovnog djelovanja, o kojima često postoji nepotpuno znanje, te prognoza budućih događaja, koji uključuju određene rizike i nesigurnosti, naročito u domeni financijskih posljedica. To zato što su u mnogim slučajevima novčani primici i/ili novčani izdaci povezani s budućim događajima, koji se mogu, ali i ne moraju ostvariti.

Kako su, dakle, budući događaji nesigurni, prije donošenja poslovne odluke moramo prognozirati, nagađati i procjenjivati što će se dogoditi i pored toga što smo u određenom trenutku donijeli najracionalniju moguću poslovnu odluku. Kada kupujemo opremu, moramo prognozirati i buduće potrebe za proizvodima koje ćemo proizvoditi tom opremom, a kad je financijski menadžer suočen s donošenjem poslovne odluke u smislu izbora nekog alternativnog toka djelovanja, relevantni čimbenik u njegovom razmišljanju moraju biti očekivani novčani primici i/ili izdaci povezani s alternativnim mogućnostima.

Riječ "rizik" i "nesigurnost" odnose se na okolnost da se profitabilnost investicije može pokazati i drugačijom nego što je prognozirano u vrijeme donošenja odluke o ulaganju slobodnih novčanih sredstava. Ipak, u većini slučajeva, poslovanje neće biti tako poremećeno, ako rezultati budu povoljniji od nepovoljno predviđenih financijskih rezultata. Zato, najčešće i nema potrebe praviti razliku u značenju riječi "rizik" i "nesigurnost" već se mogu zamijeniti. No, ako se želimo pozabaviti problematikom rizika i nesigurnosti, prednost ćemo dati preciznijoj definiciji. "Rizik" ćemo tada definirati kao disperziju vjerojatnosti distribucije događaja, čija je vrijednost bila predviđena, a "nesigurnost" kao stupanj nedostatka povjerenja u smislu ispravnosti procijenjene vjerojatnosti distribucije. Ako je npr. procijenjeno da je distribucija ekonomskog vijeka trajanja određene grupe opreme u odnosu na njezinu moguću iskorištenost onakva kakvom je prikazana u Tabeli 1, tada srednja vrijednost procijenjene distribucije iznosi sedam godina, što ujedno predstavlja i prosječno očekivani ekonomski vijek trajanja opreme koju poduzeće namjerava kupiti. Pođemo li od pretpostavke da je procijenjena distribucija ispravna, još uvijek postoji rizik od 54 do 100% da će iskorištenost nove opreme biti manja u periodu od sedam godina (Tabela pokazuje da je prosječna iskorištenost opreme 1% u periodu od 3,0 do 3,9 godina, 6% u periodu od 4,0 do 4,9 godina itd.).

Period korištenja u god.	% iskorištenosti
2,0 - 2,9	0
3,0 - 3,9	1
4,0 - 4,9	6
5,0 - 5,9	18
6,0 - 6,9	29
7,0 - 7,9	21
8,0 - 8,9	14
9,0 - 9,9	7
10,0 - 10,9	2
11,0 - 11,9	1
12,0 - 12,9	1
U k u p n o :	100

K tome treba napomenuti da menadžment poduzeća ne može biti siguran u kojoj će mjeri distribucija procijenjenog ekonomskog vijeka trajanja željene opreme biti blizu stvarnoj distribuciji ekonomskog vijeka trajanja te opreme. Rizik predstavlja varijaciju prosječno očekivane vrijednosti koja se pojavljuje slučajno. Što je ova varijacija veća, to je i rizik veći. Individualni čimbenici, koji uzrokuju slučajne varijacije, također su brojni, ali nisu dovoljno značajni da bismo ih odvojeno prepoznavali po bilo kojem njihovom efektu. Rizik, dakle, pokriva one varijacije, koje su uzrokovane mnogim slučajnim utjecajima koji se ne mogu prognozirati. Odgovornost za razlike između prosječno očekivanih i stvarnih vrijednosti, koje se pojavljuju zbog rizika, ne mogu se dodijeliti ni jednoj grešci u prognoziranju bilo koje varijable.

Nesigurnost je uzrokovana, prvo, greškama u prognoziranju jednog ili više čimbenika koji su značajni u određivanju buduće vrijednosti varijable ili, drugo, potpunim odsustvom prognoze. Razlike između očekivane i stvarne vrijednosti uzrokovane nesigurnošću mogu se dodijeliti individualnim čimbenicima koji su pogrešno prognozirani ili koji uopće nisu prognozirani.

Očekivana vrijednost alternativne mogućnosti predstavlja prosječno očekivanu vrijednost koju će alternativna mogućnost imati u dužem periodu. Ako postoji vjerojatnost od 25% da će financijski menadžer, slijedeći alternativnu mogućnost "A" ostvariti iznos od 100.000 novčanih jedinica, onda alternativa "A" ima očekivanu vrijednost u iznosu od:

$$0,25 (100.000) = 25.000 \text{ novčanih jedinica}$$

Uz pretpostavku da se u tome razdoblju ništa drugo neće dogoditi, očekivana vrijednost bit će jednaka vrijednosti koju alternativna mogućnost može imati u promatranom periodu. Ako pak menadžer bude slijedio alternativnu mogućnost "B", postojat će vjerojatnost od 15% da će se ostvariti iznos od 100.000 novčanih jedinica, vjerojatnost od 10% da će ostvariti iznos od 50.000 novčanih jedinica, te vjerojatnost od 50% da će ostvariti iznos od 18.000 novčanih jedinica. Alternativna mogućnost "B" ima očekivanu vrijednost jednaku zbroju očekivanih vrijednosti svih mogućih događaja.

4.2. CILJ POSLOVANJA PODUZEĆA

Donošenje poslovnih, investicijskih i financijskih odluka determinirano je organizacijskim ciljevima. Ciljevi se razlikuju od organizacije do organizacije. Sve do nedavno smatralo se da je maksimalizacija profita osnovni i najsveobuhvatniji cilj poslovanja poduzeća. On, međutim zanemaruje dinamiku i rizičnost očekivanih povrata, financijski rizik, gotovinski tijek i dugoročnu stabilnost poslovanja. Tako u pravilu profitabilniji projekti vezani su i za veći rizik i snižavaju cijenu dionice. Dok je koncept maksimalizacije profita kratkoročan po svojoj prirodi, koncept maksimalizacije bogatstva dioničara je dugoročan. Naime, cijena dionice se utvrđuje na temelju procijenjenog iznosa, dinamike i rizičnosti gotovinskih tijekova koji se očekuju od dionice u dužem vremenskom horizontu.

Nadalje, važna razlika proizilazi i iz činjenice da se koncept maksimalizacije profita temelji na računovodstvenoj kategoriji, a koncept maksimalizacije bogatstva dioničara - cijene dionice, na gotovinskim tijekovima. A poznato je da poduzeće može propasti premda neprofitabilno, ako je nelikvidno, tj. ako ne može servisirati dugove i plaćati porez. Usto, ne može isplaćivati plaće i dividende, pa ne može osigurati proizvodne faktore, a u pravilu ni zadržati postojeće/privučti nove investicije.

Jednako tako, ne mogu se u potpunosti zadovoljiti ni ciljevi kao što su povrat na uloženi kapital, te opstanak i dugoročna stabilnost poduzeća.

Kao generalni cilj koji važi za sve poslovne subjekte može se postaviti povećanje vrijednosti uloženog kapitala vlasnika. To znači da donosioci odluka kao kriterij usvajanja/odbijanja konkretnih odluka trebaju koristiti stvaranje vrijednosti za vlasnika. Za male tvrtke-obrtnike i partnerstva ovaj cilj se definira kao maksimalizacija bogatstva vlasnika.

Cilj povećanja vrijednosti za vlasnika dioničkog društva - običnog dioničara - može se izraziti kao maksimalizacija cijene dionice budući da je vrijednost kompanije (dioničkog društva) definirana relacijom 1.1.

Relacija za izračun vrijednosti koja pripada običnim dioničarima čije dionice kotiraju na tržištu vrijednosnica glasi:

$$\text{Vrijednost za dioničare (vrijednost dioničke glavnice)} = \frac{\text{broj dionica koji posjeduje}}{\text{tržišna cijena dionice}} \times \text{tržišna cijena dionice} \quad (1.1)$$

Dakle, financijski menadžer bi trebao donositi odluke koje povećavaju bogatstvo dioničara. Drugim riječima, donoseći odluke menadžment mora procjenjivati pojedine alternative s motrišta kako se one odražavaju na cijenu obične dionice. To uključuje procjenu o tome kako će (pozitivno ili negativno) s motrišta iznosa budućih gotovinskih tijekova tržište procijeniti njegove odluke, i kako će se one odraziti na rizičnost gotovinskih tijekova poduzeća.

Financijski menadžer može kreirati novu vrijednost za vlasnike donošenjem odluke čije su koristi veće od troškova. Kreiranje nove vrijednosti za dioničare ovisi o nizu varijabli od kojih su najvažnije:

- gotovinski tijek,
- vrijeme i
- rizik.

Vrijednost koja je stvorena odlukama iz domene financija bit će veća što je generiran veći gotovinski tijek, što je taj tijek bliži sadašnjost (tj. što ima povoljniju dinamiku), te što je dati tijek izvjesniji (skopčan s manjim rizikom).

Kako su osnovne odluke financijskog menadžera odluke financiranja, investiranja i održavanja likvidnosti (vezano za upravljanje operativnim gotovinskim tijekom iz poslovanja), financijski menadžer može stvoriti vrijednosti ako investira u imovinu koja stvara veće gotovinske primitke od izdataka, te ako investitorima (vlasnicima i kreditorima) može isplatiti veće gotovinske tokove nego što su oni uložili u tvrtku (Ross et al., 1996).

Provođenje u praksi cilja maksimalizacije cijene dionice realizira se donošenjem odluka financijskog menadžera na temelju očekivanih povrata i rizika. Međutim, ovdje se javlja problem budući da:

- rizičnije odluke o financiranju, investiranju i održavanju likvidnosti smanjuju cijenu dionice,
- viša stopa povrata povećava cijenu dionice, ali, vrijedi i da
- viša stopa povrata znači veću rizičnost kompanije.

Stoga financijski menadžer mora u donošenju odluka voditi računa da ostvari ravnotežu između povrata i rizika na način koji maksimalizira bogatstvo dioničara. To, pak, zahtijeva od financijskog menadžera da razumije efekte odluka o investiranju, financiranju i održavanju likvidnosti na rizik i povrat poduzeća, te da organizira financijsku funkciju na način koji će omogućiti donošenje poslovnih odluka uz respektiranje osnovnog cilja poslovanja - maksimalizacije bogatstva dioničara (Aragon, 1989.).

Empirijska istraživanja u Velikoj Britaniji i SAD pokazala su da poduzeća koriste više ciljeva istovremeno, da su im važniji kratkoročni ciljevi od dugoročnih, te da cilj maksimalizacija bogatstva dioničara i povećanja zarada po dionici raste na značenju (Mc Laney, 1991.).

5. IZVORI IMOVINE

Financijske ulagače koji angažiraju svoja novčana sredstva za obavljanje poslovne aktivnosti poduzeća općenito svrstavamo u dvije kategorije, a to su: vjerovnici i vlasnici.

U bilancu poduzeća uneseni su podaci o tome tko je i koliki iznos kapitala angažirao u poduzeće. Na lijevoj strani bilance odnosno u aktivni nalaze se podaci o imovini odnosno o oblicima u kojima je ta imovina uključena u poslovni proces poduzeća. Na desnoj strani bilance odnosno u pasivi zabilježeni su vjerovnici, odnosno kreditori i vlasnici, te iznosi kapitala koje su oni angažirali u poduzeće. Aktiva ukazuje na način korištenja imovine, a pasiva daje podatke o izvorima imovine.

Vjerovnici odobravaju poduzeću razne kredite, očekujući, u određenim rokovima, povrat kreditnog iznosa uvećanog za kamate. Vlasnici odnosno investitori ("investors") su oni koji su u poduzeće trajno uložili svoj kapital, motivirani ostvarenjem profita u budućnosti. No, oni rijetko očekuju da će im se uloženi kapital vratiti na osnovi prethodnoga dogovora, osim ako cilj organiziranja poduzeća nije bio privremenoga karaktera. Jedini način da vlasnik vrati svoj uloženi kapital je da se proda poduzeće odnosno da vlasnik proda vrijednosne papire kojima dokazuje svoj vlasnički udjel. Likvidacija poduzeća može biti prilika za vlasnika da vrati uloženi kapital, ali tada nije sigurno da će dobiti iznos prvobitno uložena kapitala.

5.1. VJEROVNICI

Na desnoj strani bilance evidentiraju se obveze poduzeća prema vjerovnicima i to kao: a) obveze prema dobavljačima, b) obveza prema izdanim mjenicama i čekovima, c) akumulirane obveze, d) krediti, te e) kao obveznice.

a) Obveze prema dobavljačima odnosno obveze stvorene na osnovi kupljene robe ili primljene usluge predstavljaju takav tip obveza koje se moraju platiti u ugovorenim odnosno zakonskim rokovima. Ovakav način prodaje proizvoda, roba i usluga na principu izdanoga računa, nazivamo trgovačkim ili robnim kreditom. U ovoj vrsti kreditne transakcije najčešće se ne koristi nikakav instrument osiguranja povrata primljene imovine a isporuka robe ili izvršenje usluga se uz istovremenu dostavu računa. Račun je pismeni zapis o iznosu duga

i o kreditnim uvjetima. Kreditni uvjeti obuhvaćaju period unutar kojeg se ispostavljeni račun mora podmiriti i određene popuste za prijevremeno plaćanje.

b) Obveze po osnovi izdatih mjenica i čekova predstavljaju takav vid obveza koje su nastale tako da je poduzeće svojim vjerovnicima (financijskim institucijama, dobavljačima, radnicima, dioničarima i sl.) izdalo instrumente plaćanja radi osiguranja povrata kreditnih sredstava; te su instrumente u ime poduzeća potpisali jedan ili više vlasnika odnosno njihovi ovlašteni predstavnici.

c) Akumulirane obveze ne predstavljaju definiranu veličinu, već obračunate obveze koje će dospjeti na plaćanje u nekom određenom roku. One podrazumijevaju akumulirane obveze prema radnicima, prema državi (porezi, doprinosi i druge pristojbe) i dr. Ako poduzeće npr. koristi usluge svojih radnika a nije ih isplatilo, ono koristi određeni iznos novčanih sredstava koje inače ne bi moglo koristiti da su radnici bili isplaćivani odmah po izvršenju usluga. Tako je i s porezima i doprinosima koje poduzeće naplaćuje u vezi s prodanim proizvodima, robama i uslugama, a nema trenutnu zakonsku obvezu da ih odmah preusmjeri u korist njihovoga korisnika. U tom zakonski dozvoljenom razdoblju poduzeće i ta novčana sredstva koristi kao određeni oblik kredita.

d) Stavka u bilanci označena kao kredit pokazuje da je poduzeće od vjerovnika primilo novčana sredstva na određeni rok i uz određenu kamatu. Vjerovnik pri davanju kredita može zahtijevati hipoteku nad zemljom, zgradama ili opremom poduzeća. Hipotekarni krediti najčešće predstavljaju jedini način da inokosno poduzeće, partnersko poduzeće i male korporacije dođu do dugoročnih kredita.

e) Obveznice se pojavljuju u uvjetima kad je potrební iznos dugoročnoga kredita tako velik da je nužno njegovo pribavljanje od više vjerovnika. Svaki vjerovnik od poduzeća dobiva obveznice za svoj dio potraživanja. Obveznice koje izdaje korporacija različite su, a razlikuju se prema vrsti osiguranja povrata kredita, prema karakteru naknade i prema načinu podmirenja obveza.

5.2. VLASNICI

Iako položaj vlasnika može biti različit u odnosu na pojedine oblike poslovne organizacije, a i unutar iste organizacije, u suštini vlasnici imaju isti položaj u smislu trajnosti svojih ulaganja, a podređene pozicije u odnosu na svoje vjerovnike. Oni angažiraju novčana sredstva u obliku trajnoga kapitala, a vjerovnici - na različite rokove.

Vlasnički udjel se u inokosnom poduzeću, na pasivnoj strani bilance, obično bilježi kao jedna stavka. Ona se sastoji od ukupno uloženoga kapitala vlasnika, uvećanog za dobitak i umanjenog za gubitke i za povučeni kapital. U partnerskom poduzeću vlasnički se udjeli tretiraju slično kao u inokosnom poduzeću, osim što se stavka "vlastitoga kapitala" dijeli na dva ili više partnera.

Kapital kojeg angažiraju vlasnici korporacije karakteristično se predstavlja na pasivnoj strani bilance, putem tri računa: kao upisani kapital, kao zadržani neto dobitak, te kao rezerve.

Upisani kapital formira se emisijom vrijednosnih papira odnosno dionica, a zadržani neto dobitak predstavlja onaj dio ukupnog neto dobitka kojeg poduzeće ostavlja za unapređenje svoga poslovanja i za razvoj. Rezerve također predstavljaju dio neto dobitaka, a služe za pokriće eventualnih gubitaka ili u slučaju naročitih, predviđenih ili nepredviđenih novčanih izdataka. Ako i nije zakonska obveza formiranja rezervi, vlasnici mogu samostalno odlučiti o formiranju sredstava rezervi.

5.3. FINACIJSKA OBILJEŽJA POLOŽAJA VJEROVNIKA

Financijski položaj vjerovnika možemo promatrati u odnosu na:

a) rizik, b) neto dobitak, te u odnosu na c) kontrolu.

a) U pogledu rizika vjerovnici uživaju prednosti nad vlasnicima kapitala prilikom: 1) likvidacije poduzeća, 2) povrata kapitala, te prilikom 3) raspodjele neto dobitka.

1) U slučaju likvidacije poduzeća vjerovnici, u odnosu na vlasnike imaju prvenstvo nad imovinom poduzeća. Ako je likvidacijska masa inokosnog ili partnerskog poduzeća manja od ukupnih potraživanja vjerovnika, vjerovnici svoja potraživanja mogu naplatiti od vlasnika tih poduzeća. Vjerovnici snose jedino gubitak ako je gubitak tako velik da apsorbira cjelokupno angažirani kapital vlasnika korporacije. Oni nemaju pravo na osobnu imovinu dioničara. Prilikom podmirivanja potraživanja vjerovnika, u inokosnom poduzeću ne pravi se razlika između poslovne i osobne imovine vlasnika. Sve dok ukupna imovina vlasnika premašuje ukupna dugovanja poduzeća, vjerovnici će biti podmireni. Ako pak ukupne obveze poduzeća prelaze ukupnu imovinu vlasnika, svi će vjerovnici, prilikom likvidiranja imovine vlasnika, biti tretirani na isti način, osim ako neki imaju povlaštena ili posebno zagarantirana prava koja im osiguravaju prioritet.

U partnerskom poduzeću vjerovnici snose manji rizik nego vjerovnici korporacije, osobito ako im je zagarantirana dodatna zaštita osobnom imovinom partnera. Osobna imovina vlasnika ne pojavljuje se u bilanci, ali je vidljiva iz dopunskih informacija. Sva imovina svakoga partnera uvjetovana je neograničenom obvezom za bilo koji dug partnerskog poduzeća. U takvim uvjetima vjerovnik, ako tako izabere, u slučaju likvidacije poduzeća, može naplatiti svoj dug i izravno iz osobne imovine bilo kojeg partnera. U usporedbi s korporacijom, višak osobne imovine nad osobnim dugovima svakog od partnera pruža dodatnu garanciju zaštite vjerovnika partnerskoga poduzeća.

2) Druga prednost vjerovnika u odnosu na vlasnike očituje se u tome što vjerovnici imaju i pismeno obećanje poduzeća da će obveze prema njima biti

podmirene na određeni dan. Period povrata kredita doduše varira od nekoliko dana do nekoliko desetaka godina, ali u slučaju nepodmirenja duga u ugovorenome roku, vjerovnik može aktivirati primljene instrumente osiguranja povrata kredita odnosno pokrenuti sudski postupak za izvršenje ugovorenih uvjeta. Vlasnička ulaganja, nasuprot tome, ne posjeduju osobinu povrata. Period povrata kapitala određuje i visinu podložnosti rizika, neodredivosti i neizvjesnosti vjerovnika. Što je kraći period povrata, manji su i rizik, neizvjesnost i neodredivost, jer ostaje i manje vremena za pojavu eventualnih nepredviđenih događaja koji bi mogli djelovati na solventnost poduzeća u smislu podmirenja dospjelih obveza.

3) Vjerovnicima je zagarantiran prioritet i u odnosu na raspodjelu ostvarenoga neto dobitka poduzeća. Osim toga obvezno je i plaćanje dospjelih obveza vjerovnicima. Ako se, dakle, dospjele obveze ne podmire u ugovornom roku, vjerovnik se može pozvati na pozitivne propise te izvršiti prisilnu naplatu dospjelog potraživanja uvećanog za zatezne kamate.

b) Prilikom raspodjele neto dobitka vjerovnici se razlikuju od vlasnika na području: 1) ograničenosti, 2) veličine, te na području 3) sigurnosti.

1) Stopa povrata kapitala za vjerovnika je ugovorno ograničena na određeni iznos, dok je povrat vlasnikovog kapitala teoretski neograničen. Dakle, bez obzira na to kakav je poslovni odnosno operativni dobitak ("earning from operations" ili "operating income") poduzeće ostvarilo, vjerovniku se prema ugovoru isplaćuje određeni iznos s naslova upotrebe njegovoga kapitala. Međutim, za vlasnike novčanih sredstava nije fiksna. On varira proporcionalno s ostvarenim neto dobitkom koji ostaje nakon što se isplate vjerovnici i plati porez na dobitak.

2) Vjerovnici očekuju nižu stopu povrata kapitala u odnosu na vlasnike. Određena stopa povrata koju poduzeće isplaćuje vjerovnicima, varira u zavisnosti o mnogim činiocima. Općenito govoreći, što je povoljniji kreditni položaj poduzeća, to je manja i kamatna stopa koju će poduzeće plaćati za posuđeni kapital. Isto poduzeće može različite vjerovnike plaćati različitim kamatnim stopama u zavisnosti o trajanju kreditne obveze i u zavisnosti o ponuđenom instrumentu osiguranja povrata kredita.

3) Vjerovnik je sigurniji za povrat svojih novčanih sredstava nego vlasnik. Poduzeće mora plaćati kamate, koje za poduzeće predstavljaju novčani izdatak, čak i u uvjetima poslovanja sa gubitkom, jer vjerovnik za iznos dospjelih obveza može izvršiti blokadu žiro-računa i tako značajno djelovati na solventnost poduzeća. Zato je, u manjim poduzećima, za očekivati da vlasnici, neko vrijeme, neće isplaćivati svoje plaće i naknade, kako bi bili u stanju podmirivati dospjele obveze koje proizlaze iz primljenih kreditnih sredstava i sačuvati nesmetano poslovanje poduzeća.

Nakon podmirenja svih obveza, raspodjeljuje se neto dobitak na vlasnike. Međutim, neto dobitak može biti i izuzet iz raspodjele te zadržan za rezerve, unapređenje poslovanja i za razvoj poduzeća. Zato se jedan od nedostataka položaja vlasnika očituje i u uvjetima kada poduzeće ostvaruje neto dobitak, jer vlasnik i tada može ostati bez naknade za uloženi kapital, ako većina dioničara donose odluku da će se ostvareni neto dobitak zadržati za rezerve i/ili za proširenje poslovanja i razvoj poduzeća.

U nekim poduzećima egzistiraju specijalne grupe povlaštenih vlasnika koji se nazivaju limitirani partneri ili preferencijalni odnosno prioritetni dioničari. Karakteriziraju ih tri osobine: prvo, prihvaćaju posebnu i ograničenu stopu povrata kapitala, drugo, imaju prioritet na plaćanja iz ostvarenoga dobitka s naslova povrata kapitala, odnosno prioritet na dividende, te treće, u slučaju likvidacije poduzeća imaju prioritetno pravo na povrat uloženoga kapitala u odnosu na opće partnere u partnerskom poduzeću, odnosno u odnosu na obične dioničare u korporaciji.

Navedeni povlašteni partneri ove povlastice imaju samo u odnosu na druge vlasnike, ali ne i u odnosu na vjerovnike. No, povlašteni vlasnici nisu vjerovnici, njihovo pravo na ostvareni dobitak nije punomoćno, i u slučaju da se mora izvršiti plaćanje vjerovnicima, povlašteni vlasnici moraju se povući. Povlašteni vlasnici preuzeli su (samo) veći rizik od vjerovnika, pa im je obećana i veća stopa povrata uloženoga kapitala.

c) Vjerovnici nemaju pravo glasa u vođenju svakodnevnih poslova poduzeća. Međutim, ako poduzeće zapadne u trajnu insolventnost i ne može podmiriti svoje dospjele obveze, vjerovnici na osnovi propisa mogu, u izvansudskoj nagodbi, preuzeti upravljanje poduzećem sve do namirenja svojih potraživanja, ili pak pokrenuti stečajni postupak. Prije odobravanja kredita, vjerovnici ispituju bonitet poduzeća koji sintetički izražava vrijednost, pouzdanost te poslovnu i kreditnu sposobnost poduzeća, i ako utvrde da postoji visoki stupanj rizika oni jednostavno neće odobriti kredit. Međutim, vjerovnici neizravno participiraju u nekim segmentima kontrole. Vjerovnik može inzistirati na stanovitim ograničenjima u poslovanju poduzeća kao uvjetu za odobrenje kreditnih sredstava. Vjerovnik može zahtijevati od poduzeća da odražava stanoviti kontinuirani minimum novčanih sredstava dok traju kreditne obveze, može staviti ograničenja vlasnicima ili menadžerima na isplate ili na raspodjelu neto dobitka i sl. Vjerovnik koji posjeduje hipoteku, može inzistirati na ograničenju budućih ulaganja u dugotrajnu imovinu ili limitirati visinu ukupnih tuđih novčanih sredstava u poduzeća. Sva navedena ograničenja u odnosu na poslovnu aktivnost menadžmenta, u cilju su povećanja sigurnosti povrata novčanih sredstava. Jednom, kad vjerovnik posudi novčana sredstva, nema više udjela u kontroli, već samo obavlja jednostavne provjere primljenih periodičnih informacija kako bi utvrdio da li poduzeće poštuje ugovorene poslovne uvjete.

5.4. FINANCIJSKA OBILJEŽJA POLOŽAJA VLASNIKA

Financijski položaj vlasnika, kao i financijski položaj vjerovnika, možemo promatrati u odnosu na: a) rizik, b) neto dobitak, te u odnosu na c) kontrolu.

a) U pogledu rizika vlasnici su u podređenom položaju u odnosu na vjerovnike, i dosljedno tome, njihovo ulaganje djeluje poput odbojnika za zaštitu financijskih ulaganja vjerovnika. Gubitke iz poslovanja snose vlasnici. Sve dok je vlasnička imovina dovoljno velika da pokrije nastale gubitke, vjerovnici ne trpe štetu. Kao što je već ranije spomenuto, u poduzeću individualnog vlasništva ili u partnerskom poduzeću, kada poslovni dugovi prerastaju imovinu, vlasnici neće izgubiti samo cjelokupnu svoju imovinu uloženu u poslovanje poduzeća već i dio ili svu svoju osobnu imovinu. U korporaciji ne postoji ova obveza prema osobnoj imovini pa je dioničko društvo i postalo dominantnom formom velikih poslovnih organizacija u današnjem gospodarstvu. Dioničko je društvo povoljan oblik organizacije za investitore koji žele biti vlasnici, ali ne žele riskirati i svoju osobnu imovinu.

Rizik vlasnika za osobnu imovinu nije tako ozbiljan u malim poduzećima u kojima svi vlasnici aktivno sudjeluju u menadžmentu, jer je u malim poduzećima svakodnevno moguće nadgledati poslovanje i poduzimati mjere za suzbijanje poslovnih odluka koje bi mogle ugroziti njihov financijski položaj. U velikim korporacijama, u kojima postoji velik broj ulagača, nije baš izvedivo da svaki investitor aktivno sudjeluje u menadžmentu poduzeća. Vlasnički odnosno investitorski kapital uložen u poslovanje korporacije predstavlja i trajno financijsko ulaganje za svo vrijeme djelovanja korporacije. Ovdje ne postoji rok dospeljeća za povrat glavnice, kao što je to u slučaju primljenih kreditnih sredstava od vjerovnika. Vlasnika može očekivati povrat svog uloženoga kapitala jedino u slučaju likvidacije korporacije, u slučaju prodaje poduzeća ili ako proda svoj vlasnički udjel. Likvidacija je obično rezultat trajne insolventnosti poduzeća i nezainteresiranosti vjerovnika za daljnje poslovanje poduzeća, ali se i u tom slučaju rijetko događa da se iz likvidacione mase mogu podmiriti sve dospjele obveze prema vjerovnicima i da se može izvršiti povrat uloženoga kapitala vlasnicima poduzeća. Kad se radi o poduzeću u individualnom vlasništvu, partnerskom poduzeću ili o malim korporacijama, često puta ni cjelokupna imovina nije dovoljna da pokrije sve dospjele obveze. Ako je poduzeća k tome i neuspješno, neće biti ni tržišne potražnje za njim, a čak da je i profitabilno, vlasniku će trebati dosta vremena da nađe adekvatnoga kupca. Dioničari jače korporacije mogu povratiti uložena novčana sredstva prodajom dionica na tržištu vrijednosnih papira. Međutim, vrijednost prvobitnog investitorskog ulaganja zavisit će, u vrijeme prodaje dionica, o tržišnoj procjeni prosperiteta i poslovnih uvjeta djelovanja korporacije.

U još lošijem položaju je partner u partnerskom poduzeću. Naime, ako se u obzir uzme sama priroda partnerske organizacije, koja može zahtijevati zasnivanje novog partnerskog odnosa kada god se izmijene partneri, pri čemu se za primanje novoga partnera može tražiti odluka svih partnera, onda će jedan

od partnera dosta teško utvrditi visinu svog partnerskog udjela i izvršiti njegovu podjelu. K tome, povlačenje jednog od partnera ili njegova smrt može potaći određenu razinu likvidacije poslovne imovine ili prouzročiti slabljenje poslovnih veza, što bi s druge strane moglo uvjetovati i gubitak, osim ako preostali partneri nisu voljni i u mogućnosti otkupiti udjel partnera koji se povlači, te sami nastaviti s poslovanjem. Nekog vanjskog kupca je u takvoj situaciji teško naći jer bi on trebao uplatiti adekvatni iznos, odgovarati drugim partnerima i složiti se s novim odlukama o važnim pitanjima kao što je podjela ostvarenoga dobitka i njegova funkcija u tom poduzeću.

b) Vlasnički udjel je prilikom raspodjele ostvarenoga neto dobitka u podređenom položaju u odnosu na vjerovnike, a sastoji se od onog iznosa poslovnog dobitka koji ostaje kad se iz njega isplate kamate vjerovnicima i podmiri porez na ostvareni dobitak. Mogući dobitak vlasnika je za razliku od pozicije vjerovnika u odnosu na to pitanje - promjenjiv. U poduzeću individualnog vlasništva i u partnerskom poduzeću, vlasnici obavljaju isplate po potrebi odnosno sukladno partnerskom sporazumu, a u korporaciji visinu dividende utvrđuje i predlaže vrhovni menadžment. Neto dobitak namijenjen vlasnicima u direktnoj je zavisnosti o uspješnosti poslovanja poduzeća, što znači da u vrijeme prosperiteta može biti visok, a u vrijeme depresije, dobitka ne mora ni biti, nego se može ostvariti i određeni gubitak. Kako se povećava neto dobitak, tako se povećava i njegov dio namijenjen za isplate dividende. Međutim, ako se iz ostvarenog neto dobitka moraju pokriti određeni gubici i popuniti rezerve ili ako se iz neto dobitka želi proširiti poslovanje poduzeća, vlasnici mogu primiti umanjene dividende ili ih ne moraju ni primiti.

U partnerskom poduzeću se dobitak i gubici dijele u ravnopravnim omjerima i sporazumno, bez obzira na doprinos uloženoga kapitala, iako se i doprinos kapitalnog ulaganja svakoga partnera može uzeti kao osnova za tu raspodjelu. U korporaciji, kada su dividende deklarirane, svaka dionica mora imati isti tretman.

Već ranije spomenuto različito tretiranje ostvarenog dobitka u pogledu poreza na dobitak kod korporacije u odnosu na inokosno i partnersko poduzeće, može odlučujuće utjecati na izbor oblika poslovne organizacije, jer vrlo često utječe i na visinu iznosa neto dobitka, posebice u malim korporacijama. To zato što su se preostali dobitak kod inokosnog i partnerskog poduzeća, koji bi trebao pripasti vlasnicima, oporezuje kao osobni prihod vlasnika, bilo da se isplaćuje, bilo da ostaje u poslovanju poduzeća. Nasuprot tome, u korporaciji je svaki dobitak koji ostaje nakon podmirenja vjerovnika podložan oporezivanju, ali nakon podmirenja poreza, ostaje neto dobitak koji se u cijelosti može rasporediti vlasnicima. Ako im se neto dobitak isplaćuje u dividendama, te isplate imaju karakter osobnih primanja i oporezuju se čitavom ljestvicom poreza na osobna primanja, bez obzira na to što su već oporezovana posebnim porezom na ostvareni dobitak korporacije. Dakle, svako primanje isplaćeno vlasnicima korporacije podložno je dvostrukom oporezivanju.

Ako vlasnici odluče ostvareni neto dobitak ostaviti u korporaciji, porez na osnovna primanja može biti neograničeno odgađan. Tako dioničari mogu minimizirati osobne poreze te ostvariti kapitalne dobitke, a kako je neto dobitak u tom slučaju ostavljen u dioničkom poslovanju, očekuje se da će njihovi vlasnički udjeli i buduća dividenda rasti. Međutim, u slučaju operativnih gubitaka ili likvidacije poduzeća, vlasnici mogu izgubiti neisplaćenu dividendu, odnosno zadržani dobitak može obustaviti padanje tržišne vrijednosti dionica za iznos koliki je iznos zadržanog neto dobitka.

U partnerskom poduzeću ostvareni dobitak predstavlja kombinaciju između povrata uloženog kapitala i uloženog poslovnog napora, pa se partnerov dio dobitka često zasniva na očekivanom doprinosu tih dvaju čimbenika. Zato se svaka odluka koja regulira isplatu plaća ili kamata na uloženu glavnici partnera, smatra sredstvom za utvrđivanje odnosa i prioriteta u ostvarenom dobitku. Plaća u korporaciji pak, predstavlja prije svega naknadu za poslovne napore, a ostvareni neto dobitak smatra se isključivo naknadom dioničarima za korištenje njihovog uloženog kapitala.

c) U sva tri organizacijska oblika vlasnici imaju potpunu kontrolu nad poslovnim transakcijama.

U individualnom tipu vlasništva vlasnik u svojim rukama drži cjelokupnu kontrolu nad poduzećem, ali kontrolu poslovanja može prenijeti i na svoje podređene, ako to smatra prikladnim i oportunističkim. Ovaj oblik organizacije dopušta: najveću centralizaciju kontrole, najveću fleksibilnost poslovne politike i najveću tajnovitost poslovnih aktivnosti. Vezano s time, i promjene u poslovnim planovima donose se u individualnom tipu poduzeća vrlo brzo i jednostavno, jer nema potrebe za raznim raspravama i usuglašavanjima.

Partneri zakonski imaju jednako pravo glasa u vođenju tekuće poslovne politike poduzeća. Dogovoreno mogu i podijeliti poslovne funkcije. Partner koji je u poduzeće unio najviše kapitala, može dominirati u glavnim poslovnim odlukama, ako je tako predviđeno sporazumom o osnivanju poduzeća. Podjela ingerencija kontrole između partnera i potreba za jednoglasnim prihvatanjem odluka s područja generalne poslovne politike prikriva, međutim, mogućnost neslaganja u stavovima, koja (mogućnost) može rezultirati i raspadom partnerstva ili pojavom gubitaka, npr. u tom smislu, što je veći broj partnera, to je veća i opasnost od eventualnog neusaglašavanja poslovnih odluka.

U tipičnoj korporaciji bilo bi neizvodivo da svaki od velikoga broja vlasnika aktivno sudjeluje u menadžmentu. Zato dioničari u većini stvari prenose kontrolu na menadžment korporacije, koji određuju ukupnu poslovnu politiku društva. O nekim glavnim pitanjima odlučuju, pak, međusobno sami dioničari³ na sjednicama

³ Dioničari donose odluke o: a) prihvatanju godišnjeg izvještaja, b) biraju vrhovnog menadžmenta korporacije c) prodaji ili o hipoteci na svu ili na znatni dio imovine korporacije, d) prodaji ili spajanju korporacije, e) dobrovoljnoj likvidaciji korporacije, te druge strateške odluke.

skupštine dioničara. U praksi je međutim funkcija kontrole u takvom opsegu prenesena na menadžment da se dioničari sastaju u pravilu jednom godišnje kako bi potvrdili adekvatnost poslovne politike postojećeg menadžmenta, ili da bi izabrali novi menadžment korporacije.

Mogućnost kontrole u korporaciji razlikuje se od mogućnosti kontrole koju imaju partneri. Naime, neslaganje jednog ili više dioničara s prijedlogom neke poslovne odluke ne može prouzročiti raspad dioničarskog društva (korporacije), osim ako oni posjeduju većinski dio dionica s pravom glasa odnosno imaju većinu glasova. Budući da vrhovni menadžment korporacije biraju dioničari na svojoj godišnjoj skupštini i budući da svaka dionica nosi jedan glas, dioničar ili grupa dioničara koja drži glavninu dionica, može kontrolirati i poslovanje korporacije, birajući sve menadžere korporacije. U takvim uvjetima, dioničari koji posjeduju manjinu dionica, su u pogledu upravljanja i kontrole, u podređenom položaju, to tim prije što menadžersko tijelo, donoseći odluke, opet većinom glasova, bira srednji i nadzorni menadžment za upravljanje korporacijom i određuje poslovnu politiku korporacije.

DRUGI DIO

1. BILANCA KAO IZVOR FINANCIJSKIH INFORMACIJA

1.1. UVODNE NAPOMENE

Znamo, da se računovodstveni radnici brinu o ažurnom i ispravnom zapisivanju i sumiranju mnogobrojnih poslovnih transakcija koje se svakodnevno odvijaju u poduzeću, a financijskog menadžera zanimaju prije svega sumarni financijski zapisi; ti zapisi kao plod rada računovodstvenih radnika, postaju značajnim sredstvom u rukama financijskog menadžera. Jedno od takvih sredstava jest i bilanca.

Ovdje se, zato, nećemo baviti pojedinačnim aspektima računovodstvenih zapisa, već ćemo se osvrnuti samo na ona računovodstvena načela koja treba imati na umu da bi se računovodstveni podaci što uspješnije mogli koristiti u financijskom planiranju, kontroli i u analizi poslovanja poduzeća. Razmotrit ćemo razne aspekte i svrhu bilance i računa dobitka ili gubitka, te osvijetliti temeljne ideje sastavljanja financijskih izvještaja.

Odgovor na pitanje o tome kako interpretirati prikupljene podatke važan je za sve one koji su interno odgovorni za financijsko poslovanje poduzeća. Izvan poduzeća također nalazimo velik broj zainteresiranih osoba za ova pitanja, ali ćemo njihove interese obrazložiti naknadno.

Bilanca ("balance sheet"), koja se još naziva bilanca stanja, ili saldo bilanca, kao jedan od temeljnih financijskih izvještaja koja na određeni dan prikazuje vrijednost imovine poduzeća te prava vjerovnika i vlasnika na tu imovinu, predstavlja izvještaj o činjenicama, a ne mišljenje, čak i ako je sastavljena uz najstrožu primjenu računovodstvenih načela i uz uspješno poslovno prosuđivanje.

Imovinske vrijednosti iskazane su u "aktivi", a obveze - u "pasivi" bilance. Na pasivnoj strani bilance posebno se označuje vlasnički kapital koji ne treba promatrati kao određenu obvezu. Važnost razlikovanja obveza i vlastitoga kapitala ističemo ovom jednadžbom kojom se ponekad i objašnjava bilanca

$$\text{Aktiva} = \text{Pasiva} + \text{Vlastiti kapital}$$

Razlog što su ove dvije strane jednake nije u nekakvom magičnom činiocu, čak ni u pravilu "dugovanja su jednaka potraživanjima", već proizlazi iz činjenice da vlastiti kapital, u smislu obveza, ne predstavlja strogo određeni iznos, već samo višak imovine nad obvezama. Dakle, taj se iznos mijenja u odnosu na vrijednost imovine, odnosno vrijednost vlastitoga kapitala bit će manja ili veća, radi izjednačavanja pasivne s aktivnom stranom bilance. Uravnoteženje aktive i pasive bilance rezultat je različitog prikazivanja iste činjenice, a to je

iznos primljenoga kapitala neophodnog za poslovanje poduzeća. Aktiva prikazuje u kojem se obliku koristi imovina, a pasiva - način financiranja imovine. Tako bilanca postaje izvještajem koji prikazuje izvore odnosno obveze i vlastiti kapital poduzeća. U tom smislu, bolje je govoriti o odnosu identičnosti nego o odnosu izjednačenosti dviju strana bilance, jer je njome jedna te ista ukupna vrijednost samo izražena na dva različita načina.

Za bilancu se može reći da prikazuje financijski položaj i poslovanje poduzeća po završetku poslovnog dana u smislu kraja poslovne godine ili kraja nekog obračunskog razdoblja. Između dvaju datuma sastavljanja bilance odvijaju se brojne poslovne transakcije koje konstantno mijenjaju iznose u stavkama aktive i pasive. Dakle, budući da bilanca iskazuje imovinu poduzeća i njezine izvore tijekom određenoga perioda, grubu procjenu iskorištenosti imovine i njenih izvora za proteklo razdoblje možemo dati opažanjem financijskih promjena između početne i završne bilance poduzeća.

Sažetak promjena u potraživanjima vlasnika odnosno u njihovom trajnom kapitalu, koje su nastale kao rezultat poslovnih transakcija u periodu između sastavljanja dviju bilanci, čini još jedan temeljni financijski dokument, a to je račun dobitka ili gubitka. Pored bilance, te pored računa dobitka ili gubitka, temeljnim financijskim izvještajima smatraju se i izvještaj o promjenama u financijskom poslovanju, te bilješke uz financijske izvještaje. Navedeni dokumenti čine osnovnu pretpostavku svake financijske analize, a financijska analiza predstavlja istraživanje i kvantificiranje funkcionalnih odnosa što postoje između bilančnih pozicija, bilance i računa dobitka ili gubitka, s ciljem da se financijskom menadžmentu omogući vjerodostojna ocjena financijskog položaja i aktivnosti poduzeća. Prikazane bilančne vrijednosti, same po sebi imaju malu ili nikakvu analitičku vrijednost. Njihovu upotrebljivost treba tražiti prvenstveno u relaciji s drugim bilančnim pozicijama s kojima stoje u neposrednom odnosu.

1.2. KORISNICI FINACIJSKIH INFORMACIJA

Za što kvalitetnije odlučivanje o pribavljanju, korištenju i vraćanju novčanih sredstava njihovim izvorima, vrlo su bitne informacije o financijskom okruženju, o financijskim tokovima i o financijskoj situaciji poduzeća. U tu svrhu i polazeći od navedenih potreba, sastavljaju se prikladni financijski izvještaji koji bi trebali pružiti relativne informacije: a) menadžmentu, b) vjerovnicima, c) vlasnicima, te d) državnim institucijama.

U vezi s time postavlja se i pitanje u kojem se opsegu i u kojem se stupnju tajnosti financijski izvještaji mogu stavljati na raspolaganje korisnicima financijskih informacija. Bez obzira na to kakvi bi mogli biti ili kakvi jesu razlozi za tajnošću podataka, opća je poslovna tendencija ka sužavanju područja tajnosti poslovnih podataka ponekad i poželjna.

U nastavku ćemo spomenuti dva čimbenika koji uvjetuju traženje poslovnih informacija:

Prvo, za očekivati je da će svaka pojedinačna strana iz odnosa u poslovanju imati isti zahtjev u pogledu rangiranja pojedinih financijskih stavki i pozicija što bi trebale biti objavljene u financijskom izvještaju. Ali, pojedinačne strane bit će protiv objelodanjenja pojedinih stavki koje se protive njihovim poslovnim interesima. Npr. menadžeri i dioničari banke vjerojatno će biti protiv potpunog i promptnog objelodanjivanja "problematičnih financijskih plasmana", cijeneći da bi to moglo prouzrokovati "bijeg" bankovnih depozita. Nasuprot tome, bankovni deponenti težit će pravovremenom a ne naknadnom otkrivanju takvih "problematičnih financijskih plasmana".

Drugo, financijski izvještaji mogu imati značajnu ulogu u okviru mehanizama koji se koriste za nadgledanje ("monitoring") potencijalne preraspodjele novčanih sredstava između različitih zainteresiranih poslovnih partnera. Npr. financijski izvještaji, koje je odobrila revizija, mogu predstavljati jedan od mehanizama pomoću kojega vlasnici mogu nadgledati potencijalne poslovne akcije menadžmenta radi raspodjele ostvarenog neto dobitka poduzeća.

U pojedinim slučajevima se u poslovnim odnosima evidentno može raspoznati da je jedna strana poslovnog odnosa sklona prisvajanju novčanih sredstava odnosno bogatstva s druge strane. Zato vjerovnici, ugovorima o plasmanu novčanih sredstava, kao što je već spomenuto, mogu predvidjeti klauzule za ograničavanje mogućnosti dužnika da donosi poslovne odluke koje bi mogle uroditi značajnim smanjenjem njegove sposobnosti da otplaćuje dospjelu glavnicu i kamate. Dakako da postojanje konfliktnih interesa samo po sebi ne znači da će svaka strana poduzeti poslovne poduhvate koji bi išli na štetu druge poslovne strane. Dapače, strane u konfliktu prvo će i najčešće tražiti načine kako da usklade svoje poslovne interese. Ipak, predviđanja na iskustvenome modelu ukazuju na to da će u konfliktnoj situaciji svaka strana biti vođena prije svega vlastitim interesom.

1.2.1. Menadžment

Bilanca, račun dobitka ili gubitka, izvještaj o promjenama u financijskom položaju, te bilješke uz financijske izvještaje, kao što smo već rekli, od velike su važnosti za financijski menadžment, posebno bilanca, koja u suštini predstavlja periodični financijsko - imovinski dokument, i pored ostalih podataka o poduzeću, menadžmentu pruža realne informacije o likvidnosti i solventnosti poduzeća, a poduzeće, kao što znamo, može istovremeno biti i likvidno i insolventno, jer momentalno nema slobodnih novčanih sredstava. S druge strane, poduzeće može istovremeno poslovati s gubitkom i biti solventno u podmirivanju svojih dospjelih obveza, a tu smo na terenu financijskom menadžmenta čija je glavna zadaća sprečavanje insolventnosti i osiguranje dovoljno novčanih sredstava za

podmirivanje dospjelih obveza poduzeća. Insolventnost poduzeća, kao što smo već naveli, može djelovati na vjerovnike da odustanu od planiranih kreditnih plasmana, što bi negativno utjecalo na ukupnu poslovnu aktivnost poduzeća i na ostvarenje njegovih ciljeva. A osnovni cilj poduzeća je kontinuirano poslovanje i ostvarivanje maksimalnog neto dobitka odnosno minimalno mogućega gubitka, sve u interesu vlasnika. U tom smislu, uspješnost ili neuspješnost poduzeća sagledava se financijskom analizom računa dobitka ili gubitka koji obično ukazuje na slabosti u poslovanju, ako ih ima, i na neophodnost kontrole pojedinih troškova, a kontrolirati odnosno smanjivati troškove proizvodnje znači racionalno angažirati i upotrebljavati čimbenike proizvodnje, što će se opet odraziti na smanjenje gubitaka odnosno na povećanje dobitaka.

U protivnoj konkurenciji, menadžment svakog oblika poduzeća, motiviran maksimalnim ostvarenjem neto dobitka, postaje zaštitnikom vlasnikove imovine. Kada taj zaštitnik odnosno menadžment popusti u budnosti, vrlo brzo može doći do smanjenja planiranog dobitka, što može negativno djelovati na egzistenciju poduzeća i njegovih vlasnika, osim ako poduzeće nema monopolski položaj ili posluje pod nekim drugim posebno dobrim uvjetima poslovanja.

1.2.2. Vjerovnici

U uspostavljanju i reguliranju odnosa između vjerovnika i poduzeća financijski izvještaji mogu imati ključnu ulogu. Zato ćemo ih razmotriti na primjeru odnosa između poduzeća i banke kao vjerovnika. U početnoj fazi, kad poduzeće traži odobrenje bankarskog kredita, financijski izvještaji poduzeća predstavljaju za banku tipičnu i vrlo značajnu poslovnu informaciju, jer mnoge banke u toj fazi financijskog aranžmana procjenjuju kreditnu sposobnost svojih potencijalnih dužnika. Zato, kad poduzeće podnese zahtjev banci za odobrenje kreditnih sredstava dakle prije donošenja odluke o odobrenju kredita, o visini kamatne stope i o instrumentima osiguranja povrata kredita, banka traži od poduzeća da joj dostavi temeljne financijske izvještaje, te sve druge relevantne financijske informacije. Uglavnom o plasmanu novčanih sredstava, banka pak uvjetuje poduzeću odgovarajuće obveze. Ako poduzeće kao dužnik ne izvršava te obveze, banka može zatražiti povrat plasiranih novčanih sredstava. Neki od uvjeta koje banka, prema dužniku, ugrađuje u ugovor o kreditu odnose se na obveze redovnog dostavljanja financijskih izvještaja, na održavanje minimalne osnove vlastitoga kapitala, na održavanje odgovarajućeg odnosa ukupnog financijskog zaduženja prema vlastitom kapitalu, na održavanje odnosa fiksnih troškova prema prihodima poslovanja i sl. U određenim slučajevima, banka može, ugovorom o plasmanu kreditnih sredstava, u zavisnosti o ostvarivanju varijabli iz financijskog plana poduzeća, utvrditi razinu kamata ili dinamiku otplate glavnice. Poznato je naime da je kod otplate glavnice i inače, u početnom periodu povrata kreditnih sredstava moguće ugovoriti moratorij, a za kasnije razdoblje - progresivniju razinu otplate glavnice. Kamatnu stopu se pak može ugovoriti s određenom stopom progresije ili je vezati za razinu ostvarenja dobitka prije oporezivanja ("income before taxes" ili "earnings before income taxes").

Dividende na opće dionice mogu se ugovorom ograničiti sve dok dužnik na svoje restrukturirane kreditne obveze ne počne plaćati tržišnu kamatnu stopu.

Iz sveg navedenog nameće se zaključak da vjerovnici sasvim sigurno imaju interes, ne samo da traže financijske izvještaje poduzeća, već i da nadgledaju i kontroliraju računovodstvene metode i postupke koje poduzeće koristi prilikom izračuna dobitka prije oporezivanja. Financijski izvještaji poduzeća, dakle, predstavljaju izvor informacija koje vjerovnici trebaju kako bi što realnije donosili zaključke o financijskoj sposobnosti poduzeća.

1.2.3. Vlasnici

U manjim oblicima poslovnog organiziranja većinu trajnog kapitala angažiraju individualni vlasnik, partneri ili nekoliko dioničara. U takvoj vrsti poslovanja menadžment je obično i sinonim za tu grupu vlasnika. No, što je viši oblik poslovnog organiziranja, veća je i mogućnost da će trajni kapital biti angažiran od više investitora odnosno ulagača koji svoja slobodna novčana sredstva žele uložiti po kriteriju povrata uvećanoga kapitala, i to bez posebnog interesa da sudjeluju u aktivnom menadžmentu poduzeća, kao što su na primjer limitirani partneri ili preferencijalni dioničari. Ova vrsta vlasnika vrlo je zainteresirana za zaštitu svog osobnog kapitala i za pravo na raspodjelu ostvarenoga dobitka na duži rok, pa vrlo brižljivo proučavaju račun dobitka ili gubitka poduzeća. Ovu vrst vlasnika zanima i bilanca, jer svaka prijetnja solventnosti može utjecati na sposobnost poduzeća da nesmetano posluje i ostvaruje dobitak. Zahtjev za dostavljanjem financijskih izvještaja zato predstavlja i izraz brige ili izvjesnog nadzora vlasnika nad poslovnim ponašanjem menadžera, te izraz njihovoga nastojanja da adekvatno utječu na rad menadžera, jer menadžeri imaju značajna diskreciona prava u vezi sa korištenjem i raspolaganjem imovinom poduzeća i vlasnika.

Financijsku analizu poslovanja poduzeća mogu obaviti i sami vjerovnici ili to za njih mogu učiniti revizorske tvrtke odnosno razni analitičari vrijednosnih papira ili investicijski savjetnici.

1.2.4. Državne institucije

Državne institucije mogu tražiti financijske izvještaje poduzeća iz brojnih potreba, motiva i razloga, kao što su; a) rebalans državnog proračuna koji će uvjetovati promjenu poreznih stopa na ostvareni dobitak, promjenu stope poreza na promet, poreza na dodatnu vrijednost i drugo, b) subvencioniranje ili nadgledanje poslovnog djelovanja određenih javnih poduzeća, c) financijske intervencije radi saniranja poslovanja nekog poduzeća i sl.

Računovodstvene stavke u kojima su evidentirani iznosi poreznih obveza i uplata moraju odgovarati pozitivnim propisima. Dakako da informacije iz

financijskih izvještaja poduzeća, za donošenje spomenutih odluka, čine samo jedan input, dok u pojedinim slučajevima politički činioци mogu biti od jednake ako ne i od veće važnosti od navedenih informacija iz financijskih izvještaja.

1.3. NAJVAŽNIJA SVOJSTVA BILANCE

1.3.1. Oblik bilance

Bilanca se izvodi tako da olakša proučavanje likvidnosti i solventnosti poduzeća. Stavke imovine poredane su u okomiti niz u kojem se, tijekom poslovanja, lako mogu pretvoriti u novčana sredstva za podmirenje dospjelih obveza (princip padajuće likvidnosti). Slično tome, stavke pasive, okomito su poredane prema dospjeću obveza (princip rastuće ročnosti).

Na aktivnoj strani bilance su stavke tekuće imovine poredane prije stavaka fiksne imovine. Na pasivnoj strani bilance su na prvome mjestu kratkoročne obveze, zatim dolaze dugoročne obveze, te vlastiti kapital. Kako je sastavljena bilanca vidi se iz slijedeće tabele (Tabela 1):

Bilanca poduzeća na dan ...

Tabela 1.

A K T I V A		P A S I V A	
Opis	Iznos	Opis	Iznos
Tekuća imovina	Kratkoročne obveze	.....
Fiksna imovina	Dugoročne obveze	.....
		Vlastiti kapital	.....
Ukupna imovina	Ukupne obveze i vlastiti kapital	.....

1.3.2. Procjena imovine

Da bismo bilancu mogli razumjeti i pravilno interpretirati, neophodno je voditi računa o načelima procjene bilančnih pozicija. Bilanca održava stanje poslovanja po završetku određenog poslovnog perioda i zahtijeva realno iskazivanje vrijednosti ukupne imovine i obveza. Procjenjivanje se može obaviti po načelima: a) knjigovodstvene vrijednosti ("book value"), b) likvidacijske vrijednosti ("liquidation value"), c) tržišne vrijednosti ("market value"), te prema d) vrijednosti tekućeg poslovanja ("gong-koncern valuče").

a) **Knjigovodstvena vrijednost** u suštini predstavlja originalnu sadašnju vrijednost imovine koja se vodi u poslovnim knjigama poduzeća. Procjenjivanje imovine poduzeća po načelima knjigovodstvene vrijednosti nalaže više različitih radnji i postupaka od kojih prikazujemo neke:

Prvo, imovinu u poslovnim knjigama, radi objektivnog vrjednovanja, treba voditi prema stvarnoj nabavnoj vrijednosti, jer se samo tako ispravno predstavljaju tržišni odnosi. U troškove nabavke imovine uključuju se kupovna cijena, carina i druge pristojbe, te porez na promet i svi drugi izravni troškovi. Tekuća likvidacijska vrijednost imovine od malog je značaja za poduzeće koje nema namjeru likvidirati svoje poslovanje, nego voditi uspješnu poslovnu aktivnost.

Drugo, imovina dužega trajanja, s vremenom postupno gubi svoju vrijednost, ili trošenjem ili zastarijevanjem, pa ju je potrebno amortizirati odnosno smanjiti joj vrijednost. Da bi se u poslovnim knjigama zadržala originalna nabavna vrijednost, na posebnom se računu, kao odbitna stavka, evidentira akumulirana amortizacija.

Pri utvrđivanju amortizacijske stope javlja se određena nesigurnost u određivanju trajanja fiksne imovine. U praksi imamo brojne primjere da se neka imovina koristi mnogo duže nego što je poslovnim knjigama bilo predviđeno njezino trajanje. Tako se događa da je poslovnim knjigama neka fiksna imovina otpisana, a u proizvodnji ona radi kao tek nabavljena imovina. To pokazuje da je neto dobitak bio podcijenjen zbog nerealnog predviđanja poslovnog trajanja fiksne imovine.

U uvjetima značajnog odstupanja knjigovodstvene od stvarne tržišne vrijednosti potrebno je izvršiti ponovnu procjenu vrijednosti imovine ili revalorizaciju. Tako, ako se cijena neke fiksne imovine povećala za 20 postotnih poena, izvršit će se revalorizacija (povećanje) nabave vrijednosti te imovine koeficijentom 1,2.

Sadašnja vrijednost fiksne imovine na dan sastavljanja bilance pokazuje koji je dio originalne nabavne vrijednosti imovine u međuvremenu prenesen na proizvode i usluge kao proizvodni trošak, te kakva je preostala vrijednost fiksne imovine.

Treće, modificiranje knjigovodstvene vrijednosti tekuće imovine zahtijeva se i u uvjetima kad tržišna vrijednost značajno oscilira od iskazane knjigovodstvene vrijednosti. Menadžment na osnovi povećanja ili pada tržišne vrijednosti imovine može predvidjeti i određene dobitke ili gubitke odnosno povećati ili odložiti ostvarenje planiranog dobitka zbog promijenjene tržišne vrijednosti tekuće imovine.

Određivanje vrijednosti zaliha obično se obavlja prema jednoj od metoda procjene zaliha, koja u datim poslovnim okolnostima pruža mogućnost za najobjektivnije iskazivanje financijskoga rezultata. Prilikom velikih promjena cijena, dva poduzeća koja koriste različite metode procjene zaliha, mogu iskazati i vrlo različite financijske rezultate, a da ta razlika nije u stvarnoj vezi sa stvarnim rezultatima poslovanja.

Četvrto, kratkoročna potraživanja, uz zalihe, čine glavninu tekuće imovine. Zbog nenaplativih stavki, kratkoročna potraživanja mogu značajno djelovati na dobitak poduzeća. Slično akumuliranoj amortizaciji, i nenaplativa se potraživanja računovodstveno evidentiraju i tretiraju kao odbitna stavka od ukupnih kratkoročnih potraživanja poduzeća. Tako se iskazuje neto iznos koji pokazuje kolika će vrijednost vjerojatno biti naplaćena.

Iznos kratkoročnog potraživanja obično je viši od troškova prodanih proizvoda, roba ili usluga ("cost of good sold"). Ako postoji taj "viši iznos" u prodajnoj cijeni proizvoda, roba i usluga, moguće ga je identificirati kao bruto dobitak, odnosno kao bruto maržu ("gross profit on sales" ili "gross margin on sales"). Ako je na primjer, u kratkoročnom potraživanju od 2.000 novčanih jedinica uključen neto dobitak u iznosu od 210 novčanih jedinica, za taj će iznos doći do povećanja vlastitoga kapitala, koje će se ostvariti momentom naplate potraživanja. Nakon izvršene naplate, iznos od 210 novčanih jedinica može se upotrebljavati za povećanu nabavku druge imovine ili za isplatu vlasnicima. Dokle god poduzeće ima kratkoročna potraživanja, na primjer prodaju na kredit, ono će imati i potrebu za dodatnim novčanim sredstvima u obliku vlastitog ili tuđega kapitala. Izvori imovine imaju svoju cijenu baš kao što je i u potraživanje uključen neto dobitak poduzeća. Umjesto da traži dodatna novčana sredstva, poduzeće može iznos od 1.790 novčanih jedinica financirati iz zadržanog neto dobitka ostvarenog u prijašnjem poslovanju u poduzeća.

b) **Likvidacijska vrijednost** predstavlja onu vrijednost koju vlasnik može postići u slučaju prisilne prodaje imovine, i kao takva predstavlja suprotnost stvarnoj ekonomskoj vrijednosti ("intrinsic value") imovine koja se želi postići. Ova je cijena, iz više razloga, znatno niža od stvarnih nabavnih cijena. Navodimo neke od tih razloga: 1) prodaja imovine se u takvim uvjetima najčešće mora izvršiti brzo, 2) imovina koja se prodaje obično je tehničko-tehnološki zastarjela u odnosu na onu koja se toga trenutka nudi na tržištu, 3) na tržištu najčešće ima dovoljno takve imovine koja se nudi na prodaju, te 4) u slučaju prodaje specifične imovine, na tržištu u pravilu ima malo zainteresiranih kupaca i sl.

Pri kontinuiranom poslovanju poduzeća ova je metoda praktički beskorisna, jer poduzeće nastoji ostvariti neto dobitak a ne likvidirati poslovanje. No, ova se metoda ipak primjenjuje: 1) kad postoji nefunkcionalna imovina, 2) u slučaju završetka cjelovitog poslovnog ciklusa, kad poduzeće želi prodati neprofitabilnu opremu (imovinu), potpuno ili djelomično, te 3) u slučaju prisilne prodaje, spajanja ili likvidacije poduzeća.

c) **Tržišna vrijednost** predstavlja vrijednost imovine poduzeća koja je određena na osnovi tržišnih cijena. Ovako procijenjena imovina približava se tržišnim vrijednostima i omogućuje bolji uvid u realno stanje imovine poduzeća. Kod poduzeća čiji vrijednosni papiri kotiraju na burzama, tržišna vrijednost ukupnoga poduzeća može se i dnevno pratiti i utvrđivati na osnovi burzovnih

izvještaja. Tako utvrđena vrijednost približava se stvarnoj ekonomskoj vrijednosti cjelokupne imovine poduzeća koja je nastala u postupku nadmetanja kupca i prodavaoca. Prilikom toga nadmetanja može doći i do značajnog odstupanja od stvarne ekonomske vrijednosti imovine, odnosno vrijednosnih papira.

U uvjetima visoke inflacije, poduzeća mogu vrijednosti svoje imovine vezati uz tečaj neke strane valute uz zlato (zlatna kaluzula), uz dolar (dolarska klauzula), uz specijalna prava vučenja ("Special Drawings Right" - "SDR") koja predstavljaju kompozitnu valutu odnosno složenu valutnu košaru, koja se sastoji od pet konvertibilnih valuta (američki dolar, njemačka marka, japanski jen, engleska funta i francuski franak) ili uz europsku novčanu jedinicu ("European Currency Unit"- "ECU") koja predstavlja kompozitnu valutu odnosno obračunsku valutu Europske ekonomske zajednice koju čine valute članica Europske ekonomske zajednice.

d) **Posljednji i obično** najznačajniji čimbenik u vrjednovanju imovine u proizvodnom smislu ili prema moći njihova korištenja je vrijednost imovine poduzeća koja proizlazi iz cjelokupnog tekućeg poslovanja poduzeća. Ova vrijednost najbliža je realnoj procjeni vrijednosti imovine poduzeća. Suština ideje nalazi se u činjenici da nije bitno kolika je tržišna vrijednost imovine, već koliki su budući očekivani financijski efekti poduzeća koji će proizići iz poslovanja tom imovinom. S obzirom na to da je glavna ekonomska svrha poduzeća maksimalizacija neto dobitka, realna tržišna vrijednost svake imovine ovisi o tome koliko ona doprinosi ostvarenju tog poslovnoga cilja.

Dakle, poduzeće koje nije u mogućnosti reproducirati stare ili stvarati nove vrijednosti, nema ekonomsku vrijednost. Vrijednost takvog poduzeća predstavlja samo skup pojedinačne imovine i određenih prava odnosno tek likvidacijsku vrijednost svake pojedinačne imovine.

1.3.3. Klasifikacija imovine

Imovinu poduzeća možemo klasificirati na: a) tekuću imovinu ("current assets") i na b) fiksnu imovinu ("fixed assets")

a) Na aktivnoj strani bilance, stavke tekuće imovine odnosno stavke kratkotrajne imovine ili obrtnih sredstva, nalazi se prije fiksne imovine. Tekuća imovina definira se kao imovina koja se jednokratnim ulaganjem troši u proizvodnom procesu i koja se u periodu od jedne godine ponovno vraća u svoj prvobitni oblik. Glavni prirodni i pojavni oblici tekuće imovine, s obzirom na redoslijed kojim se jedna imovina obično pretvara u drugu, mogu se navesti sljedećim redom: 1) novac i različiti surogati novca, 2) prijelazni oblici novca u robu, 3) zalihe sirovina, materijala i sitnoga inventara, 4) proizvodnja u toku i poluproizvodi, 5) zalihe gotovih proizvoda i robe, te 6) prijelazni oblici robe u novac.

Ovo cirkuliranje tekuće imovine jedno je od glavnih kružnih tokova u sveukupnom kružnom toku kapitala, a poznavanje pravaca u kojima se transformira tekuća imovina, omogućuje menadžmentu da iz sadašnjega stanja i aktualnoga trenutka utvrđuje u kojim je pravcima transformirana imovina u neposrednoj prošlosti, te da utvrđuje u kojim će se pravcima odvijati daljnja transformacija imovine poduzeća. Radi se o normalnom kretanju tekuće imovine u poduzeću, čiji izostanak nagovještava pojavu nekog poslovnog poremećaja. Bez poznavanja normalne transformacije tekuće imovine, ne bi bilo moguće utvrditi kada u radu poduzeća postoje nepravilnosti uzrokovane nenormalnim razvojem poslovnih aktivnosti.

b) Fiksna odnosno dugotrajna imovina ili osnovna sredstva predstavlja imovinu koja svoju vrijednost postupno prenosi na poslovne učinke, a u svoj se prvobitni pojavni oblik vraća, u pravilu u razdoblju dužem od jedne godine. Glavni pojavni oblici trajne imovine jesu: 1) osnivačka ulaganja u koja spadaju režijski troškovi poduzeća u izgradnji, troškovi studija i troškovi istraživanja, troškovi izobrazbe kadrova na početku rada, 2) patenti, licence, koncesije, zaštitni znaci i druga slična prava, 3) goodwill, 4) zemljište i šume, 5) građevinski objekti, 6) dugogodišnji zasadi (voćnjaci, vinogradi i lično), 7) osnovno stado, 8) knjige, umjetnička, spomenici kulture, 9) računski programi, 10) strojevi (postrojenja i oprema), 11) sredstva (alati, pogonski i uredski inventar, namještaj i transportni uređaji), 12) investicije u toku, 13) financijska imovina (participacije, ulaganja u vrijednosne papire, dani krediti, depoziti i kaucije, obvezna dugoročna ulaganja, otkup vlastitih dionica), te 14) potraživanja (predujmovi, prodaja na kredit i drugo).

Prilikom klasifikacije imovine potrebno je osvrnuti se na razliku između proizvodnje i neproizvodne te na razliku između materijalne i nematerijalne imovine.

Većina poduzeća koristi svu ili većinu svoje poslovne imovine za redovno poslovanje. No, neka poduzeća povremeno ulažu određena novčana sredstva u dionice i obveznice drugih korporacija, u otkup vlastitih vrijednosnih papira, u kupovinu nekretnina koje ne služe za osnovnu djelatnost, u kreditiranje svojih radnika i sl. Ponekad, osobito velike korporacije, na osnovi većeg ulaganja u neproizvodnu imovinu ostvaruju i znatan neproizvodni prihod, koji se u financijskoj analizi odvojeno tretira. Naime, iz klasifikacije imovine na proizvodnu ili neproizvodnu, proizlazi potreba da se kod analize poslovnih rezultata posebno ocjenjuje doprinos svake vrste te imovine ostvarenju prihoda iz redovnog poslovanja i iz izvanrednih poslovnih aktivnosti poduzeća. Iznimno, tržišni vrijednosni papiri koji se vode kao tekuća imovina, tretiraju se kao proizvodna imovina, iako je prihod ostvaren na osnovi vrijednosnih papira neproizvodnog karaktera. U vrijednosne papire ne ulaže se samo u cilju stvaranja prihoda, nego i zbog očuvanja solventnosti poduzeća. Zato vrijednosni papiri i predstavljaju proizvodni novčani ekvivalent.

Odvjetnici i porezni nadglednici koriste izraz “nematerijalno” kao pravo potraživanja prema vrijednosnim papirima i drugim pravima koja nemaju fizičku supstancu. U financijskom računovodstvenom smislu ova prava svrstavaju se kao materijalna imovina, a izraz nematerijalna imovina ograničen je na osnivačka ulaganja, patente, licence, koncesije, zaštitne znake i goodwill. U praksi je dosta prisutna pojava da se iz bilance i iz financijskih analiza privremeno eliminiraju navedene stavke, i to zato da bi dobiveni iznosi bili usporedivi s većinom poduzeća koja radi realnosti iskazivanja bilančnih pozicija isključuju takvu imovinu iz svojih bilanci. Budući da eliminacija ovih stavki očito smanjuje imovinu i iznos vlastitoga kapitala, kao izraz trajnoga kapitala može se primijeniti i izraz “materijalni vlastiti kapital”, kako bi se vrijednost tih stavki razlučila od knjigovodstvene neto vrijednosti kapitala koja uključuje nematerijalne vrijednosti.

1.3.4. Obveze

Obveze predstavljaju potraživanja nad imovnim koja su proizašla iz financiranja potreba za tim oblikom kapitala. One se mogu svrstati u:

a) kratkoročne obveze i b) dugoročne obveze.

a) Kratkoročne obveze su one koje dospijevaju unutar perioda od jedne godine. U kratkoročne obveze najčešće spadaju obveze nastale na osnovi preuzetih kredita i primljenih predujmova obveze prema trgovcima odnosno dobavljačima, obveze nastale na osnovi izdatih mjenica i čekova, te obveze prema radnicima, porezima i doprinosima i drugim pristojbama

b) Dugoročne obveze dospijevaju nakon perioda od jedne godine, a najčešće obuhvaćaju: 1) srednjoročne kredite koji su preuzeti na period do pet godina; ovamo obično spadaju leasing i drugi oblici srednjoročnog financiranja, te 2) dugoročne kredite koji su preuzeti na period duži od pet godina; ovamo obično spadaju investicijski krediti, obveze u vezi s emitiranim obveznicama i drugo.

1.3.5. Vlastiti kapital

Vlastiti ili vlasnički kapital odnosno neto imovina (“owner’s equity” ili “net worth”) predstavlja višak nad obvezama ili dugovanjima odnosno vlasnikov dio ili njegovo potraživanje nad neto imovinom poduzeća. Dakle, vlastiti kapital čini osnovu ili stup čiste imovne poduzeća, a u računovodstvu on čini onu računsku veličinu kojom se vezuju određeni dijelovi aktive. Vlastiti kapital ne predstavlja dug poduzeća prema vlasnicima već odgovarajući iznos vezane aktive koji po ispunjenju dužničkih obveza, po pravilu treba preostati kako bi se mogao isplatiti vlasnicima.

Kod inokosnog poduzeća vlastiti kapital označava se osobnim imenom vlasnika poduzeća, a kod partnerskog poduzeća iznos vlastitog kapitala partnera prikazuje se odvojeno i označava osobnim imenom svakoga partnera.

Vlastiti kapital kod korporacije predstavlja dionički kapital, odnosno dioničarsku ili vlasničku glavnica ("stockholder's equity") koja se dijeli na kapital koji je rezultat emisije običnih i preferencijalnih dionica. Dionički kapital pored dionica obuhvaća rezervna sredstva i zadržani dobitak.

Dioničari ne trpe zbog odvajanja sredstava rezervi i zadržanog dobitka iz ostvarenog neto dobitka poduzeća, jer te dvije veličine zajedno doprinose daljnjem unapređenju poslovanja i razvoju poduzeća. Oznaka "rezervni" s jedne strane pokazuje koliko se novčanih sredstava iz neto dobitka neće raspodijeliti u obliku dividendi, a s druge strane, ona ukazuje na poslovnu odluku vrhovnog menadžmenta koji je odredio koliki će se iznos neto dobitka smatrati trajnim financijskim ulaganjem u proces poslovanja poduzeća.

TREĆI DIO

1. ANALIZA FINANCIJSKIH IZVJEŠĆA

1.1. IZVORI FINANCIJSKIH INFORMACIJA I NJIHOVA UPOTREBA

Financijske informacije predstavljaju *rezultat poslovanja tvrtke izražen u novcu*. Kao izvori financijskih informacija mogu se koristiti:

- financijska izvješća kako ona pripremljenih za dioničare, tako i ona pripremljena za porezne svrhe,
- publikacije analitičara vrijednosnica i izvješća brokerskih kuća za tvrtku i industriju,
- interna izvješća pripremljena za potrebe menadžmenta,
- tržišni podaci.

Glavni izvor informacija o poslovanju tvrtke su financijska izvješća. Informacije koje sadrže izvješća su informacije o prošlim aktivnostima i njihovim rezultatima što analitičar/korisnik informacija treba imati na umu. Naime, dobri povijesni rezultati ne znače da će tvrtka i u buduće dobro poslovati, niti lošiji rezultati znače u svakom slučaju da će se takav trend nastaviti i u buduće.

Zakonom o računovodstvu (ZOR, 1993.) određena su temeljna financijska izvješća, obveze sastavljanja, revidiranja i objavljivanja izvješća ovisno o veličini poduzeća, kao i kriterij za određivanje veličine poduzeća - mala, srednje velika i velika.

Objavljena izvješća velikih poduzeća trebaju biti revidirana od neovisnog revizora koji jamči da su informacije iz izvješća prezentirane s razumnom objektivnošću i u skladu s važećim računovodstvenim principima. Međutim, ne treba smetnuti s uma da godišnja izvješća velikih poduzeća pripremaju menadžeri za dioničare. Stoga ova izvješća često znaju biti pripremljena na način da se ostvareni rezultati i budući izgledi tvrtke prikazuju vrlo optimistično, odnosno da su izraženi na način koji odgovara menadžerima poduzeća, čemu ide u prilog i kvaliteta tiskanja izvješća (poput mondenih magazina).

Detalnija izvješća, koja daju više informacija, poduzeća dostavljaju zavodu za platni promet (ZAP) koji periodično objavljuje zbirne podatke i pokazatelje (za industriju, županije i Hrvatsku u cjelini). ZAP (uz plaćanje naknade) zainteresiranim strankama pruža informacije o poslovanju stranih poduzeća. Informacije o poslovanju velikih stranih kompanija u razvijenim zemljama mogu se bez plaćanja naknade dobiti

od brokerskih kuća, te uz plaćanja naknade, od poznatih savjetodavnih kuća iz domene investicijskog bankarstva kao što su Moody's i Standard & Poor's. U doba širenja Internet komunikacije danas se veliki broj informacija može dobiti i na nizu poslovnih Internet adresa. Međutim, kod korištenja podataka za strane tvrtke, posebice za tvrtke s tržišta u nastajanju, treba voditi računa o razlikama u

računovodstvenoj praksi, odnosno računovodstvenim principima koji su poštivani kod sastavljanja financijskih izvješća.

Menadžeri mogu uspostaviti sustav internih izvješća o performansama po odjeljcima, profitnim centrima te sustav interne revizije, ali ove informacije nisu u pravilu dostupne analitičarima, investitorima i vjerovnicima.

Informacije s tržišta uključuju informacije s financijskih tržišta i tržišta proizvoda i usluga. Ove informacije mogu biti posebno dragocjene, jer menadžeri preko "kreativnog računovodstva" ne mogu dovesti u zabunu tisuće investitora/kupaca. Kao osnovni pokazatelj s financijskog tržišta može se koristiti informacija o povratu na dionicu (kapital dobitak uvećan za dividendi prinos), koji se može izračunati na temelju podataka o cijeni dionice i dividendi. Povijesni rezultati sadržani u financijskim izvješćima ne govore ništa o budućim izgledima tvrtke i rizičnosti budućeg poslovanja. Cijena dionice, što ilustrira Gordonov model vrednovanja dionica, temelji se na očekivanjima budućih dividendi i time zarada, s jedne strane, te traženoj stopi povrata investitora, koja u sebi uključuje procjenu rizičnosti.

Dakle, cijena dionica mijenja se kao odraz promjene očekivanih dividendi i/ili promjene tražene stope povrata (uključujući promjenu procijenjenog rizika), pa analitičar treba istražiti uzroke zbog kojih je došlo do pada cijene. Pored informacija s financijskog tržišta, vrijedne informacije o stanju i perspektivama tvrtke mogu se dobiti s tržišta proizvoda/usluga. Informacije o tržišnom udjelu poduzeća i veličini tržišta za industriju (djelatnost) u kojoj tvrtka djeluje odražavaju čimbenike koji određuju konkurentnu poziciju i time perspektivu tvrtke, odnosno rizik i povrat za investitore i vjerovnike tvrtke.

1.2. TEMELJNA FINANCIJSKA IZVJEŠĆA

Temeljna financijska izvješća u Hrvatskoj prema ZOR-u¹ su:

- 1. Bilanca,**
- 2. Račun dobitka i gubitka,**
- 3. Izvješća o novčanom toku** (do 1995. Izvješće o promjenama u financijskom položaju),
- 4. Bilješka uz financijska izvješća i**
- 5. Izvješće o promjeni glavnice.**

Prema zakonu, mali poduzetnici nisu obvezni sastavljati izvješća o novčanom toku, a sastavljaju i skraćena financijska izvješća, dok su veliki poduzetnici dužni sastaviti i godišnje izvješće. U njemu trebaju biti iznijeti podaci o važnim poslovnim događajima u poslovnoj godini, vjerodostojnom i vjerojatnom budućem razvoju poslovanja, aktivnostima istraživanja i razvoja, te informacije o stjecanju vlastitih dionica.

¹ Zakon o računovodstvu

Veliki i srednje veliki poduzetnici koji su organizirani kao dionička društva obvezni su jednom godišnje javno objaviti financijska izvješća (u obliku propisanom za male poduzetnike) i mišljenje revizora.

1.2.1. Bilanca

Bilanca je sustavni pregled imovine, kapitala i obveza gospodarskog subjekta na određeni datum, najčešće na datum završetka fiskalne godine. Bilanca, dakle, daje prikaz financijske pozicije tvrtke na određeni datum. Međutim, podatke iz bilance treba koristiti imajući na umu da su podaci temeljeni prvenstveno na povijesnim troškovima, a ne tržišnim vrijednostima, te stoga daju i samo opću procjenu vrijednosti tvrtke.

Prikaz skraćene bilance (na određeni datum)

Tablica 1.

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

Imovina tvrtke prikazana je u bilanci prema ročnosti tj. kao kratkotrajna imovina (bruto radni kapital, kratkotrajna imovina) te kao dugoročna, stalna imovina.

Kratkotrajna imovina sastoji se od *gotovine, zaliha, potraživanja iz poslovanja i financijskih plasmana*. Iznos raspoložive gotovine prikazan je u bilanci kao gotovinski saldo, a uključuje sredstva raspoloživa na depozitima po viđenju, deviznim računima, sredstva iz blagajne, te gotovinske supstitute likvidne vrijednosnice s rokom dospijeca do 3 mjeseca. Gotovinski saldo dobija se korigiranjem gotovinskog salda iz početne bilance za veličinu gotovinskog tijeka ostvarenog u razdoblju za koji se sastavlja bilanca. Tijek gotovine iz poslovanja predstavlja iznos neto dobitka nakon isplate prioritetnih dividendi, uvećan za amortizacijski trošak. Amortizacija je negotovinski trošak što znači da dovodi do nižeg oporezivog dobitka pa tako i poreza i gotovinskog odliva na ime poreza. **Stoga amortizacija uvećava tijek gotovine i može se privremeno raspolagati njome.**

Dugotrajna imovina prikazuje se kao *bruto imovina za obračunatu kumulativnu amortizaciju*. U dugoročnoj imovini prikazuju se i imovina koja je uzeta na korištenje financijskim leasingom.

U **pasivi bilance** prikazana su **potraživanja prema imovini tvrtke** i to:

1. **obveze**, tj. novac koji se duguje vjerovnicima, te
2. **vlasnički kapital** (equity), dionička glavnica, ili neto vrijednost tvrtke (razlika ukupne imovine i obveza poduzeća).

Obveze se bilanci prikazuju kao *kratkoročne i dugoročne*, pri čemu dugoročne obveze su uvećane za obveze koje proizlaze iz financijskog leasinga. Kako je nivo obveze fiksiran, korist/štetu od promjene vrijednosti imovine realiziraju ili podnose dioničari.

U **dioničkim društvima kapital vlasnika** predstavljen je kao dionička glavnica.

Ova kategorija uključuje:

1. prioritetne dionice (po nominalnoj vrijednosti),
2. obične dionice (upisani kapital po nominalnoj vrijednosti),
3. dodatno uplaćeno za kapital (kapital dobitak, suvišak ostvarene tržišne iznad nominalne vrijednosti običnih dionica),
4. rezerve (pričuve),
5. neraspodijeljeni (zadržani) dobitak (kumulirane zarade od početka poslovanja)/preneseni gubitak,
6. dobitak / gubitak tekuće godine.

Vlastiti kapital predstavlja trajni kapital - kapital koji su osigurali vlasnici, uvećan za neraspodijeljene zadržane) dobitke od trenutka osnivanja poduzeća. Iznos zadržanih zarada u pasivi bilance ne pokazuje imovinu konkretno, iznos gotovine raspoloživ za plaćanje obveza ili ulaganje, već

potraživanje prema imovini tj. koliko je prošlih zarada tvrtka zadržala i uložila i razvoj (tj. u opremu, zalihe zgrade) umjesto da je podijelila u obliku dividendi.

Detaljni prikaz neraspodijeljenog dobitka poželjno je da poduzeće prikaže zasebno - u izvješću o neraspodijeljenom dobitku (*tablica 2*).

Izvješće o neraspodijeljenom dobitku

Tablica 2.

1. Neraspodijeljeni dobitak na početku razdoblja
2. <i>minus</i> : (Prodaja trezorskih dionica po cijeni nižoj od originalnog troška)
3. <i>plus</i> : Neto dobitak tekuće godine
4. <i>minus</i> : (Objavljene dividende u gotovini i imovini)
5. Saldo neraspodijeljenog dobitka na kraju razdoblja

1.2.2. Račun dobitka i gubitka

Račun dobitka i gubitka je prikaz prihoda, rashoda i financijskog rezultata u određenom vremenskom razdoblju. Prikazuje profitabilnost poslovanja tvrtke tijekom nekog vremenskog razdoblja.

Prihodi se prema ZOR-u dijele na:

1. *poslovne prihode*,
2. *prihode od financiranja i*
3. *izvanredne prihod*,

pri čemu prve dvije vrste prihoda čine prihode iz redovitog poslovanja.

Rashodi se dijele na:

1. *poslovne rashode*,
2. *financijske rashode i*
3. *izvanredne rashod*,

pri čemu prve dvije vrste rashoda čine rashode iz redovitog poslovanja.

*Skraćeni prikaz računa dobitka i gubitka
(za razdoblje jedne izvještajne godine)*

Tablica 3.

Redni br.	Pozicija
1.	Prihodi iz osnovne djelatnosti
2.	Rashodi iz osnovne djelatnosti
3.	Prihodi iz drugih aktivnosti
4.	Rashodi iz drugih aktivnosti
5.	Izvanredni prihodi
6.	Izvanredni rashodi
7a.	Dobitak prije oporezivanja (1+3+5+minus 2+4+6)
7b.	Gubitak prije oporezivanja (2+4+6+minus 1+3+5)
8.	Porez na dobitak ili gubitak
9a.	Dobitak financijske godine (7a.-8.)
9b.	Gubitak financijske godine (7b.+8. ili 8 minus 7a)

Poduzeća mogu u računu dobitka i gubitka prikazati samo bruto i neto dobitak (*tablica 3*). Veći broj informacija dobiva se iz računa dobitka i gubitka ako je u njemu prikazano nekoliko razina dobitka (*tablica 4*).

Primjerice, odbijanjem od prihoda troškova za prodano, uključujući amortizaciju i leasing naknade, dobiva se *bruto marža ili bruto profitna marža* (*gross profit margin* - engl.). Ako se od bruto marže odbiju opći, prodajni i administrativni troškovi dobiva se dobitak iz poslovanja (*earnings before interest and taxes* - engl. - zarada prije poreza u kamata, tj. **EBIT**). Do dobitka prije oporezivanja (*earnings before taxes* - engl.), **EBT**, dolazi se odbijanjem troškova financiranja, te konačno do *neto dobitka* (*net income* - engl.), odbijanjem korporacijskog poreza na dobitak.

Primjer 3.1.

Tvrtka ABC imala je slijedeće prihode i rashode u 1999. i 2000. godini:

	Godina 1999.	Godina 2000.
<i>Prihodi od prodaje</i>	21 450	23 100
<i>Troškovi za prodano</i>	11 700	12 900
<i>Prodajni, opći i adm. tr.</i>	7 200	7 500
<i>Troš.financ.(kamate , leasing)</i>	285	270
<i>Neto dobitak</i>	1 472	1 579

Pripremite račun dobitka i gubitka s više razina dobitka uz pretpostavku da je stopa poreza na dobitak 35%, te da nema zaštitnih kamata na kapital.

Rješenje:

Račun dobitka i gubitka s više razina dobitka za tvrtku ABC

(u 000 kn)

Tablica 4.

	Godina 1999.	Godina 2000.
<i>Prihodi od prodaje</i>	21 450	23 100
<i>Troškovi za prodato</i>	11 700	12 900
<i>Bruto marža</i>	9 750	10 200
<i>Prodajni , opći i admin.troš.</i>	7 200	7 500
<i>Dobitak iz poslov.(EBIT)</i>	2 550	2 700
<i>Troš.financ.(kamate ,leasing)</i>	285	270
<i>Dobitak prije oporez.(EBT)</i>	2 265	2 430
<i>Porez na dobitak (a 35%)</i>	793	851
<i>Neto dobitak</i>	1 472	1 579

Dobitak tvrtke prema podacima koje prikazuje tablica 4 povećao se za 7,3% i iznosi cca 1,6 mil. kn u zadnjoj izvještajnoj godini. Pod pretpostavkom da je broj običnih dionica u prometu u prvoj izvještajnoj godini iznosio 700 000 , a u drugoj 210 000, te da tvrtka nema prioritetnih dionica, zarada po dionici iznosila je 2,1 kn, dok je u drugoj izvještajnoj godini iznosila 2,2 kn.

Dodatni podatak koji se može uključiti u račun dobitka i gubitka je podatak o zaradama (neto dobitku) po dionici - EPS (earnings per share).

Jednadžba za izračun zarade po dionici glasi :

$$\text{EPS} = \frac{\text{neto dobitak} - \text{gotovinske dividende dionica}}{\text{broj običnih dionica u prometu}}$$

1.2.3 Izvješće o novčanom tijeku

Zadatak menadžera je ne samo ostvariti profitabilno poslovanje koje će rezultirati neto dobitkom i rastom bogatstva dioničara nego i **brzo pretvoriti neto dobitak u gotovinu jer i visoko profitabilne, a nelikvidne tvrtke**, a ne samo one neprofitabilne, odlaze u stečaj. Stoga menadžeri trebaju koristiti izvješće o gotovinskim tijekovima za analizu tijekova prošlog razdoblja i planiranje budućih. Naime, **izvješće o gotovinskom tijeku daje informaciju o izvorima i upotrebi gotovine tijekom izvještajnog razdoblja, ali predstavlja i bazu za planiranje**

budućih gotovinskih tijekova i potrebu za financiranjem. ZOR ovo izvješće naziva izvješćem o novčanom tijeku.

U izvješću se tijekovi klasificiraju prema aktivnostima, i to na tijekove od:

1. *poslovne aktivnosti,*
2. *investicijske aktivnosti,*
3. *financijske aktivnosti.*

Poslovne aktivnosti vezane su za tekuće poslovanje tvrtke i računa bilance koji se odnose na kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze, te amortizaciju. Svrha ovih aktivnosti je ostvarenje neto dobitka. **Gotovina od poslovnih aktivnosti u izvještajnom razdoblju razlikuje se od iznosa neto dobitka zbog promjene koje nastaju u iznosima imovine i obveza.** *Investicijske aktivnosti* rezultat su investiranja i dezinvestiranja u realnu imovinu, te dugoročnog investiranja i dezinvestiranja u financijsku imovinu. *Financijske aktivnosti* rezultat su prikupljanja novca za tekuće poslovanje i investiranje tvrtke, te servisiranja pritom preuzetih obveza.

Novčani gotovinski) tijekovi od poslovnih aktivnosti mogu se prikazati:

- *direktnom metodom* (prikazom glavnih grupa bruto novčanih primitaka i izdataka),
- *indirektnom metodom* (na temelju bilance i računa dobitka i gubitka).

Primjere obrasca Izvješća o novčanom tijeku daju *tablica 5.* i *tablica 6.*

U pogledu objektivnosti informacija i analiza gotovinskih tijekova, prednost imaju izvješće priređeno direktnom metodom, jer izvješće priređeno indirektnom metodom polazi od neto dobitka - kategorije koja je rezultat primjene računovodstvenih politika. Međutim, kad analitičaru nisu na raspolaganju interni podaci o prometu novca i novčanih ekvivalenata za izradu izvješća direktnom metodom, kao korisno sredstvo analize ostaje ipak indirektna metoda.

Da bi se izradilo izvješće indirektnom metodom, potrebno je koristiti podatke iz računa dobitka i gubitka za promatrano razdoblje, te podatke iz početne i završne bilance za dano razdoblje. Gotovinski tijekovi (primici i izdaci) proizlaze ili iz neto dobitka, ili iz promjena imovine i obveza. Stoga se pozicije bilance, odnosno promjene bilančnih stavki (početna - konačna bilanca) klasificiraju na one koje predstavljaju izvor ili upotrebu sredstva i potom unose u izvješće prema vrstama aktivnosti.

*Primjer obrasca Izvješća o novčanom tijeku za razdoblje od jedne
izvještajne godine - indirektna metoda*

Tablica 5.

Poslovne aktivnosti	
Neto dobitak	
Usklađivanje	
1. Amortizacija	
2. Promjene radnog kapitala	
a) Promjene kratkotrajne imovine:	
• smanjenje (povećanje) zaliha	
• povećanje (smanjenje) potraživanja od kupaca	
• smanjenja (povećanje) plaćenih troškova budućeg razdoblja	
• smanjenje (povećanje) ostalih potraživanja	
b) Promjene kratkoročnih obveza:	
• povećanje (smanjenje) obveza prema dobavljačima	
• povećanje (smanjenje) ostalih obveza	
• povećanje (smanjenje) odgođenih plaćanja i prihoda budućih razdoblja	
1. NETO TIJEK IZ POSLOVANJA	
Investicijske aktivnosti	
2. NETO TIJEK IZ INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI	
Financijske aktivnosti	
• povećanje kratkoročnih kredita	
• povećanje zadužnica	
• otplata obveznica	
• plaćanje obične i prior. dividende	
3. NETO TIJEK IZ FINACIJSKIH AKTIVNOSTI	
4. NETO TIJEK NOVCA I EKVIV. IZ POSLOVNIH, INVESTICIJSKIH I FINACIJSKIH AKTIVNOSTI (1+2+3)	
5. POČETNI SALDO NOVCA I NOVČANIH EKVIVALENATA	
6. KONAČNI SALDO NOVCA I EKVIVALENATA (4+5)	

*Primjer obrasca Izvješća o novčanom tijeku za razdoblje od jedne
izvještajne godine - direktna metoda*

Tablica 6.

Poslovne aktivnosti	
<ul style="list-style-type: none"> • Novac primljen od kupaca • Novac isplaćen dobavljačima i djelatnicima • Novac isplaćen za poreze i doprinose • Ostali izdaci s temelja poslovnih aktivnosti 	
1. NETO TIJEK POSLOVANJA	
Investicijske aktivnosti	
<ul style="list-style-type: none"> • Novčane isplate za stjecanje poduzeća , dijelova poduzeća , opreme i druge dugotrajne imovine • Novčani primici od prodaje dugotrajne imovine • Novčani primici od naplate glavnice danih kratkoročnih i dugoročnih kredita • Novčani primici od prodaje vrijednosnica i udjela drugih poduzeća (osim novčanih ekvivalenata i onih koji se drže za poslovne svrhe) • Novčane isplate za stjecanje vrijednosnica i udjela drugih poduzeća (osim novčanih ekvivalenata i onih koji se drže za poslovne svrhe) 	
2. NETO TIJEK IZ INVESTICIJSKIH AKTIVNOSTI	
Financijske aktivnosti	
<ul style="list-style-type: none"> • Novčani utršci od izdavanja dionica , obveznica, komercijalnih zapisa • Novčani primici od kredita • Novčane isplate za stjecanje vlastitih dionica • Novčani izdaci za dividende • Novčane otplate glavnice kredita 	
3. NETO TIJEK IZ FINANCIJSKIH AKTIVNOSTI	
4. NETO TIJEK NOVCA I EKVIV. IZ POSLOVNIH, INVESTICIJSKIH I FINANCIJSKIH AKTIVNOSTI (1+2+3)	
5. POČETNI SALDO NOVCA I NOVČANIH EKVIVALENATA	
6. KONAČNI SALDO NOVCA I EKVIVALENATA (4+5)	

Pri tome se koriste osnovna pravila gotovinskih tijekova:

Povećanje (smanjenje) imovina = Upotreba (izvor) gotovine
Povećanje (smanjenje) obveza = Izvor (upotreba) gotovine

Iz toga slijedi da su izvori gotovine:

- uzimanje bankarskih kredita,
- zadržavanje zarada,
- nova emisija dionica,
- prodaja imovine,
- naplata (sniženje) potraživanja.

Upotreba gotovine odražavaju:

- stjecanje dugotrajne imovina,
- povećanje zaliha,
- otplata duga,
- sniženje pasivnih vremenskih razgraničenja,
- otkup vlastitih dionica.

Novac (gotovina) iz poslovnih aktivnosti indirektnom metodom računa se:

- uzimanjem neto dobitka (čije stvaranje je cilj poslovnih aktivnosti),
- dodavanjem negotovinskih izdataka koji su umanjili neto dobitak- tj. amortizacije za razdoblje (koja se dobija iz odnosa akumulirane amortizacije na početku i na kraju razdoblja),
- korigiranjem za rezultat promjena tekućih računa (imovine i obveza) bilance.

Gotovinski tijek iz investicijskih aktivnosti kod realne imovine (oprema, postrojenja, poslovni objekti) računa se iz promjene imovine po bruto vrijednosti (jer neto podatak uključuje amortizaciju koja je uključena u tijekove od poslovnih aktivnosti).

Gotovinski tijek iz financijskih aktivnosti uključuje aktivnosti vezane za promjenu razine zaduženosti (kredit, emisija/otplata kreditnih vrijednostnica), emisiju/stjecanje vlastitih dionica i isplatu dividendi.

Efekt promjene vlastitog kapitala (dioničke glavnice) na gotovinske tijekove ne prikazuje se direktno, već preko triju kategorija; preko neto dobitka za razdoblje koji uvećava vlastiti kapital (izvor gotovine iz poslovanja), te emitiranih dionica (izvor gotovine iz financijskih aktivnosti) i isplaćenih dividendi (upotreba gotovine kod financijskih aktivnosti). Promjena salda gotovine i utuživih (likvidnih) vrijednosnica (gotovinskih ekvivalenata) nije uključena niti u jedan od tri dijela gotovinskog izvješća. Ova promjena prikazuje se zajedno odnosno mora odgovarati zbirnoj vrijednosti neto tijeka gotovine iz svih triju aktivnosti.

1.2.4. Bilješke uz financijska izvješća

Bilješke uz financijska izvješća predstavljaju *detaljniju dopunu i razradu podataka iz bilance, računa dobitka i gubitka i izvješća o novčanom tijeku.*

Bilješke trebaju pratiti razradu podataka u pojedinim izvješćima radi smislene prezentacije ključnih informacija. Bilješke se svode na dvije osnovne grupe bilješki: *one koje objašnjavaju računovodstvene politike koje su primijenjene u izradi izvješća, te ostale podatke koji su važni za razumijevanje izvješća.*

Ostali podaci koji bi se trebali iznijeti u bilješkama uključuju podatke o dugoročnim zajmovima (rokovi, kamatne stope, hipoteke), uvjeti leasinga, planovi emisije dionica i dr. O podacima koji će biti prezentirani u bilješkama, a time i o potpunosti bilješki, njihovoj točnosti i razumljivosti odlučuje direktor (predsjednik upravnog odbora). Zbog straha od otkrivanja previše informacija konkurenciji/ili informacija o pogrešnim odlukama posloводства bilješke znaju često biti nepotpune i nejasne (Tracey, 1994.).

1.2.5. Izvješće o promjeni glavnice

Od 1999. obvezno izvješće postalo je i Izvješće o svim promjenama glavnice.

Ovo izvješće sadrži podatke o kapitalu i pričuvama te isplaćenim dividendama koje se preuzimaju iz knjigovodstvenih stanja na posljednji dan obračunskog razdoblja. Usto, daju se promjene računovodstvenih politika i ispravke temeljnih pogrešaka, a svrha izvješća je dati prikaz promjene neto vrijednosti tvrtke, tj. bogatstva dioničara, pri čemu se u bilješki navodi uzrok rasta /pada glavnice (Brkanić, 2000.).

1.3. KORISNICI, SVRHA I METODE ANALIZE FINANCIJSKIH IZVJEŠĆA

1.3.1. Korisnici i svrha analize financijskih izvješća

Korisnici financijskih informacija koje se dobivaju analizom financijskih izvješća tvrtke su dioničari, vjerovnici, potencijalni investitori, financijski analitičari, brokeri, porezne vlasti, gospodarske (obrtničke) komore i udruge poslodavaca, sindikalne organizacije, vladina tijela i tijela organa lokalne uprave. Različiti subjekti (*stakeholderi* - engl.) imaju interes za različite aspekte tvrtke. Primjerice, lokalna zajednica, vlada i zaposlenici zainteresirani su za podatke o broju i trendu broja zaposlenih, poštivanju ekoloških standarda, standarda sigurnosti na radu, podmirivanju obveza i dividende, dok su vjerovnici zainteresirani za mogućnost servisiranja obveza i vjerojatnosti bankrota tvrtke.

Naravno, menadžment tvrtke koristi također analizu financijskih izvješća, s tim da se za interne potrebe izvješća u pravilu sastavljaju s većom frekvencijom, kako bi omogućila donošenje objektiviziranih poslovnih odluka. U interne svrhe analiza financijskih izvješća koristi se:

- kao baza za prognozu budućih uvjeta, te planiranje budućeg poslovanja i razvitka,
- kao baza za pregovore s potencijalnim vjerovnicima i investitorima,
- kao instrument interne revizije i kontrole.

Menadžment je zainteresiran za praćenje performansi poslovanja, te za održanje dobrih odnosa s kreditorima i vlasnicima. Da bi ispunila konačni cilj povećanja vrijednosti za dioničare - povećanje dioničke glavnice (što se odražava u pokazateljima profitabilnosti) tvrtka mora pokazati sposobnost da podmiruje preuzete obveze (što se odražava u pokazateljima likvidnosti i zaduženosti), te da minimizira troškove poslovanja (koji se odražavaju u pokazateljima profitabilnosti i menadžmentu imovine).

Vanjski subjekti, pak, koriste analizu financijskih izvješća radi procjene potencijala likvidnosti, efikasnosti u upravljanju imovinom i profitabilnosti, tj. procjene perspektive razvitka uz održanje zdrave financijske pozicije-financijske održivosti tvrtke, te procjenu performansi menadžmenta.

1.3.2. Metode analize financijskih izvješća

Analizom financijskih izvješća nastoji se doći do procjene trenda, veličine, dinamike i rizičnosti budućih gotovinskih tijekova tvrtke. Radi stjecanja cjelovite i što objektivnije slike o perspektivi tvrtke čija izvješća su predmet analize, potrebno je dobivene rezultate procijeniti u svjetlu vremenske dinamike, rezultata konkurencijske strategije (koja determinira politiku ekspanzije i financiranja), uz pravilan izbor pokazatelja.

U tu svrhu analiza financijskih izvješća može se provoditi slijedećim metodama koje se međusobno nadopunjuju i isprepliću:

- **analizom putem pokazatelja,**
- **komparativnom analizom,**
- **analizom trenda.**

Financijski pokazatelji nastaju stavljanjem u odnos podataka iz jednog ili više izvješća ili nekom od kombinacija tržišnih i podataka iz financijskih izvješća. Oni predstavljaju prvi korak financijske analize, ali pravu vrijednost imaju tek kad se koriste u komparativnoj analizi ili pak kombiniranju s analizom trenda .

Komparativna analiza provodi se usporedbom izabranih financijskih pokazatelja tvrtke:

- s povijesnim pokazateljima,
- pokazateljima konkurencije tj. industrije (djelatnosti) u kojoj tvrtka djeluje, te s
- planiranim veličinama.

Prva metoda usporedbe predstavlja ujedno i jednu od metoda analize trenda, a provodi se usporedbom pokazatelja u dva ili više uzastopnih izvještajnih razdoblja.

Druga metoda usporedbe jeste usporedba s podacima industrije radi procjene izgleda tvrtke u budućnosti. Usporedba se može vršiti usporedbom financijskih pokazatelja tvrtke s prosječnim pokazateljima za industriju. Ove rezultate treba, međutim, pažljivo tumačiti.

Ako industrija prolazi kroz recesiju, rezultati nešto iznad prosjeka nisu razlog slavlju, kao što ni niža profitabilnost od prosjeka industrije u doba uzleta ne mora biti izraz neperspektivnosti tvrtke, nego možda povećanih troškova zbog agresivnog uvođenja novog proizvoda na tržište ili znatnijeg ulaganja u istraživanje i razvoj kojim će tvrtka ojačati svoj udio na tržištu.

Usporedba s konkurentima/industrijom može se provesti analizom veličina u računu dobitka i gubitka uobičajene veličine za promatranu tvrtku i njenog važnog konkurenta. Naravno, i rezultati ove analize trebaju biti izvor ideja za postavljanje pravih pitanja o poslovanju tvrtke.

Treća metoda komparacije je usporedba s planiranim veličinama. Kod procjene performansi tvrtke i menadžmenta u određenom razdoblju koristi se usporedba pokazatelja iz izvješća s veličinama izračunatim na bazi planskih izvješća.

Analiza trenda daje uvid u kretanje financijskog stanja tvrtke kroz vrijeme. Pored usporedbe financijskih pokazatelja izračunatih za više sukcesivnih izvješća (koja se može zorno prikazati grafički), ova analiza se može provesti izračunom trendnih - indeksiranih izvješća (horizontalna analiza) i izvješća uobičajene veličine - strukturnih izvješća (vertikalna analiza) i izvješća uobičajene veličine - strukturnih izvješća (vertikalna analiza), a često se koristi u kombinaciji s komparativnom analizom.

Trendni račun dobitka i gubitka i trendna bilanca pružaju informacije o apsolutnim promjenama pojedinih stavki u izvješćima. Ova izvješća pripremaju se na način da se tijekom određenog razdoblja stavke sukcesivnih izvješća podijele sa stavkama iz izvješća koje je odabrano kao bazno ili standardno izvješće, odnosno prikazu kao višekratnik početnih stanja danih stavki. Stoga i objektivnost ocjena dobivenih trendnim izvješćima ovisi o kvalitetno odabranom baznom izvješću.

Komparativnu i analizu trenda ilustrirat ćemo na primjeru tvrtke ABC, čije su bilance i računi dobitka i gubitka dati u tablicama 7 i 8, respektivno.

Konsolidirani računi dobitka i gubitka tvrtke "ABC" u mil.kn

Tablica 7.

Godina	1998.	1997.	1996.
Ukupni prihodi	722,1	715,2	670,3
Troškovi i rashodi:			
Amortizacija	40,3	34,9	33,1
Ostali troškovi i rashodi (uključujući i financijske, izuzev kamata)	662,4	651,4	612,6
Ukupni troškovi	702,7	686,3	645,7
Dobitak iz poslovanja (EBIT)	19,4	28,9	24,6
Minus troškovi kamata:	2,4	5,7	5,7
Dobitak prije oporezivanja (EBT)	17,0	23,2	18,9
Porezi	0,5	0,4	0,3
Neto dobitak	16,5	22,8	18,6

Napomena:

- Prikaz računa dobitka i gubitka izveden je na temelju podataka iz godišnjeg izvješća ABC za 1998. i 1996. godinu.
- Porezi obuhvaćaju poreze Matice Zagreb i Podružnica prema zakonodavstvu u dotičnim zemljama.

Na temelju izvješća pripremljenih za potrebe analize izračunati su trendni račun dobitka i gubitka (tablica 9), te trendna bilanca (tablica 10).

Konsolidirane bilance tvrtke "ABC" (u mil.kn)

Tablica 8.

Godina	1998.	1997.	1996.
Imovina:			
• Gotovina	32,5	13,6	11,3
• Potraživanja	173,5	165,5	140,0
• Kratkotrajna financijska imovina	4,2	3,2	6,6
• Zalihe	101,2	105,7	114,2
• Plaćeni troškovi budućeg razdoblja	3,7	4,1	1,6
Ukupna kratkotrajna imovina	315,1	292,1	260,9
• Postojanja i opreme (bruto vrijednosti)	1284,2	1128,5	1041,8
• minus Akumulirna amortizacija	612,1	598,7	582,9
• Neto vrijednost postrojenja i opreme	672,1	529,8	458,9
• Nematerijalna imovina	0	0	0,8
• Dugotrajna financijska imovina	16,5	17,6	15,9
• Potraživanja	0	0	0,1
Ukupna dugotrajna imovina	688,6	547,4	475,7
UKUPNA IMOVINA	1003,7	839,5	749,5

Godina	1998.	1997.	1996.
Obveze i trajni kapital			
• Obveze prema dobavljačima, vjerovnicima, za plaće, poreze, doprinose i ostale kratkoročne obveze	165,5	131,1	120,8
• Odgođeno plaćanje troškova i prihod budućeg razdoblja	11,5	13,2	19,1
Ukupne kratkoročne obveze	176,7	145,4	140,0
Dugoročni krediti	237,3	108	42,8
UKUPNE OBVEZE	413,9	253,4	182,8
Trajni kapital (dionička glavnica)			
• Obične dionice (1 357 690 običnih dionica , 400 kn nominalne vrijednosti	543,1	543,1	543,1
• Kapital dobitak (premije)	4,7	3,2	0
• Rezerve	25,2	16,7	5,0
• Dobit tekuće godine	16,4	22,7	18,6
Obična dionička glavnica	589,5	585,7	566,7
Dugoročna rezerviranja	0,3	0,4	0
Ukupni trajni kapital	589,7	586,1	566,7
OBVEZE I KAPITAL	1003,7	839,5	749,5

Skraćeni trendni (indeksirani) račun dobitka i gubitka za ABC
(996 = 100)

Tablica 9.

Godina	1996.	1997.	1998.
<i>Prihodi</i>	100,0	106,7	107,7
<i>Troškovi (osim kamata)</i>	100,0	106,2	108,8
<i>EBIT (dobit iz posl.)</i>	100,0	118,0	79,2
<i>Kamate</i>	100,0		
<i>Porez</i>	100,0		
<i>Neto dobitak</i>	100,0	122,6	88,4

Na temelju pripremljenog indeksiranog računa dobitka i gubitka za ABC (tablica 9), zoran je u uvjetima stagnantne prodaje i visokog učešća troškova u ukupnom prihodu, blagi porast troškova u 1998. To je dovelo do velikog pada EBIT-a u odnosu na 1996. (za 20,8 %. Neto dobitak pao je za 11,6%. Nadalje, tablica 10. pokazuje značajan rast kratkotrajne i napose dugotrajne imovine (za 50% u odnosu na baznu godinu). Istovremeno, došlo je do višestrukog povećanja dugoročnih obveza (za 4,5 puta).

Trendna (skraćena) bilanca tvrtke ABC (1996=100)

Tablica 10.

Godina	1996.	1997.	1998.
<i>Zalihe</i>	100,0	92,6	88,6
<i>Kratkotrajna imovina</i>	100,0	111,3	120,0
<i>Neto dugotrajna imovina</i>	100,0	119,6	150,4
<i>Ukupna imovina</i>	100,0	112,3	134,3
<i>Kratkoročne obveze</i>	100,0	103,9	126,3
<i>Dugoročne obveze</i>	100,0	252,0	553,1
<i>Ukupna dionička glavnica</i>	100,0	103,4	104,1

Korisno analitičko sredstvo, pored indeksiranih su i *strukturna izvješća*. Izrada izvješća uobičajene veličine (strukturnih izvješća), osim za potrebe komparativne analize, korisna je i pri analizi trenda. Izvješća uobičajene veličine omogućuju usporedbu relativne strukture računa kompanije kroz vrijeme. Račun dobitka i gubitka uobičajene veličine priprema se dijeljenjem stavki računa s (neto) prihodima od prodaje, pri čemu se ostale stavke prikazuju kao postotak, dok se kod bilance uobičajene veličine sve stavke prikazuju kao postotak ukupne imovine. Za objektiviziranje ovog trenda potrebno je podatke komparirati s podacima za industriju, ili ako se ne raspolaže s tim podacima, uputno je napraviti komparaciju veličina iz izvješća s onima sličnog/sličnih konkurenata.

Račun dobitka i gubitka uobičajene veličine za tvrtku "ABC" (u %)

Tablica 11.

Godina	1996.	1997.	1998.
<i>Prihodi</i>	100,0	100,0	100,0
<i>Troškovi prodane robe i poslovanja</i>	96,3	96,0	97,3
<i>EBIT (dobitak iz poslovanja)</i>	3,7	4,0	2,7
<i>Kamate</i>	0,9	0,8	0,3
<i>Neto dobitak</i>	2,8	3,2	2,3

Veliki udio troškova u ukupnom prihodu "ABC-a", koje prikazuje tablica 11. upućuje na potrebu detaljnije analize troškova: kakav je trend troškova prodane robe s jedne strane, te troškova poslovanja (prodajnih, općih i administrativnih) s druge strane. Kod troškova prodane robe posebno je uputno promatrati trend i udio u ukupnim troškovima rada i materijala.

Značajne promjene u strukturi kapitala u promatranom razdoblju u "ABC-u" otkriva tablica 12. Udio dugoročnog duga povećan je za gotovo četiri

puta, premda s izrazito niske polazne razine (5%). Udio vlastitog kapitala (kapitala i rezervi) pao je za cca 17 % (sa 75,6 na 58,7), što se duguje rastu zaduženosti, te djelomice padu neto dobitka. U promatranom razdoblju dugotrajna imovina povećana je za cca 5% (sa 63,4 na 68,6). Ove promjene dogodile su se u uvjetima rasta ukupne imovine za 33%.

Uočene promjene u strukturi kapitala i iznosu imovine ukazuje na promjene ka uobičajenoj strukturi kapitala u industriji i osiguranje osnovice za nove investicije za buduća razdoblja (osnovice za razvitak novih/obnovljenih proizvoda/krovnih marki kao i osvajanje novih tržišta/očuvanje tržišnog udjela na domaćem tržištu u uvjetima pojačane konkurencije.

Bilanca uobičajene veličine "ABC" (u %)

Tablica 12.

Godina	1996.	1997.	1998.
<i>Ukupna imovina</i>	100,0	100,0	100,0
<i>Zalihe</i>	15,2	12,5	10,1
<i>Kratkotrajna imovina</i>	35,0	33,6	31,4
<i>Dugotrajna imovina</i>	63,4	65,2	68,6
<i>Kratkotrajne obveze</i>	18,7	17,3	17,6
<i>Dugoročne obveze</i>	15,1	12,8	23,6
<i>Dionička glavnica</i>	75,6	69,8	58,7

Tablica 13. daje promjene strukture bilance koje, poput indeksirane bilance, pokazuju trend pozicija bilance kroz vrijeme. "ABC" je 1996. godine imao na raspolaganju 6,6 mil. kn obrtnog kapitala (suvišak kratkotrajne imovine nad kratkoročnim obvezama) i kada je za financiranje kratkotrajne imovine korišten, pored kratkoročnih obveza, i vlastiti kapital. U 1998. je radni kapital smanjen na 13,8 mil. kn, a kapital i rezerve ne financiraju više kratkotrajnu imovinu, nego samo dugotrajnu, i to dio dugotrajne imovine.

Ove promjene duguju se kombiniranom utjecaju rasta udjela dugotrajne imovine (5,2%), višestrukom rastu dugoročnih obveza i skromnom rastu vlastitog kapitala. Izvršeno značajno povećanje dugotrajne imovine koje bi trebalo dovesti do sniženja troškova i povećanja obujma poslovanja vjerojatno će zahtijevati povećanje radnog kapitala.

*Promjene skraćenih strukturnih bilanci u razdoblju 1996. - 1998.
(dvostrani prikaz)*

Tablica 13.

1996.		1997.		1998.	
KI (35,60%)	KO (18,7%)	KI (33,6%)	KO (17,3%)	KI (31,4%)	KO (17,6%)
DI (63,4%)	DO (5,1%)	DI (65,2%)	DO (12,6%)	DI (68,6%)	DO(23,6%)
	-----		-----		-----
	-		-		-
	KiR (75,6%)		KiR (69,8%)		KiR(58,7%)

Legenda :

KI= kratkotrajna imovina KO=kratkoročne obveze KiR=kapitaal i rezerve
DI=dugotrajna imovina DO=dugoročne obveze

1.3.2.1. Analiza putem pokazatelja

Analiza putem pokazatelja je jedna od najčešće korištenih analiza financijskih izvješća. Analiza putem pokazatelja predstavlja prvu fazu financijske analize. Povezivanjem stavki iz jednog i/ili dvaju izvješća, odnosno knjigovodstvenih i/ili tržišnih podataka, ona pokazuje povezanost između računa u financijskim izvješćima i omogućuju vrednovanje financijskog stanja i poslovanje tvrtke. Ovu analizu je moguće vršiti preko niza pokazatelja koji se svrstavaju u skupine prema tome koji segment financijskog stanja/performance poslovanja poduzeća analiziraju. Budući da su moguća preklapanja informacija koja nam pružaju pokazatelji, potrebno je biti selektivan u njihovoj primjeni i odabrati pokazatelje koji imaju najveću eksplantiranu moć.

Jedna od čestih klasifikacija financijskih pokazatelja je sljedeća klasifikacija:

1. *pokazatelji likvidnosti,*
2. *pokazatelji menadžmenta imovine (efikasnost , aktivnosti),*
3. *pokazatelji menadžmenta duga (zaduženosti),*
4. *pokazatelji profitabilnosti (rentabilnosti),*
5. *pokazatelji financijskih tržišta tržišne vrijednosti).*

Pored grupa pokazatelja koriste se i sustavi pokazatelja od kojih je u širokoj upotrebi du Pont sustav pokazatelja koji je dobio ime po američkom kemijskom divu koji ga je prvi počeo koristiti.

Analiza pokazatelja u nastavku bit će izvršena na temelju primjera tvrtke “ABC”. Performance “ABC”-a cijenit će se komparaciji s industrijom proizvodnje kakaoa, čokolade i bombona, budući da je prehrambena industrija u cjelini poslovala s gubitkom, pa analiza ne bi bila smisljena. U ovoj industriji “ABC” sudjeluje sa cca 50%, a proizvodnja ovih proizvoda čini cca 50% prihoda. Pri komparaciji s industrijom treba imati u vidu da bi se bolji rezultati postigli kad bi bili raspoloživi podaci unutar tvrtke za osnovne djelatnosti. Konačno, radi jednostavnosti prikaza pokazatelji će se računati na temelju pozicija izraženih u milionima kuna.

1.3.2.2. Pokazatelji likvidnosti

Pokazatelji likvidnosti se koriste za procjenu sposobnosti tvrtke da udovolji kratkoročnim obvezama kratkotrajnom imovinom (gotovinom ili imovinom koja se može na kratak rok konvertirati u gotovinu). Dobavljači proizvoda i usluga poduzeću, kao i vjerovnici koji odobravaju poduzeću kratkoročne kredite zainteresirani su za procjenu sposobnosti tvrtke da udovolji obvezama koje dospijevaju na kratak rok (obveza s rokom dospijeca do godinu dana). Za analizu ove sposobnosti najčešće se koriste dva pokazatelja likvidnosti:

- **pokazatelj tekuće likvidnosti i,**
- **pokazatelj ubrzane likvidnosti.**

Ovi pokazatelji su čisti brojevi koji se ne izražavaju ni u kakvim jedinicama.

Pokazatelj tekuće likvidnosti (tekući odnos, tekući pokazatelj) je najbolji pojedinačni indikator likvidnosti. Račun se dijeljenjem kratkotrajne imovine (koja obuhvaća gotovinu, utržive vrijednosnice, potraživanja i zalihe) s kratkoročnim obvezama.

$$\text{Pokazatelj tekuće likvidnosti (ptl)} = \frac{\text{Kratkotrajna imovina}}{\text{Kratkoročne obveze}}$$

Pokazatelj tekuće likvidnosti “ABC” (Ptl K)	$\frac{315,1}{176,5} = 1,78 = 1,8$
Pokazatelj tekuće likvidnosti Industrija (Ptl I)	$\frac{460,6}{246,2} = 1,9$

Ocjena vrijednosti pokazatelja vrši se usporedbom s prosjekom industrije i analizom trenda. Previsoki pokazatelj upućuje na slabo upravljanje kratkotrajnom imovinom, nekurentne zalihe ili pak slabo korištenje kratkoročnih kredita. To ima za posljedicu negativan utjecaj na dugoročnu profitabilnost

tvrtke. Ukoliko pokazatelj pokazuje silazni trend, upozorava da kratkoročne obveze rastu i/ili se kratkotrajna imovina smanjuje, ili pak, da kratkoročne obveze rastu brže od kratkotrajne imovine. Niski pokazatelj može upućivati na to da je potrebno povećati ulaganje u neki od oblika kratkotrajne imovine, ili da neki od oblika kratkoročnih obveza treba reducirati.

Ukoliko je pokazatelj znatno niži od industrijskog prosjeka, potrebna je detaljnija analiza. Premda ne postoje opće usvojene razine financijskih pokazatelja, imajući u vidu kako se on računa, preporuča se da bi trebao iznositi najmanje 2 (po nekima 1,5) kako tvrtka ne bi zapala u probleme nelikvidnosti, međutim, ni pokazatelj od 1,0 ne mora biti zabrinjavajući, ako tvrtka ima dobro upravljanje potraživanjem i zalihama, te raspoloživu kreditnu liniju s bankom koja joj omogućuje da održava niski pokazatelj likvidnosti. Isto tako, pokazatelj od 2,0 ne mora svjedočiti o sigurnosti vjerovnika, ako je bilančna vrijednost zaliha i potraživanja precijenjena. U svakom slučaju, i previsoki i prenisiki pokazatelji mogu upućivati na probleme koji traže detaljnu analizu i poduzimanje odgovarajućih akcija menadžmenta.

“ABC” ima relativno dobru likvidnost - nešto ispod dva, što gledano u analizi trenda (tablica 10) ukazuje da se kreće u uobičajenom intervalu, premda je opao u odnosu na prethodnu godinu. Ovom padu se duguje i činjenica da je pokazatelj industrije neznatno nadmašio pokazatelj tekuće likvidnost “ABC”.

Pokazatelj ubrzane likvidnosti se koristi za procjenu može li poduzeće udovoljiti svojim kratkoročnim obvezama upotrebom svoje najlikvidnije imovine. Ovaj pokazatelj računa se dijeljenjem kratkotrajne imovine umanjene za zalihe (koje su najnelikvidniji dio kratkotrajne imovine - zahtijevaju više vremena i veći popust u cijeni za konverziju u gotovinu, a često su i precijenjene) s kratkoročnim obvezama.

$$\text{Pokazatelj ubrzane likvidnosti (Pul)} = \frac{\text{Tekuća imovina - zalihe}}{\text{Kratkoročne obveze}}$$

<i>Pokazatelj ubrzane likvidnosti “ABC” (Pul K)</i>	$\frac{315,1-101,2}{176,5} = 1,21$
<i>Pokazatelj ubrzane likvidnosti Industrija (Pul I)</i>	$\frac{460,6-136,4}{246,2} = 1,3$

Ovaj pokazatelj bi trebao iznositi 1 ili više, premda ima izuzetaka, ovisno o industriji. Ako je pokazatelj visok, znači da je potrebno unaprijediti upravljanje gotovinom radi smanjenja suviška gotovine, pooštriti kreditnu politiku ili smanjiti kratkotrajnu u korist dugotrajne imovine.

U slučaju “ABC” ovaj pokazatelj se popravio, što se duguje činjenici da je pad udjela kratkotrajne imovine s 35% na 31,4% realiziran padom udjela zaliha s

15% na 10%. Menadžment mora kontrolirati zadovoljavaju li zalihe potrebe proizvodnje proizvodnje/prodaje ili su preniske, pa vode prečestim ili skupim narudžbama/gubitku prodaje. Na temelju promatranih pokazatelja, može se zaključiti da rezultati "ABC"-a ne odstupaju značajnije od industrije, te da "ABC" može kratkotrajnom imovinom udovoljiti kratkotrajnim obvezama. Naravno, ovo vrijedi pod pretpostavkom da kratkotrajna imovina ne uključuje nerealna potraživanja (koja je trebalo otpisati) i/ili nekurentne zalihe.

Pokazatelji menadžmenta imovine koriste se za *ocjenu efikasnosti kojom se upravlja imovinom tvrtke za generiranje date razine prodaje, tj. ocjenu njene poslovne efikasnosti*. Ako tvrtka koristi previše kratkotrajne i dugotrajne imovine, mogla je ostvariti veću profitabilnost da je sredstva vezana u imovini upotrijebila na drugi način. Neefikasna upotreba nameće, naime, dodatne financijske troškove, vodi nižoj profitabilnosti kapitala i može izazvati preuzimanje tvrtke s ciljem restrukturiranja prodaje. Ako je pak razina imovine preniska, povećanjem ulaganja u imovinu moguće je povećati kvalitetu proizvoda ili efikasnost procesa proizvodnje. Temeljni pokazatelji menadžmenta imovine su:

- prosječno razdoblje naplate potraživanja (dani nenaplaćenih potraživanja),
- pokazatelj obrta zaliha,
- pokazatelj obrta dugotrajne imovine,
- pokazatelj obrta ukupne imovine.

Pokazatelj prosječnog razdoblja naplate potraživanja koristi se za procjenu broja dana koji tvrtka mora čekati prije nego dobije gotovinu od prodaje na (trgovački) kredit. On reflektira efikasnost naplate potraživanja, kreditne politike i aktivnosti menadžmenta.

Pokazatelj se računa dijeljenjem potraživanja na kraju razdoblja ili prosjeka u toku godine (početna plus konačna potraživanja podijeljena s dva) s prodajom na kredit, koja je izražena na dnevnoj bazi (dobivena dijeljenjem prodaje ostvarene na kredit s 360). Ako se ne raspolaze podatkom koliko je dio prodaje bio na kredit, uzima se ukupan iznos prodaje.

$$\frac{\text{Razdoblje naplate potraživanja (u danima) (Rnp)}}{\text{Prosječna dnevna (kreditna) prodaja}} =$$

$$\text{Prosječna dnevna kreditna prodaja} = \text{Prodaja na kredit} / 360$$

Razdoblje naplate potraživanja "ABC" (Rnp K)	$\frac{173,5}{\frac{722,1}{360}} = 86$
Razdoblje naplate potraživanja Industrija (Rnp I)	$\frac{256,7}{\frac{923,8}{360}} = 100$

Razdoblje naplate korisno je usporediti sa uvjetima kreditne politike tvrtke. Ako je npr. tvrtka odobrila kreditno razdoblje od 30 dana, znači da kupci ne plaćaju račune na vrijeme. Pogoršanje pokazatelja bez promjene kreditne politike upućuje na potrebu donošenja mjera za ubrzanje naplate.

Razdoblje naplate potraživanja je duže (nepovoljnije) u odnosu na industriju - znači da tvrtka ima više financijskih sredstva uloženi u zalihe po jedinici prodaje što ima svoju cijenu - oportunitetni trošak kapitala - propuštenu kamatu na ulaganje ovih sredstava. Niski pokazatelj može biti jednostavno odraz restriktivne kreditne politike koja ograničava prodaju. Visina ovog pokazatelja ovisi o kreditnom razdoblju koje je tvrtka ponudila kupcima. Ako pokazatelj premašuje uvjete kredita koje je tvrtka ponudila kupcima za više od 50%, to upućuje na probleme u ovoj domeni. Razlozi visokog pokazatelja mogu biti recesija u gospodarstvu ili kriza nelikvidnosti, loša kvaliteta proizvoda, preliberalna kreditna politika, loša politika naplate. Isto tako, moguće je da je pokazatelj pod utjecajem nekoliko potraživanja koja nisu plaćena mjesecima, a koja menadžment ne želi otpisati jer bi to smanjilo profit.

Pokazatelj naplate potraživanja za "ABC" duži je za 12 dana u odnosu na 1995. "ABC" odobrava kupcima poček od 60 dana za domaće tržište i 75 za inozemno. Pogoršanje pokazatelja koincidira s pogoršanjem likvidnosti krize u hrvatskom gospodarstvu, ali i uz ovo pogoršanje, još uvijek je povoljniji od prosjeka za 14 dana. Pod pretpostavkom da "ABC" nema velikih potraživanja koja iskrivljuju sliku na temelju ovog pokazatelja i koja bi trebalo otpisati, "ABC" treba koristiti različite metode ubrzanja naplate potraživanja. "ABC" je već aktivirao restriktivnu kreditnu politiku preferiranjem avansnog plaćanja i obustavom poslovanja s neurednim platišama, što je vjerojatno imalo odraza na skromni rast prihoda u 1998. "ABC" bi trebao pomno analizirati i pratiti kreditni standard i likvidnost svojih kupaca, te stimulirati plaćanje unaprijed.

Alternativni pokazatelj je *pokazatelj obrta potraživanja* koji pokazuje koliko novčanih jedinica prodaje se može ostvariti s jednom kunom uloženom u potraživanja. U slučaju "ABC"-a jedna kuna uložena u potraživanja može generirati 4 kune i 20 lipa prihoda od prodaje.

Pokazatelj obrta potraživanja (Kop) = Prodaja / Potraživanja

<i>Pokazatelj obrta potraživanja "ABC" (Kop K)</i>	$\frac{722,1}{173,5} = 4,20$
<i>Pokazatelj obrta potraživanja Industrija (Kop I)</i>	$\frac{923,8}{256,7} = 3,6$

Pokazatelj obrta zaliha pokazuje efikasnost menadžmenta zaliha. On pokazuje koliko puta godišnje tvrtka okrene (obrne) prosječne zalihe. Niski pokazatelj implicira da tvrtka ima visoke oportunitetne troškove (trošak kapitala uloženog u zalihe, skladišni troškovi, osiguranje, porezi, troškovi kvarenja), tj. neproduktivno koristi sredstva. Niski pokazatelj obično ukazuje i na nekvalitetne (zastarjele pokvaren) zalihe. Moguće je i da tvrtka ima na zalihama dio starih zaliha koje se ne koriste, dok se ostale zalihe dobro obrću, pa bi te zalihe trebalo prodati uz diskont ili ako to nije moguće, treba ih otpisati. Previsoki pokazatelj upućuje, pak, da tvrtka vjerojatno često iscrpljuje zalihe i tako gubi kupce.

Pokazatelj obrta zaliha računa se dijeljenjem prodaje ili troškova prodane robe s prosječnom razinom zaliha u toku godine.

$$\text{Pokazatelj obrta zaliha (Koz)} = \frac{\text{Ukupni prihod}}{\text{Zalihe}}$$

Pokazatelj obrta zaliha "ABC" (Koz K)	$\frac{722,1}{101,2} = 7,1$
Pokazatelj obrta zaliha Industrija (Koz I)	$\frac{823,8}{136,4} = 6,8$

U brojniku bi bilo bolje koristiti trošak prodane robe (zbog precijenjenosti), ali većina financijskih kuća koristi ovakav pokazatelj.

U nazivniku se kao zalihe uzimaju konačne ili prosječne, ovisno o načinu izračuna pokazatelja za industrije, ali referiraju se prosječni podaci.

Pod zaliha "ABC" za 11,4% od 1996. do 1998. (*tablica 10*), odrazio se na poboljšanje koeficijenta zaliha. Dobiveni koeficijent od 7,1 može se objasniti na više načina: svaki element zaliha prodan je i obnovljen (obrnut) 7,1 puta; tvrtka ima na zalihama robe za cca 51 dan prodaje (360/pokazatelj obrta zaliha), ili potrebna je investicija od jedne kune u zalihe za podršku prodaje od 7,1 kuna. Ovaj dobar pokazatelj "ABC" potvrđuje rezultate likvidnosti, i nešto je iznad rezultata prosječnog poduzeća.

Pokazatelj obrta dugotrajne imovine mjeri efikasnost tvrtke u korištenju opreme i postrojenja, povezujući prodaju i dugotrajnu imovinu tvrtke. Kako se ovaj pokazatelj računa dijeljenjem prodaje i dugotrajne imovine u pravilu postrojenja i oprema, viši pokazatelj, je naravno, poželjniji. Niski pokazatelj upućuje na moguće probleme u vezi marketinga, ili upućuje da tvrtka ima novija postrojenja i opremu i/ili neuposlene kapacitete ili investira radi udovoljavanja potreba procijenjene povećane prodaje. Ako tvrtka ima niski pokazatelj obrta dugotrajne imovine zbog neuspjelih kapaciteta, trebala bi

razmotriti prodaju dijela imovine radi nabavke adekvatne (tehnološka razina, novi/inovirani proizvodi) uz rigorozniju kontrolu novih kapitalnih ulaganja, ili, povećanje kratkoročne imovine.

Dioničari su posebno zainteresirani za pokazatelj obrta dugotrajne i ukupne imovine tvrtke. Kod njihovog izračuna treba koristiti neto, i to prosječne vrijednosti za iskazivanje imovine. Kod usporedbe tvrtki različite starosti opreme - različitog životnog ciklusa - zbog podcijenjenosti imovine (povijesni troškovi) precijenjen je obrt kod "zrele" u odnosu na novu tvrtku. Nadalje, ovaj pokazatelj nije primjeren kod tvrtki koje su kapitalno intenzivne ili kod djelatnosti kao što je bankarstvo.

$$\text{Pokazatelj obrta dugotrajne imovine (Kodi)} = \frac{\text{ukupan prihod}}{\text{Prosječna neto dugotrajan imovina}}$$

Pokazatelj obrta dugotrajne imovine "ABC" (Kodi K)	722,1 — 688,6	= 1,1
Pokazatelj obrta dugotrajne imovine Industrija (Kodi I)	923,8 — 35,9	= 1,1

U slučaju "ABC" kao i kod prosječne tvrtke u industriji, pokazatelj kazuje da je potrebno investirati jednu kunu u dugotrajnu imovinu za realizaciju 1,1 kuna prodaje. Viši pokazatelj dakle, znači manje financijskih sredstava za održavanje date razine prodaje. Pokazatelj se izražava kao "puta" ili x.

Pokazatelj obrta ukupne imovine pokazuje relativnu efikasnost tvrtke u korištenju imovine u stvaranju rezultata. Ovaj pokazatelj odražava upravljanje potraživanjima (kroz prosječno vrijeme naplate), zalihama (kroz koeficijent obrtaja), dugotrajnom imovinom (kroz koeficijent obrta dugotrajne imovine). Računa se dijeljenjem prodaje s iznosom ukupne imovine, a pokazatelj se izražava kao "puta" ili x.

$$\text{Pokazatelj obrta ukupne imovine (Koi)} = \frac{\text{Ukupni prihod}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Pokazatelj obrta ukupne imovine "ABC" (Koi K)	722,1 — 1003,7	= 0,7
Pokazatelj obrta ukupne imovine Industrija (Koi I)	933,8 — 1296,5	= 0,7

Pokazatelj "ABC" od 0,7 puta pokazuje da tvrtka ne stvara dovoljan obujam posla uz dana ulaganja u imovinu, što se vjerojatno duguje velikim ulaganjima u dugotrajnu imovinu. Naime, pokazatelj od 0,7 puta znači da tvrtka na jednu kunu uložene imovine ostvaruje 0,7 kuna prodaje (isto vrijedi i za industriju). Stoga se može koristiti za izračun razine ulaganja potrebnih za podršku određene razine prodaje. Primjerice, ako tvrtka planira povećati prodaju za 140.000 kn, morat će povećati imovinu za 200.00 kn ($140.000/0,7$).

Pod dugom se podrazumijevaju izvori financiranja koji se moraju otplatiti, i to na kratak rok (do godinu dana) ili na dugi rok. Postoje dileme da li analiza zaduženosti treba uključiti i kratkoročni dug. Glavnina teoretičara ipak zastupa stav da ga treba uključiti, što posebno vrijedi kod nas, jer se i na kratkoročne kredite banaka plaća kamata (ne koristi se kompenzacijski saldo).

Upotreba duga u financiranju (financijska poluga) ima važne posljedice za vlasnike i kreditore:

1. Uz manja ulaganja vlasnici zadržavaju kontrolu nad tvrtkom;
2. Kreditori su svjesni da je njihova suglasnost veća što je veći udio sredstava koji su osiguranici vlasnici;
3. Dobit na vlastiti kapital tvrtke raste ako je stopa povrata ostvarena ulaganjem posuđenih sredstava veća od (fiksne) naknade za ta sredstva.

Pokazatelj zaduženosti koriste se za procjenu financijskog rizika tvrtke. U analizi menadžmenta duga važne su dvije vrste pokazatelja zaduženosti (financijske poluge):

1. *Pokazatelj na temelju stavljanja u omjer računa bilance* radi utvrđivanja razmjera u kojem se imovina financirala posuđenim sredstvima;
2. *Pokazatelji na temelju računa dobitka i gubitka* radi utvrđivanja koliko su puta fiksne naknade pokrivene dobitkom.

Najčešći pokazatelj menadžmenta duga su:

- *pokazatelj ukupnog duga prema ukupnoj imovini,*
- *pokazatelj pokrića kamata,*
- *pokazatelj pokrića fiksnih naknada.*

Pokazatelj zaduženosti pokazuje koliki udio sredstava su osigurali vjerovnici (kreditori). Dakle, daje informaciju o tome kontrolira li društvo svoje dugove, što je važno i za vjerovnike, ali i za dioničare zbog potencijalnog problema bankrota tvrtke (ako ne budu u stanju podmiriti preuzete obveze).

$$\text{Pokazatelj zaduženosti (D/A)} = \frac{\text{Ukupni dug}}{\text{Ukupna imovina}}$$

<i>Pokazatelj zaduženosti "ABC" (D/A K)</i>	$\frac{414,0}{1003,7} = 0,4 = 40\%$
<i>Pokazatelj zaduženosti Industrija (D/A I)</i>	$\frac{573,9}{1296,5} = 0,4 = 40\%$

Pokazatelj zaduženosti računa se dijeljenjem ukupnih obveza (dugoročnog duga i kratkoročnih obveza) s trajnim kapitalom (dioničkom glavnicom). Viši pokazatelj znači da je tvrtka rizičnija, da mora plaćati veće troškove kamata. Ako je više zadužena u odnosu na industriju, znači da ima veću vjerojatnost zapadanja u financijske neprilike. Ovaj pokazatelj se izražava u postotku. Dakle, u slučaju "ABC", tvrtka je 40% imovine financirala iz tuđih izvora, što vrijedi i za prosječnu tvrtku. Iz ovog pokazatelja oduzimanjem njegove vrijednosti (izražene kao decimalni broj) od 1 dobija se pokazatelj samofinanciranja (trajnog kapitala). Dakle: $1 - 0,4 = 0,6$ ili 60% je udio vlastitog kapitala u ukupnim izvorima financiranja.

Analiza trenda (*tablica 10* ukazuje na udvostručenje zaduženosti. Kako je, međutim, "ABC" imao nisku stopu zaduženosti, povećanje duga i to prvenstveno dugoročnim zaduživanjem (koje je uvećano cca četiri puta), nije dovelo do visoke zaduženosti. Pod pretpostavkom da "ABC" osigura zadovoljavajuće generiranje gotovine iz poslovanja realizirajući projekte čija stopa povrata nadmašuje trošak zaduživanja, tvrtka će biti u stanju uredno podmirivati preuzete obveze uvećavajući bogatstvo dioničara.

Obzirom na zaduženost prosječne tvrtke u industriji, za očekivati je da tvrtka neće koristiti dodatni dug bez povećanja vlastitog kapitala. Ovaj pokazatelj je usko vezan s pokazateljem financiranja - omjerom duga i vlastitog kapitala (D/E). Veći pokazatelj od industrije značio bi da će tvrtka imati i veći trošak trajnog kapitala i manju sposobnost zaduživanja financijske stabilnosti u razdobljima recesije.

Pokazatelj pokrića kamata pokazuje razmjer u kojem poslovni dobitak može pasti, a da se ne dovede u pitanje plaćanje kamata. On se računa dijeljenjem dobitka iz poslovanja (EBIT - dobitak prije poreza uvećan za troškove kamata) i troškove kamata. Naime, kod ovog pokazatelja kao sredstva koja se mogu upotrijebiti za podmirenje godišnjeg troška kamata uzima se dobitak prije poreza i kamata (EBIT), jer su kamate neoporezivi trošak (tj. na njihovo plaćanje ne utječe porez), odnosno ukupan EBIT je raspoloživ za plaćanje kamata.

$$\text{Pokazatelj pokrića kamata (TIE)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{trošak kamata}}$$

<i>Pokazatelj pokrića kamata "ABC" (TIE K)</i>	$\frac{19,4}{2,4} = 8,1 \text{ puta}$
<i>Pokazatelj bruto profitne marže Industrija (Pbpm I)</i>	$\frac{49,2}{24,8} = 2,0 \text{ puta}$

Bolji pokazatelj u odnosu na industriju ukazuje na veću maržu sigurnosti za vjerovnike - u skladu je sa zaključkom izvedenim na temelju pokazatelja zaduženosti koji je u prihvatljivom intervalu. Što je pokazatelj TIE viši, to je veća sigurnost vjerovnika. Međutim, viši pokazatelj može značiti i da nije dovoljno iskorištena financijska poluga. Pokazatelj se izražava u jedinicama puta, tj. trošak kamata je pokriven 8,1 puta. Obično se smatra zadovoljavajućim pokazateljem koji višestruko nadilazi jedinicu, zbog činjenice da EBIT fluktuiira iz godine u godinu. Kako je EBIT računovodstvena kategorija koja se može razlikovati od tijeka gotovine, primjereniji bi bio pokazatelj gotovinskog pokrića koji se dobiva dijeljenjem EBIT-a uvećanog za iznos amortizacije s troškom kamata.

Pokazatelj pokrića kamata za "ABC" udvostručen je u razdoblju 1995. - 1998. unatoč udvostručenju poluge u istom razdoblju. Razlog popravljaju pokazatelja leži u velikom padu kamata, što upućuje na pristup povoljnijim izvorima financiranja.

Pokazatelji profitabilnosti izražavaju snagu zarade tvrtke, odnosno pokazuju ukupni efekt likvidnosti, upravljanja imovinom i dugom na mogućnost ostvarenja profita. *Profitabilnost se može mjeriti u odnosu na obujam prodaje* (bruto i neto profitna marža) i u *odnosu na ulaganja* (profitabilnost imovine i profitabilnost vlastitog kapitala, a izražava se u postotku. Niska profitabilnost ukazuje na propast tvrtke u budućnosti.

Najčešće korišteni pokazatelji profitabilnosti su:

- *bruto profitna marža,*
- *neto profitna marža,*
- *temeljna snaga zarade,*
- *povrat na ukupnu imovinu/investicije (ROA ili ROI),*
- *povrat na vlastiti kapital/dioničku glavnici (ROE).*

Bruto profitna marža računa se dijeljenjem prihoda od prodaje umanjenih za trošak prodane robe s prihodima od prodaje. Stoga ovaj pokazatelj odražava kako politiku cijena koju tvrtka provodi, tako i efikasnosti proizvodnje, odnosno kontrolu troškova. Nizak pokazatelj može značiti da se tvrtka opredijelila za povećanje profitabilnosti povećanjem obujma (pa će imati i visok obrt imovine i zaliha).

Za ovaj pokazatelj trebamo raspolagati s informacijom o tome koliki je trošak prodane robe. Ako se ne objavljuje u prikazu računa dobiti i dobitka, treba

ga dobiti iz računovodstvenih informacija tvrtke. Troškovi za "ABC" su 434,1 mil. kn, a za industriju 429,2 mil. kn.

$$\text{Bruto profitna marža (Pbpm)} = \frac{\text{Prodaja} - \text{Trošak prodane robe}}{\text{Prodaja}}$$

Pokazatelj bruto profitne marže "ABC" (Pbpm K)	$\frac{722,1 - 434,1}{722,1} = 0,4$
Pokazatelj bruto profitne marže Industrija (Pbpm I)	$\frac{923,8 - 429,2}{923,8} = 0,54$

Visoki pokazatelj može značiti da tvrtka želi visokom maržom ostvariti visoki profit po jedinici prodaje, žrtvujući obujam prodaje. Ako se visoka marža ostvaruje visokim cijenama, konkurentnost tvrtke može doći u pitanje, posebno ako nema specijalan položaj na tržištu (oligopolistički, monopolski, price leader).

Neto profitna marža pokazuje kako menadžment kontrolira troškove, rashode i prihode, pa se koristi kao pokazatelj efikasnosti menadžmenta. Računa se dijeljenjem neto dobitka, umanjenog za eventualne dividende na prioritetne dionice, sa prihodima od prodaje.

$$\text{Pokazatelj neto profitne marže (Ppm)} = \frac{\text{Neto dobitak-Dividende prioritetnih dioničara}}{\text{Ukupni prihod}}$$

Pokazatelj neto profitne marže "ABC" (Ppm K)	$\frac{16,5}{722,1} \times 100 = 2,3\%$
Pokazatelj neto profitne marže Industrija (Ppm I)	$\frac{23,9}{23,8} \times 100 = 2,6\%$

Neto profitna marža mjeri kolika se stopa neto dobitka ostvaruje za dioničare na jednu kunu prodaje.

Niska neto profitna marža rezultat:

1. relativno niska cijena (kao odraz konkurentne pozicije tvrtke u industriji)
i/ili
2. relativno visokih troškova u odnosu na ostvarenu prodaju.

"ABC" ostvaruje cca 2% neto dobitka na jednu kunu ostvarene prodaje. Analiza trenda neto profitne marže otkriva da se nakon rasta u 1996. i 1997., neto dobitak vraća na razinu iz bazne godine, ostvarujući 88,7% dobitka iz 1996. godine. Niska i opadajuća profitna neto marža (niža industrija) upućuje na borbu

za zadržavanje udjela na domaćem tržištu u uvjetima pojačane strane konkurencije sniženjem cijena/zadržavanjem postojećih cijena proizvoda. Osim relativno niskim cijenama, niska profitna marža može se objasniti i visokim udjelom troškova u ukupnom prihodu.

Pokazatelji temeljne snage zarade dobar je pokazatelj za usporednu analizu u slučaju kada postoje razlike u stupnju financijske poluge.

Računa se dijeljenjem EBIT-a s ukupnom imovinom tvrtke:

$$\text{Temeljna snaga zarade (Tsz)} = \frac{\text{EBIT}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Pokazatelj temeljna snaga zarade "ABC" (Tsz K)	$\frac{19,41}{1003,7} \times 100 = 1,9\%$
Pokazatelj temeljna snaga zarade Industrija (Ppm I)	$\frac{49,1}{1296,5} \times 100 = 3,8\%$

Kako veliki rast ukupne imovine u "ABC"-u nije bio praćen odgovarajućim rastom EBIT-a, snaga zarade je opala za 3,3 u 1996. na 1,9 u 1998. Racionalizacija proizvodnje na osnovu investicija poduzetih u 1998.godine, primjena programa kontrole troškova i veći obrt ukupne imovine na bazi povećanog obujma prodaje trebali bi osigurati u budućnosti veću snagu zarade "ABC"-a.

Pokazatelj povrata na imovinu (ROA) pokazuje sposobnost tvrtke da korištenjem raspoložive imovine ostvari dobit, odnosno predstavlja također mjeru snage zarade tvrtke. Računa se dijeljenjem neto dobitka umanjenog za dividende prioritetnih dioničara s ukupnom imovinom, tj. pokazuje koliko je lipa tvrtka zaradila na svaku kunu imovine. Usporedbom ove stope s kamatnom stopom može se zaključiti isplatu li se tvrtki zaduživati, jer je razlika između ROA i kamatne stope financijska korist od zaduživanja koja pripada dioničarima.

$$\text{Povrat na ukupnu imovinu (ROA)} = \frac{\text{Neto dobitak.dividende prior. dioničara}}{\text{Ukupna imovina}}$$

Pokazatelj povrata na imovinu "ABC" (ROA K)	$\frac{16,5}{1003,7} \times 100 = 1,6\%$
Pokazatelj tekuće likvidnosti Industrija (ROA I)	$\frac{23,9}{1296,5} \times 100 = 1,8\%$

“ABC” pokazatelj ne odstupa znatnije naniže u odnosu na prosjek industrije. Na svaku kunu korištene imovine, “ABC” je ostvario 1,6 lipa dok isti pokazatelj za 1996. godinu iznosi 2,5. Niski pokazatelj može se objasniti stagnantnom prodajom i niskom snagom zarade. Kako povrat na imovinu uključuje povrat svim investitorima u tvrtku - dakle i vjerovnicima, adekvatnija mjera povrata na ukupnu imovinu bio bi pokazatelj koji u brojniku uključuje i kamate koje predstavljaju povrat vjerovnicima na imovinu koji su investirali u tvrtku.

Pokazatelj povrata na vlastiti kapital pokazuje snagu zarade u odnosu na ulaganja dioničara (izražena prema knjigovodstvenoj vrijednosti), a računa se dijeljenjem neto dobitka umanjenog za dividende prioritetnih dioničara s vlastitim kapitalom - običnom dioničkom glavnicom. Kako je osnovni cilj poslovanja tvrtke povećanje vrijednosti za dioničare, ovaj pokazatelj je najbolja pojedinačna mjera uspješnosti tvrtke u ispunjenju tog cilja.

$$\text{Povrat na vlastiti kapital (ROE)} = \frac{\text{Neto dobitak nakon prior. dividendi}}{\text{Trajni kapital}}$$

Pokazatelj povrata na vlastiti kapital “ABC” (ROA K)	$\frac{16,4}{589,7} \times 100 = 2,8\%$
Pokazatelj povrata na vlastiti kapital Industrija (ROE I)	$\frac{23,9}{772,6} \times 100 = 3,0\%$

Slično pokazatelju ROA, i ROE “ABC”-a zaostaje za industrijom. Analiza trenda pokazuje da je ROE “ABC”-a manje opao u odnosu na baznu godinu (za 15%) nego ROA (koji je zabilježio pad od 36%), što se može zahvaliti većoj upotrebi poluge. Pad ROE može se pripisati recesiji i pojačanoj uvoznoj konkurenciji, što je preko nižih cijena umanjilo profitabilnosti vlastitog kapitala (i još više ukupnog). Za razliku od do sada razmatranih pokazatelja, koji su uglavnom pod kontrolom menadžmenta, **pokazatelji financijskih tržišta** odraz su stavova investitora od performansama i perspektivi tvrtke. Ovi pokazatelji računaju se usporedbom podataka iz financijskih izvješća i vrijednosti koju dionicama tvrtke dodjeljuju tržišta vrijednosnica. Ako su ostali pokazatelji tvrtke na zadovoljavajućoj razini, i cijena dionica (a time i vrijednosti cijele tvrtke) će biti visoka, i obrnuto.

Pokazatelji tržišne vrijednosti s širokom upotrebom su:

- *pokazatelj cijena /zarada,*
- *pokazatelj tržišna/knjigovodstvena vrijednost,*
- *stopa isplate dividendi,*
- *povrat od dividendi.*

Pokazatelj cijena/zarada (P/E) pokazuje koliko su investitori voljni platiti za 1 kunu zarade tvrtke (izvještajnog dobitka). Računa se dijeljenjem tržišne cijene dionice sa zaradom po dionici (EPS). EPS se računa na temelju zadnjih izvješća dobitka i gubitka dijeljenjem neto dobitka umanjenog za eventualne prioritetne dionice s brojem dionica u prometu (glavnih dionica) i izražava u jedinicama “puta”.

$$\text{Pokazatelj P/E} = \frac{\text{Tržišna cijena dionice}}{\text{Neto dobitak nakon prior.divid.po običnoj dionici}}$$

gdje je :

$$\frac{\text{Neto dobitak nakon prioritetnih dividendi po običnoj dionici (EPS)}}{\text{Neto dobitak nakon prioritetnih dionica}} = \frac{\text{Neto dobitak nakon prioritetnih dionica}}{\text{Broj običnih dionica u prometu}}$$

Tržišna cijena “ABC” dionica u 12 mjesecu 1998. iznosila je 60 kn. ABC je imao 1 357 690 emitiranih dionica, od čega je 17 900 trezorskih. Dakle, u prometu je bilo 1 339 790 običnih dionica.

<i>Pokazatelj cijena/zarada “ABC” (P/E K)</i>	60		60	
	16435599	=	12,3	= 4,9 puta
	1339790			

“ABC” dionice uz zaradu po dionici (EPS) od 12,3 kn i pokazatelj cijena zarada (P/E) od 4,9 prodavale su se po cijeni od 60 kn (4,9 puta EPS), što odražava uobičajene razine za većinu hrvatskih dionica (*tablica 14*). Što je pokazatelj viši, na kunu zarade veće je bogatstvo dioničara. Pokazatelj je viši za tvrtke s dobrom perspektivom, a niži za rizičnije tvrtke. Ako tvrtka ostvaruje gubitak ili mali profit ovaj pokazatelj nema ekonomskog smisla, jer visoki P/E je u tom slučaju izraz financijskih poteškoća.

Uz pretpostavku da nema velikih varijacija u zaradama ili promjene računovodstvenih politika, postoji inverzna povezanost između P/E pokazatelja i troška trajnog kapitala tvrtke. Dakle, niži pokazatelj ukazuje da je trošak trajnog kapitala visok ili drugim riječima, da je stopa povrata za investitore u takve dionice (uzimajući u obzir ukupnu zaradu) visoka, što onda znači da su dionice podcijenjene.

Tržišni pokazatelji odabranih hrvatskih industrijskih poduzeća (1998.)

Tablica 14.

Poduzeće	Tržišna kapitalizacija (mil.kn)	Cijena/zarada po dionici (P/E)	Tržišna/knjigovodstvena vrijednost (M/B)
Pliva	11 822,5	18,3	3,28
Podravka	432,5	6,4	0,23
Viktor Lenac	68	6,9	1,42
Kraš	84,2	4,9	0,14
Ericsson Tesla	106,5	2,9	0,16
Karlovačka pivovara	194,3	3,6	0,42
Tvornica duhana Zagreb	422,3	0,71	0,88

Izvor: Bošković.R. (1999.) i vlastiti proračuni.

Objašnjenje se može naći u visokoj percepciji rizika investitora koji se, pak, može objasniti rizikom zemlje, odnosno segmentacijom koja važi za hrvatsko financijsko tržište. Naime, cijene dionice ne odražavaju razinu koje bi imale na međunarodnom tržištu. U prilog tome ide razina P/E pokazatelja za Plivu od 18.3 koja je svoje dionice paralelno emitirala i na stranom tržištu (međunarodnom segmentu Londonske burze). Što je niža nominalna nerizična stopa na financijskom tržištu i premija za rizik date dionice, viši je P/E pokazatelj. Dakle, P/E može privremeno pasti i zbog rasta ove kamatne stope, tj. neovisno o performansama tvrtke. Nadalje, visoki P/E može biti rezultat očekivanih investicija s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću

Ovaj pokazatelj pokazuje kako investitori procjenjuju tvrtku, odnosno njene dionice. **Pokazatelj tržišna/knjigovodstvena vrijednost** računa se dijeljenjem tržišne cijene po dionici s knjigovodstvenom vrijednošću po dionici. Knjigovodstvena vrijednost je vrijednost vlastitog kapitala (dioničke glavnice) koja se dobija nakon odbitka dugova od ukupne imovine tvrtke a knjigovodstvena vrijednost po dionici iz odnosa obične dioničke glavnice i broja dionica u prometu). Ako su računovodstvene procedure tvrtki u industriji slične, kao i struktura dugotrajne imovine obzirom na starost, slijedi da viši pokazatelj imaju tvrtke s višom stopom ROE (povrat na vlastiti kapital). Što je viši ROE, viša je tržišna cijena po dionici.

$$\text{Pokazatelj tržišna/knjigovodstvena vrijednost (M/B)} = \frac{\text{Tržišna cijena po dionici}}{\text{Knjigovodstvena vrijednost po dionici}}$$

gdje je:

$$\text{Knjigovodstvena vrijednost po dionici} = \frac{\text{Obična dion. glavnica}}{\text{Broj ob. dionica u prometu}}$$

Pokazatelj tržišna/knjigovodstvena "vrijednost ABC" (M/B K)	$\frac{60}{440} = 0,14 \text{ puta}$
---	--------------------------------------

Pokazatelj se, ovisno o uspješnosti tvrtke, u tržišnim gospodarstvima kreće između 0,5 do 3,0 puta. Ako tvrtka ima investicijske projekte s nultom neto sadašnjom vrijednošću, pokazatelj tržišna/knjigovodstvena vrijednost će iznositi 1, a za one s projektima koji imaju negativnu neto sadašnju vrijednost bit će ispod jedan (prodavat će se "ispod knjigovodstvene vrijednosti") i povrat na investiciju neće pokrivati tržišnu stopu povrata. U slučaju "ABC" pokazatelj P/E i M/B pod utjecajem su stanja i perspektive tvrtke, ali i pod velikim utjecajem stanja na tržištu dionica uključujući i prosječni P/E na Zagrebačkoj burzi.

Tablica 15. Kretanje osnovnih pokazatelja "ABC" u razdoblju 1994-98

	1998.	1997.	1996.	1995.
<i>Ptl</i>	1,8	2,0	1,9	1,8
<i>Pul</i>	1,2	1,3	1,1	1,1
<i>Rnp</i>	86	85	75	74
<i>Kop</i>	4,2	4,3	48	4,9
<i>Koz</i>	7,1	6,8	5,9	6,5
<i>Kodi</i>	1,1	1,3	1,5	1,4
<i>Koi</i>	0,7	0,9	0,9	0,9
<i>D/A</i>	0,4	0,3	0,2	0,2
<i>TIE</i>	8,1	5,1	4,3	4,8
<i>Ppm</i>	2,3	3,2	2,8	2,3
<i>Tsz</i>	1,9	3,4	3,3	2,7
<i>ROA</i>	1,6	2,7	2,5	2,1
<i>ROE</i>	2,8	3,9	3,3	2,6

Legenda:

Ptl=pokazatelj tekuće likvidnosti;
Pul=pokazatelj ukupne likvidnosti;
Rnp=razdoblje naplate potraživanja;
Kop=pokazatelj obrta potraživanja;
Koz=pokazatelj obrta zaliha;
Kodi=pokazatelj obrta dugotrajne imovine;

Koi=pokazatelj obrta ukupne imovine;
D/A=pokazatelj zaduženosti;
TIE=pokazatelj pokrića kamata;
Ppm=neto profitna marža;
Tsz=temeljna snaga zarade;
ROA=povrat na ukupnu imovinu;
ROE=povrat na vlastiti kapital;

Na temelju komparativne analize i analize trenda, analizom bilanci i računa dobitka i gubitka (trendnih i strukturnih), te analizom putem pokazatelja (pojedinačni, komparacija s povijesnim podacima "ABC"-a i tekućim podacima industrije) može se zaključiti da je likvidnosna situacija "ABC" pogoršana u odnosu na baznu godinu, ali još uvijek zadovoljavajuća. Upravljanje imovinom ukazuje na pogoršanje efikasnosti upravljanja imovinom. Posebnu pažnju će trebati posvetiti ubrzanju naplate potraživanja i kontroli adekvatnosti zaliha za potrebe planiranog povećanja obujma prodaje. Upravljanje zaduženošću pokazuje da je korištenje duga povećalo bogatstvo dioničara i da je tvrtka u stanju servisirati svoje dugoročno preuzete obveze pod uvjetom normalnih pretpostavki u gospodarstvu/tvrtki.

Poduzeta značajna ulaganja u postrojenja i poslovne objekte u zadnje dvije godine, napose 1998. godine, u recesivnom okružju i situacija problematiziranja likvidnosti u gospodarstvu imali su za posljedicu pogoršanje pokazatelja upravljanja imovinom te pokazatelja profitabilnosti. Efikasno upravljanje imovinom zahtijevat će povećanje obujma prodaje, što će pak zahtijevati efikasnu realizaciju poduzetih investicijskih projekata, kao i daljnju ponudu novih/inoviranih proizvoda. Povećanje profitabilnosti tražit će kontrolu i sniženje troškova, povećanje udjela u proizvodnom asortimanu postojećih ili unaprijeđenih visoko profitabilnih proizvoda, te marketinške projekte.

Rezimirajući "ABC" je ulaganjem u dugotrajnu imovinu, nove proizvode, marketinške projekte, obrazovanje menadžera i zaposlenika zakoračilo u složenu i zahtjevnu tržišnu utakmicu borbe za mjesto pod suncem na svjetskom tržištu. Mjere vlade za restrukturiranje gospodarstva i rješavanje nagomilanih problema, uključujući nelikvidnost i sniženje doprinosa na plaće, u kombinaciji s vlastitim programom sniženja troškova, upućuju na dobru perspektivu ove tvrtke. Nastavak dosljedne politike restrukturiranja, inoviranja i upravljanja ljudskim resursima (HRM), trebali bi dovesti do unapređenja tržišne i financijske situacije i rasta cijene dionica "ABC"-a.

Du Pont analiza (sustav pokazatelja) omogućuje menadžerima ocjenu performansi tvrtke u terminima povrata na ulaganje. Analiza se može vršiti u obliku analize ROA i ROE analize (Koen, 1995.). Osnovna du Pont jednadžba izražava povrat na imovinu kao rezultat profitne marže i obrta ukupne imovine.

$$\text{Osnova Du Point jednadžba (ROA)} = \frac{\text{neto dobitak}}{\text{prodaja}} \times \frac{\text{prodaja}}{\text{ukupna imovina}}$$

Osnova Du Pont "jednadžba "ABC (ROA K)	$\frac{16,4}{722,1} \times \frac{722,1}{1003,7} = 2,3 \times 0,7 = 1,61$
---	--

<i>Osnova Du Pont (jednadžba Industrija ROA I)</i>	$\frac{23,9}{923,8} \times \frac{923,8}{1296,5} = 3,0 \times 0,7 = 2,1$
--	---

Komparacija du Pont jednadžbe za tvrtku i industriju daje ideju menadžmentu o tome koja su kritična područja za povećanje povrata na imovinu.

Primjerice, ako je povrat na imovinu znatno niži od prosjeka, i to zahvaljujući niskom obrtu imovine, potrebno je utvrditi je li razlog tome slaba marketinška aktivnosti i time prodaja, i/ili je uzrok u nekurentnim zalihama i/ili suvišnim kapacitetima. U slučaju ABC profitabilnost prodaje je ispod prosjeka, što upozorava na potrebu kontrole troškova, kojima se duguje činjenica da je neto dobitak pao u odnosu na prethodnu godinu, unatoč rastu prihoda od prodaje. Proširena du Pont jednadžba pokazuje kako kombinacija profitne marže, obrta imovine i financijske poluge determinira stopu povrata na vlastiti kapital, potvrđujući međuzavisnost pokazatelja. Ona predstavlja važno sredstvo analize za menadžere jer pokazuje da se povrat na vlastiti kapital može povećati povećanjem povrata na imovinu (povećanjem profitne marže i sniženjem imovine u odnosu na prodaju) i povećanjem financijske poluge.

Proširena du Pont jednadžba glasi :

$$ROE = \frac{\text{neto dobitak}}{\text{prihodi od prodaje}} \times \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{ukupna imovina}} \times \frac{\text{ukupna imovina}}{\text{dionička glavica}}$$

tj.

$$ROE = \text{profitna marža} \times \text{obrt ukupne imovine} \times \text{multiplikator dioničke glavnice},$$

tj.

$$ROE = ROA \times \text{multiplikator dioničke glavnice}$$

Multiplikator dioničke glavnice množi se s ROA i tako dobiva pokazatelj ROE. Ovaj multiplikator odražava stupanj korištenja financijske poluge.

Ako tvrtka od 100 kuna imovine 33 financira iz vlastitih izvora, to znači da multiplikator dioničke glavnice iznosi 3 (100:33), te da će zbog upotrebe financijske poluge ROE biti tri puta viši od ROA, u slučaju poslovanja s dobitkom, ali isto tako i tri puta niži od ROA, u slučaju poslovanja s gubitkom. Na primjeru ABC ovaj multiplikator iznosi 1,67.

Proširena du Pont jednadžba za ABC glasi : $ROE = 1,6 \times 1,67 = 2,7$

Proširena du Pont jednadžba za ABC je neznatno niža od ROE izračunate jednadžbom - 2,7 što se može objasniti zaokruživanjem.

1.3.2.3. Interpretacija rezultata analize putem pokazatelja

U financijskoj analizi svrha je procijeniti trenutno stanje i perspektivu tvrtke. Zbog toga se događaji procjenjuju s aspekta njihovog mogućeg negativnog utjecaja na buduće stanje tvrtke. Dakle, u analizi je potrebno postavljati kritična pitanja i tražiti moguće probleme.

Problemi koji se javljaju kod usporedbe pokazatelja tvrtke s pokazateljima za industriju proizlaze iz:

- *kvalitete baze koja se uzima kao standard,*
- *veličine tvrtke,*
- *stupnja diversifikacije poslovanja,*
- *strategije koju tvrtka slijedi .*

Ako su rezultati u industriji ispod zadovoljavajućih, ne znači da razina pokazatelja tvrtke na razini industrijskog prosjeka upućuje na dobre rezultate i perspektivu tvrtke. Uz to, poduzeće može imati dobre relativne rezultate u takvim uvjetima da originalni iznosi iz izvješća upućuju na dramatične probleme s kojima se tvrtka susreće. U takvom slučaju, analiza putem pokazatelja ne samo da je suvišna, nego može zamagliti stvarno stanje promatranog poduzeća. Dakle, pretpostavka za kvalitetnu analizu na bazi usporedbe s prosjekom industrije je da je industrija efikasna i ujedno prosperitetna.

Pokazatelji za industriju mogu predstavljati dobre standardne vrijednosti pod pretpostavkom da ciljevi i uvjeti tvrtke odgovaraju ciljevima i uvjetima industrije, te da industriju čine tvrtke koje imaju dobar menadžment i koje su uspješne.

Poduzeća se mogu značajno razlikovati u veličini, pa bi u takvim slučajevima bilo uputno poduzeća iz industrije svrstati u podgrupe prema kriteriju veličine, te pokazatelje poduzeća usporediti s prosjekom podgrupe kojoj pripada.

Za tvrtke koje posluju u više industrija, u pravilu velike tvrtke, trebalo bi računati grupe pokazatelja za poslovanje odjeljaka koji djeluju u različitim industrijama, s čijim bi se onda prosjecima mogli i uspoređivati.

Nadalje, problem može proizići iz činjenice što se financijska izvješća temelje na dobitku koji se može značajno razlikovati od gotovinskog tijela, koji je baza za podmirivanje obveza tvrtke. Moguće je i da menadžment koristi računovodstvene procedure s namjerom uljepšanja izvješća radi izgladivanja profita (ubrzanje/ usporenje prihoda i troškova).

Vrijednost financijskih pokazatelja ne mogu same po sebi predstavljati dovoljnu bazu za donošenje kvalificiranih ocjena o tekućoj poziciji i prosperitetu

kompanije. Za donošenje ocjene potrebno je pokazatelje procjenjivati u svjetlu njihove međuzavisnosti, što stvara uvjete za objašnjenje znače li ispod prosječne vrijednosti pojedinih pokazatelja ugroženu primjerice likvidnost ili su, pak, rezultat menadžerskih odluka kojima je cilj povećanje profitabilnosti vlastitog kapitala.

Prognoza budućih performansi i time financijskih pokazatelja tvrtke traži poznavanje mikro i makro uvjeta tvrtke i njenih planova (proizvodni, marketinški i financijski). To znači da će prognoza financijskih pokazatelja zahtijevati da prognozer procijeni pružaju li uvjeti u gospodarstvu i industriji, kvaliteta menadžmenta i drugi potencijal poduzeća (organizacijski, ljudski potencijal) garanciju da će se donijeti planovi i ostvariti.

Pokazatelji profitabilnosti trebaju održavati povrat koji u sebi sadrži odgovarajuću naknadu za rizik inherentan poslovnim, financijskim i investicijskim aktivnostima tvrtke. Razina rizičnosti tvrtke izražena je pokazateljima likvidnosti i zaduženosti. Primjerice, za tvrtku koja proizvodi proizvode veće rizičnosti u odnosu na proizvode drugih tvrtki u industriji, primjereni su iznadprosječni pokazatelji profitabilnosti i pokrića kamata, te niži pokazatelji zaduženosti. Pokazatelji obrta zaliha i pokazatelji poslovanja trebaju biti takvi da ukazuju da tvrtka ostvaruje dobre rezultate u rastu prodaje i minimiziranju troškova za danu razinu i kvalitetu proizvodnje.

Pri ocjeni pokazatelja treba biti obazriv, imajući u vidu uvijek globalnu sliku. Primjerice, niski pokazatelj likvidnosti ne znači da tvrtka neće biti u stanju podmiriti svoje obveze. Ako ima rezervni kapacitet zaduživanja (nije se previše zadužila i ima zadovoljavajući pokazatelj pokrića kamata), te ima dobru profitabilnost i visoki omjer dugotrajne imovine, znači da može uzeti dugoročni kredit za otplatu kratkoročnog ili pak prodati imovinu. Isto tako, niska neto profitna marža ne znači da će tvrtka imati nisku stopu povrata na vlastiti kapital (ROE). Primjerice, ako tvrtka na bazi sniženja prodajnih cijena (čime snižava profitnu maržu) provodi politiku ekspanzije prodaje, preko visokog obrta ukupne imovine može ostvariti visoki povrat na vlastiti kapital.

ČETVRTI DIO

1. OBRтна SREDSTVA KAO DIO POSLOVNIH SREDSTAVA

Obrtna sredstva jesu dio ukupnih poslovnih sredstava. Tu ulaze u prvom redu **sirovine i drugi materijal** namijenjen proizvodnoj potrošnji ("**predmeti rada**"). U obrtna sredstva naših poduzeća ubrajaju se i sredstva za rad - manje vrijednosti ili kraćeg vijeka trajanja.¹ **U obrtna sredstva ulaze i vrijednosti utrošene u proizvodnju koja još nije dovršena, zatim poluproizvodi i gotovi proizvodi, trgovinska roba, potraživanja od kupaca i drugih dužnika i novčana sredstva** namijenjena za pribavljanje spomenutih materijalnih sredstava i isplate akontacionih iznosa dobiti.

Obrtna sredstva najčešće se definiraju kao dio poslovnih sredstava koja se u pravilu jednokratnim ulaganjem utroše u proizvodnom procesu i u drugim poslovnim procesima. Iako nije sasvim potpuna (ne obuhvaća sva obrtna sredstva), ipak nam se čini da je ta definicija obrtnih sredstava prihvatljiva jer ukazuje na jedno od njihovih bitnih svojstava, na jednokratno trošenje u poslovnim procesima.² Kao izvjesna dopuna toj definiciji može poslužiti definicija po kojoj se kao kriterij podjele poslovnih sredstava na osnovna i na obrtna sredstva uzima koeficijent obrtaja.³ U smislu te definicije pod obrtnim se sredstvima razumijeva onaj dio poslovnih sredstava koja imaju godišnji koeficijent obrtaja veći od 1 (jedan). To bi značilo da se vrijednost tih sredstava u toku godine obrne najmanje jednom (u stvari da prođe kroz sve faze kružnog kretanja vrijednosti). Na taj način ova definicija ukazuje na drugo bitno svojstvo obrtnih sredstava - na brzo obrtanje njihove vrijednosti.

Ni jedna ni druga definicija nisu sveobuhvatne. Međutim, sveobuhvatnu definiciju obrtnih sredstava ne može ni dati zbog njihova heterogenog sastava (u obrtna sredstva ulaze predmeti rada, dio sredstava za rad, novčana sredstva, prelazni oblici, itd) . **Zato možemo reći da pod obrtnim sredstvima treba razumijevati poslovna sredstva koja se jednokratnim upotrebama troše u**

¹ U obrtna sredstva ulaze i ona oruđa za rad čiji je vijek trajanja kraći od jedne godine ili čija je nabavna vrijednost niža od 1.000,00 kn.

² "Za obrtna sredstva je zaista karakteristična činjenica da privredna organizacija pojedine njihove pojavne oblike ne pribavlja s ciljem da ih trajno upotrebljava, nego zato da ih što prije utroši (odnosno u nekim slučajevima proda), i to sa svrhom da dobije , zahvaljujući njihovu trošenju, odnosno prodaji, obrtna sredstva nekog drugog pojavnog oblika ". (Šimun Babić, Uvod u ekonomiku poduzeća, izd. Školska knjiga, Zagreb, 1967, str.117).

³ "Različito kružno kretanje vrijednosti osnovnih i obrtnih sredstava, kao kriterijum za njihovo razgraničenje, sa praktičke točke gledišta javlja se u koeficientu obrtaja od 1. Sredstva koja imaju koeficijent obrtanja manji od 1, odnosno vremensko trajanje jednog obrta duže od godinu dana smatraju se osnovnim sredstvima. Sredstva koja imaju koeficijent obrtanja veći od 1, odnosno vremensko trajanje jednog obrta kraće od godinu dana, smatraju se obrtnim sredstvima".

poslovnim procesima i čija se vrijednost preobrazi iz novčanog oblika preko robnih oblika ponovno u novac najmanje jednom u toku godine.

Za pojam "obrotna sredstva" u smislu shvaćanja u našoj teoriji i praksi nema sasvim adekvatnog izraza u anglosaksonskoj literaturi. Najbliži pojam je "**current assets**" odnosno **tekuća aktiva**. Finney i Miller u tekuću aktivu ubrajaju gotovinu, privremene investicije, dospjela sigurna potraživanja od kupaca(ukupna potraživanja umanjena za sumnjiva i sporna potraživanja), primljene mjenice od kupaca koje još nisu dospjele, potraživanja za narasle kamate, zalihe, unaprijed plaćenu najamninu i neiskorišteno osiguranje.⁴ Često se pojmom "obrotna sredstva" poistovječuje "**working capital**", pri čemu se uvode i dva nova pojma, i to "gross working capital" i "net working capital". Iako te pojmove, prema našem mišljenju, treba shvatiti prije svega za označavanje kapital - vlasništva, a ne za označavanje kapitala kao cirkulirajuće vrijednosti, ipak se pod tim terminima često razumijeva i sama tekuća aktiva. To čine, npr., Black, Champion i Brown⁵, zatim Edey⁶ i drugi. Inače, među autorima ne postoje ni slaganja u vezi s pojmom "working capital". Dok jedni (u prvom redu računovođe) pod tim razumijevaju dio kapitala koji ostaje nakon što se od tekuće aktive odbiju tekuće obveze (npr. Kohler),⁷ drugi "poslovni ljudi" pod tim pojmom razumijevaju ukupnu tekuću aktivu. Da bi nekako pomirio shvaćanja računovođa i poslovnih ljudi, Brandt razlikuje "**gross working capital**", za koji kaže da je drugi termin za tekuću aktivu i "net working capital", za koji kaže da predstavlja ostatak tekuće aktive nakon što se od tog iznosa odbiju tekuće obveze⁸.

Potrebno je, međutim, ukazati i na razlike između pojmova "**tekuća aktiva**" i "**obrotna sredstva**". U tekuću aktivu ulazi ukupna gotovina (znači i ona koja predstavlja naknadu za utrošenu vrijednost sredstava za rad odnosno sredstava amortizacije), čime je taj pojam širi od pojma "obrotnih sredstava". **Vrijednost nekih sredstava za rad (nazvanih u našoj terminologiji sitan inventar, ambalaža i auto-gume)** ne ulaze u tekuću aktivu, pa je taj pojam uži od pojma "obrotna sredstva".

Inače, sam pojam "obrotna sredstva" u svjetskoj se praksi i literaturi shvaća uglavnom na način na koji se shvaća i u našoj praksi i literaturi.

⁴ Finney and Miller, Principles of Accounting, Introductory, sixth ed., Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1963, p.80

⁵ Black, Champion and Brown, Accounting in Business Decisions: Theory, Method, and Use, second ed., Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1967, na str. 36. pišu: "Deducting current liabilities from current assets (gross working capital) leaves net working capital. this is the amount of assets available, after paying these debts, to meet the operating needs of the near future".

⁶ Edey C. Harold, Introductions to Accounting, Hutchinson and Co., London, 1966, p.44.

⁷ Kohler L. Eric, A Dictionary for Accountants, 3rd ed., Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1963, p. 520-521.

⁸ Brandt K. Louis, Business Finance: A Management Approach, Prentice Hall, Inc New Jersey, 1965, p. 45.

2. KRUŽNO KRETANJE OBRTHNIH SREDSTAVA

Obrazac $N-R \dots P \dots R_1-N_1$, kojim je Marx izrazio kružno kretanje kapitala, može se, kao što je rečeno, upotrijebiti i za prikazivanje kružnog kretanja vrijednosti obrtnih sredstava (uz ranije napomene). Međutim, samo kružno kretanje vrijednosti obrtnih sredstava odvija se u privrednim organizacijama ipak nešto složenije. Naime, u procesu proizvodnje troše se osim predmeta rada, sredstava za rad i ljudskog rada još i različite usluge, energija i drugo; pojedini izdaci novčanih sredstava ne znače istovremeno i nabavke faktora proizvodnje; u razvijenoj robno-novčanoj privredi roba se kupuje i prodaje na kredit itd. Zbog svega toga formula $N-R \dots P \dots R_1-N_1$ preuska je za prikazivanje kružnog kretanja obrtnih sredstava u privrednoj organizaciji.

Pođemo li od pretpostavke da kružno kretanje vrijednosti obrtnih sredstava počinje s novčanim sredstvima, što je i realno u poslovanju naše proizvodne privredne organizacije, onda bi se faze i podfaze toga kretanja mogle prikazati ovim redoslijedom.⁹

1. Pribavljanje novčanih sredstava - od osnivača, banaka i od drugih subjekata;
2. Trošenje novčanih obrtnih sredstava za nabavke sirovina, materijala, sitnog inventara, ambalaže i auto-guma;
3. Primanje, uskladištavanje i čuvanje materijalnih vrijednosti (kupljenih pod 2);
4. Trošenje novčanih sredstava za nabavke proizvodnih usluga i energije;
5. Isplate i izdaci koji će u budućnosti teretiti proizvodnju;
6. Isplate akontacionih davanja doprinosa, poreza i drugih fiksnih obaveza;
7. Isplate akontacija plaća radnicima;
8. Ulaganje sirovina i materijala u proizvodnju, trošenje pripadajućeg dijela vrijednosti osnovnih sredstava (amortizacija) sitnog inventara, ambalaže i auto-guma, ulaganje rada, ulaganje usluga i energije;
9. Izrada proizvoda i usluga;
10. Zaprimanje iz proizvodnje, uskladištenje i eventualno čuvanje gotovih proizvoda;
11. Prodaja i otprema gotovih proizvoda i prodaja izvršnih usluga;
12. Naplata i zaprimanje naplaćenih iznosa za prodane proizvode i usluge;
13. Izdavanje novčanih sredstava u fondove i plaćanja u vezi s raspodjelom ostvarene dobiti (kao i eventualna izdvajanja novčanih sredstava amortizacije) i

⁹ Brandt K. Louis, Business Finance: A Management Approach, Prentice Hall, Inc., New Jersey, 1965, p. 45.

14. Podmirenje dospjelih obaveza u vezi s prvobitno (početno) pribavljenim novčanim sredstvima (prema bankama i drugim izvorima).

Na temelju prikazanog slijeda kružnoga kretanja vrijednosti sredstava može se zaključiti da će se obrtna sredstva u svakom momentu nalaziti u proizvodnoj privrednoj organizaciji u čitavom nizu tzv. osnovnih oblika (robni i novčani oblik) i **tzv. prelaznih oblika** (potraživanja od dobavljača za isplaćene akontacione iznose, potraživanja od kupaca za neplaćene gotove proizvode i usluge, potraživanja od drugih dužnika, itd.).

Uzimajući u obzir navedene faze i podfaze kružnog kretanja vrijednosti, kao i druge specifičnosti poslovanja, **obrotna će se sredstva u proizvodnoj privrednoj organizaciji obično nalaziti u ovim glavnim skupinama i podskupinama:**

A) Novac i surogati novca

1. Gotovina (u blagajni i u banci)
2. Valute
3. Devize
4. Čekovi i mjenice
5. Obveznice, blagajnički zapisi i drugi vrijednosni papiri.

B) Prelazni oblici novca

1. Avansi dobavljača za obrtna sredstva
2. Akontacije za službena putovanja
3. Avansi za zajednička ulaganja obrtnih sredstava
4. Krediti dani kooperantima u poljoprivrednoj (i drugoj) kooperaciji
5. Akontacija plaća radnicima
6. Akontacioni iznosi drugim korisnicima dobitka
7. Aktivna vremenska razgraničenja troškova proizvodnje

C) Zaliha sirovina, materijala i sitnog inventara

1. Sirovine i materijali
2. Gorivo i mazivo
3. Nabavljeni poluproizvodi i dijelovi
4. Materijal u obradi, doradi i manipulaciji
5. Sitan inventar, ambalaža i auto-gume

D) Proizvodnja u toku i poluproizvodi

1. Proizvodnja u toku
2. Poluproizvodi vlastite proizvodnje
3. Nedovršeni proizvodi

E) Zaliha gotovih proizvoda i robe

1. Zaliha gotovih proizvoda
2. Zaliha trgovinske robe u skladištu
3. Zaliha trgovinske robe u poslovnim jedinicama.

F) Prelazni oblici robe i novca

1. Potraživanja od kupaca za prodane proizvode i usluge
2. Potraživanja povezanih poduzeća
3. Kreditni odnosi s poduzećima za prodanu robu i usluge
4. Kreditni odnosi s neposrednim potrošačima za prodanu robu
5. Potraživanja za osiguranja imovine i osoba za štete na obrtnim sredstvima
6. Razna druga potraživanja obrtnih sredstava.

G) Prelazni oblici novca u novac

1. Kratkoročni depoziti
2. Kratkoročni krediti (plasmani)
3. Uložena sredstva na kratki rok
4. Uložena sredstva u banku.

Obrtna sredstva razvrstana su u četiri glavne skupine: a) Dugoročni plasmani, b) Trajna obrtna sredstva, c) Kratkoročni plasmani i d) Ostala obrtna sredstva.

U skupini “ **Dugoročni plasmani** “ obuhvaćeni su: potraživanja po osnovi dugoročnih ulaganja, prije svega dugoročno udružena sredstva zatim sumnjiva i sporna potraživanja od kupaca i drugih dužnika, nepokriveni i pokriveni poslovni gubici te negativan iznos tečajnih razlika iz dugoročnih plasmana.

U skupini “ **Trajna obrtna sredstva**” jesu materijalni oblici obrtnih sredstava: zaliha sirovina i materijala, zaliha sitnog inventara i ambalaže, proizvodnja u toku i poluproizvodi, zatim dovršeni proizvodi i roba. u toj su skupini razgraničene plaće i drugi izdaci po osnovi zaliha, a što se ne iskazuje u vrijednosti zaliha gotovih proizvoda, poluproizvoda i proizvodnje u toku .

U skupini “**Kratkoročni plasmani**” su potraživanja po osnovi kratkoročnih depozita, zatim kratkoročnih odobrenih kredita, za avanse iz poslovnih odnosa, za devize u bankama (“devizni račun”), vrijednosni papiri te negativni iznos tečajnih razlika iz kratkoročnih plasmana.

U skupini "**Ostala obrtna sredstva**" najprije je naveden novčani oblik obrtnih sredstava (žiro-račun, blagajna), zatim potraživanja po osnovi prodaje (obrotnih i osnovnih sredstava), potraživanja od radnika, potraživanja iz zajedničkog prihoda i zajedničkog dohotka te aktivna vremenska razgraničenja (bez tečajnih razlika). Tu su još obuhvaćeni i proizvodi preuzeti od proizvođača te robe u konsignaciji i komisiju.

Na temelju navedenih bilančnih pozicija u okviru glavnih skupina obrtnih sredstava određenih Zakonom može se lako zaključiti da su tu sadržane i pozicije bilance koje se odnose na dugoročno vezana poslovna sredstva. To je skupina "Dugoročni plasmani". Tako je uobičajena ekonomska kategorija obrtna sredstva proširena, što ima za posljedicu između ostalog i umanjeње koeficijenta obrtanja kao pokazatelja efikasnosti korištenja obrtnih sredstava, o čemu će kasnije još biti riječi. U svakom slučaju ovdje je dosljedno primijenjena odredba **da su obrtna sredstva koja nisu osnovna**. Polazeći od maloprije navedenih glavnih skupina poslovnih sredstava u bilanci stanja, I. novčana sredstva i sredstva u obračunu, II. zalihe i III. plasmani iz poslovnih sredstava u cijelosti su uključeni u obrtna sredstva. Tu su i dugoročno oročena sredstva, plasmani u dugoročne vrijednosne papire itd.

Kada je riječ o dugoročnim plasmanima očito je da se tu radi o sredstvima za koja se ne **može kazati niti da su osnovna niti obrtna**. U pitanju je posebna skupina poslovnih sredstava, nastala kao posljedica činjenice da su privredne organizacije samostalne na području cjelokupnog poslovnog procesa, da neposredno upotrebljavaju veliki dio akumulacije koju stvaraju i ulažu je u društvene i poslovne poduhvate te da se i same mogu baviti kreditnim poslovima u sklopu privredne djelatnosti koju obavljaju. **Sredstva što ih po toj osnovi ulažu (a kasnije im se vraćaju) ne mogu se smatrati obrtnim sredstvima naprosto iz razloga što su izašla iz tekućeg poslovnog procesa.**

3. FAKTORI O KOJIMA OVISI VELIČINA POTREBA ZA OBRTNIM SREDSTVIMA

Brojni faktori utječu na veličinu potreba poduzeća za obrtnim sredstvima. Tako, npr. **Š.Babić** navodi ove faktore: "1) **vrijednost planirane godišnje količine proizvoda**, odnosno usluga, 2) **način i vrijeme** ulaganja sredstava i rada u tehnološki proces proizvodnje i trajanje tog procesa, 3) **uvjeti uz koje se vrši nabavljanje** potrebnih sirovina i drugog materijala kao i plaćanje dobavljačima, 4) **uvjeti uz koje se nabavljaju** i plaćaju dobavljačima potrebna energija i korištenje tuđe usluge, 5) **broj potrebnih radnika**, iznosi koji im se isplaćuju kao plaće i rokovi za vršenje tih isplata, 6) **vrijeme skladištenja proizvoda**, 7) **uvjeti uz koje se vrši prodaja proizvoda** i naplaćivanje potraživanja od prodaje i eventualnih drugih potraživanja, 8) rokovi za vršenje amortizacionih izdvajanja i veličina tih izdvajanja, 9) rokovi za plaćanje doprinosa

i 10) rokovi za vršenje izdvajanja drugim korisnicima raspodjele“.¹⁰ Osim navedenih faktora mogli bi se navesti npr. i uvjeti uz koje se vrši manipulacija novčanim sredstvima i vrijednosnim papirima (potrebno vrijeme da se vlasnik žiro-računa obavijesti o prilivu sredstava, potrebno vrijeme da se izvrši isplata sa žiro-računa, udaljenost privredne organizacije od banke i u vezi s time suma gotovine koju treba držati u blagajni, vrijeme koje je potrebno za prodaju vrijednosnih papira itd), odnos između unaprijed plaćenih iznos na ime troškova (tzv. aktivna vremenska razgraničenja) i obračunanih troškova (tzv. aktivna vremenska razgraničenja) i obračunanih troškova (tzv. pasivna vremenska razgraničenja), **kvaliteta reprodukcije** (odnos između vrijednosti **izlaznog i ulaznog toka reprodukcije**), itd. Međutim, utjecaj ovih posljednjih faktora na potrebu za obrtnim sredstvima obično je znatno manji od onih što ih navodi Š.Babić.

I drugi autori navode faktore što utječu na potrebu privredne organizacije za obrtnim sredstvima. D. Jovanović ističe da na visinu normalno potrebnih obrtnih sredstava utječu ovi faktori: “**fizički obujam poslovanja, trajanje privrednog ciklusa, visina neophodnih zaliha** (materijala, nedovršene proizvodnje, gotovih proizvoda i sl.) **kvalitativni iznos cene koštanja** promena kapaciteta u preduzeću i slučajna promena fizičkog obima poslovanja ...Pored navedenih faktora dolaze u obzir i potraživanja od kupaca i obaveze prema dobavljačima “.¹¹ Z.Vajner u faktore koji određuju potrebna obrtna sredstva ubraja: “1) vrstu i obujam proizvodnje, 2) uvjete snabdijevanja poduzeća materijalom (koji ovise o tržištu nabave, nabavnim dispozicijama, uvjetima u sektoru transporta i komunikacija, industrijskoj grani, uvjetima proizvodnje, tržištu prodaje, prodajnoj dispoziciji i sl.), 3) dinamiku proizvodnje i trajanje proizvodnih ciklusa i 4) uvjete i brzinu realizacije “.¹²

U vezi s faktorima koji utječu na potrebu privredne organizacije za obrtnim sredstvima navodimo i mišljenje E.L.Miteljmana. Razmatrajući karakteristike organizacije i kružnoga kretanja vrijednosti obrtnih sredstava u različitim granama industrije, on smatra da su važniji faktori koji utječu na obujam, strukturu i brzinu kruženja (obrtna) obrtnih sredstava industrijskih poduzeća ovi:

- obujam proizvodne djelatnosti poduzeća - ukupna suma troškova proizvodnje
- struktura troškova proizvodnje - udio svih materijalnih troškova i plaća u cijeni koštanja proizvodnje
- karakter proizvodnje i tehnologije proizvodnog procesa - pojedinačna, maloserijska, krupnoserijska, lančana i masovna proizvodnja, količina ponovnih prerada u proizvodnji (količina prelaza proizvodnje iz jednog u drugi stadij gotovosti prema stupnju dovršenosti); periodičnost potrošnje sirovina i materijala u proizvodnji

¹⁰ Š.Babić, Uvod u ekonomiku poduzeća, op.cit.str.121.

¹¹ D.Jovanović, Obrtna sredstva privrednih organizacija.

¹² Z.Vajner, Financijsko poslovanje, izd. Poljoprivredni nakladni zavod, Zagreb 1959, str. 97-98

- ukupno trajanje proizvodnog ciklusa i postupnost povećanja troškova u procesu proizvodnje
- stupanj kooperacije proizvodne djelatnosti poduzeća i zavisnost od drugih poduzeća i grana
- organizacija materijalno-tehničkog snabdijevanja poduzeća, udaljenost od sirovinskih i energentskih izvora, broj dobavljača i poduzeća kooperanata, način transporta, veličina isporuka, nomenklatura potrebnih sirovina, osnovnih i pomoćnih materijala, goriva i drugih materijala tehničkog snabdijevanja, uvjeti njihova čuvanja u skladištima poduzeća i predaje u preradu.
- nomenklatura gotovih proizvoda, redoslijed i uvjeti njihova sortiranja, pakovanja i otpreme (željezničkim kompozicijama, zasebnim vagonima, manjim partijama, poštanskim pošilkama i dr.)
- organizacija prodaje gotovih proizvoda i kanaliziranje isporuke (neposredno potrošačima ili putem tržišta, snabdjevačke ili trgovinske organizacije na veliko)
- način kolanja dokumenata i obračuna s dobavljačima, kupcima i naručiocima¹³.

Bonnewille, Dewey i Kelly, razmatrajući faktore o kojima ovisi potreba za obrtnim kapitalom, ističu da u svakom poslovanju treba postojati dovoljan suvišak tekuće aktive nad tekućim obavezama da bi se osiguralo pravovremeno plaćanje dospjelih računa. Nakon što ukazuje na a općepoznatu činjenicu da potrebe poduzeća za obrtnim kapitalom variraju iz mjeseca u mjesec i iz godine u godinu, oni navode ove faktore o kojima treba voditi računa prilikom utvrđivanja veličine potreba: (1) opći tip poslovanja, (2) obrt potraživanja, (3) obrt zaliha, (4) odnos uvjeta nabave i prodaje, (5) sezonske varijacije u poslovanju, (6) normalnu stopu povećanja obujma poslovanja i (7) veze s bankama.¹⁴

Mogli bismo navesti mišljenja i drugih autora o faktorima što utječu na veličinu potreba poduzeća za obrtnim sredstvima.¹⁵ Međutim, već se u i navedena mišljenja dovoljna da bi se ilustrirala njihova brojnost. Različiti autori izvršili su nešto drugačije sistematizacije tih faktora. **Ono što je pri tom**

¹³ E.Miteljman, Finansirovanie i kreditovanie promyšlennosti, izd. "Finansy", Moskva 1994, str. 118-119.

¹⁴ Bonnewille H.J., Dewey E.L. and Kelly M.H., Organizing and Financing business, op. cit, p.213,

¹⁵ Na primjer, W.N. Chamberlain piše da je planirani iznos obrtnog kapitala -gotovina, potraživanja od dužnika i zalihe - općenito u zavisnosti od predvidivog nivoa poslovanja poduzeća. Kako proizvodnja i prodaja rastu, dopunska financijska sredstva su potrebna da bi se formirao nivo zaliha koji odgovara povećanom poslovanju da bi se podržao viši nivo potraživanja od dužnika i da bi se održao gotovinski saldo koji odgovara povećanoj aktivnosti (The Firm: Micro-economic Planning and Action", Mc Graw HillBook, 1962, p.283). Janković nabroja ove faktore koji utječu na veličinu potreba poduzeća za obrtnim sredstvima) obujam, asortiman i vrijednost proizvodnje; karakteristike proizvodnje (dužinu trajanja tehnološkog procesa, tip proizvodnje), organizaciono-proizvodne oblike poduzeća, posebna ekonomska obilježja pojedinih grupa poduzeća - odnosno grana privrede; uvežite snabdijevanja sirovinama i materijalom; uvjete plasmana proizvedene robe; uvjete naplate prodane robe i način uplate obaveza prema društvenoj zajednici (Obrtna sredstva u poslovanju poduzeća, str. 22), itd..

zajedničko jest to da se utjecaj svih tih faktora na veličinu i strukturu obrtnih sredstava svodi na dva bitna:

a) obujam vrijednosnog ulaganja (u ukupnom iznosu i po svim fazama i podfazama procesa obrta vrijednosti obrtnih sredstava) i

b) dužina trajanja kružnog kretanja ukupnih obrtnih sredstava odnosno trajanja obrta po fazama i podfazama kružnog toka, što se izražava brojem dana ili koeficijentom obrtaja. Pokazatelj pod a) **Miteljman naziva kvantitativnim** a pokazatelj pod b) **kvalitativnim**. Duže vrijeme obrtaja i veći vrijednosni obujam ulaganja povećavaju potrebu za obrtnim sredstvima i obratno.

4. DEFINICIJA OPTIMALNE VELIČINE I STRUKTURE OBRTHIH SREDSTAVA

Pod optimumom se, sasvim općenito uzevši, razumijeva nešto što je najpovoljnije, što najviše odgovara (**lat. optimus = najbolji**). Pokušamo li to primijeniti na **ekonomiku tada se može reći da se optimum ostvaruje kada se postiže najpovoljniji odnos između rezultata ulaganja i samih ulaganja u procese** (djelatnosti, poslove), **odnosno između “koristi i “žrtava”**. Kada su u pitanju obrtna sredstva, onda će se optimum ostvariti kad se s **nekim minimumom angažiranih obrtnih sredstava postignu maksimalni rezultati**. Pri tome treba imati na umu misao, koju u vezi s optimumom navodi Dadajan da se “optimalnim naziva tako rješenje koje je u danim privrednim uvjetima najbolje, tj. najefikasnije”.¹⁶ Izmjenom uvjeta privređivanja mijenjaju se kriteriji i elementi optimalizacije, pa, prema tome, i sam optimum.

Navedene glavne skupine i podskupine obrtnih sredstava, dinamika poslovanja (opisan kretanjem obrtnih sredstava po fazama i podfazama procesa reprodukcije) i postojanje velikog broja faktora o kojim ovisi veličina potreba ukazuju na to da je teško dati odgovor na pitanje kolika i kakva obrtna sredstva treba neko poduzeće. To tim više kad se ima na umu činjenica da se u okviru svake skupine i podskupine obrtnih sredstava pojavljuje čitav niz pojedinačnih vrsta (npr. samo u okviru podskupine “zalihe sirovina i materijala” može se u poduzeću nalaziti i po nekoliko desetaka tisuća vrsta materijala). Međutim, sa sigurnošću se može tvrditi da će svakom poduzeću u svakom momentu najviše odgovarati samo jedna od brojnih kombinacija veličine i strukture obrtnih sredstava. Drugim riječima, poduzeću “X” najviše će odgovarati da u nekom momentu “T” ima na zalihi materijale $m_1, m_2, m_3, \dots, m_n$ u količinama $q_1, q_2, q_3, \dots, q_n$ po cijenama $c_1, c_2, c_3, \dots, c_n$; zatim, d u procesu proizvodnje ima uložena obrtna sredstva u proizvodnju proizvoda $p_1, p_2, p_3, \dots, p_n$ u količinama $q_1, q_2, q_3, \dots, q_n$ po troškovima $t_1, t_2, t_3, \dots, t_n$ itd. Ako poduzeće ima obrtna sredstva, i po količinama i po cijenama, uložena samo u onim fazama kružnog kretanja koje

¹⁶ Dadajan V.S., Optimum v ekonomike, izd. “Znanie”, Moskva, 1966, str.3

joj s obzirom na dani moment najviše odgovaraju, moći će se reći da ima optimalnu kombinaciju veličine i strukture obrtnih sredstava.

4.1. IZBOR KRITERIJA OPTIMALIZACIJE

4.1.1. *Mogući kriteriji optimalizacije*

Prvi problem koji općenito u vezi s iznalaženjem optimuma treba riješiti jest izbor predmeta i kriterija optimalizacije. Ovisno o svrsi za koju se optimum utvrđuje, kao i uvjetima u kojima se utvrđuje, mogu se izabrati različiti predmeti i kriteriji optimalizacije. Tako se, npr., **za predmet** može uzeti količinski opseg proizvodnje, odnosno za kriterije optimalizacije minimalizacije količinskog utroška faktora proizvodnje, maksimalizacija proizvodnih količina; zatim se za predmet optimalizacije može uzeti vrijednost proizvodnje, a **za kriterije** minimalizacije troškova, maksimalizacija prihoda itd.

Kada je u pitanju iznalaženje optimalne veličine i strukture obrtnih sredstava, onda ima najviše opravdanja da se **za predmet optimalizacije uzmu obrtna sredstva u svim fazama kružnog toka, a za kriterij maksimalizacija financijskog rezultata.** Financijski rezultat, naime, predstavlja razliku između ukupno ostvarenih prihoda ("koristi") i ukupnih rashoda ("žrtava") nastalih prilikom obavljanja poslovnog procesa u određenom razdoblju. Budući da angažiranje obrtnih sredstava kao i raspolaganje njima izaziva troškove, to se nepotrebno angažirana obrtna sredstva nepovoljno odražavaju u financijskom rezultatu. **Nedovoljno** se u financijskom rezultatu može odraziti i nedovoljno angažiranje obrtnih sredstava, jer se ne ostvaruju mogući prihodi.

4.1.2. *Matematička formulacija teoretskog modela optimalne veličine i strukture obrtnih sredstava*

Ako ukupno raspoloživa sredstva označimo sa R, a potrebna obrtna sredstva sa P, onda se u svrhu optimalizacije veličine i strukture obrtnih sredstava postavlja zahtjev da je u istom vremenskom razdoblju.

$$R = P \quad (4.1.)$$

pri čemu raspoloživa obrtna sredstva treba prilagoditi potrebama.

Udovoljenjem tom zahtjevu, a uz pretpostavku da su potrebna obrtna sredstva utvrđena prema kriteriju najpovoljnijeg utjecaja na dohodak mogao bi biti ostvaren optimum. Međutim, osim ispunjenja zahtjeva (4.1) potrebno je da su raspoloživa obrtna sredstva jednaka potrebnim po svim vrstama, podskupinama i skupinama. Štoviše, postavlja se zahtjev i za izjednačavanjem faktora koji čine vrijednost svake vrste obrtnih sredstava: raspoloživih i potrebnih

(planiranih) količina te stvarnih i planiranih cijena. To važi za materijalne oblike obrtnih sredstava. Kod tzv. nematerijalnih oblika taj se zahtjev reducira samo na vrijednosni izraz. Naprosto iz razloga što u nematerijalnim skupinama obrtnih sredstava (novčana sredstva i surogati novca te potraživanja) količine i cijene nemaju veće praktično značenje. Razmotrimo te zahtjeve po svim skupinama polazeći od prethodno izvršenog razvrstavanja obrtnih sredstava.

4.1.3. Zaliha sirovina i materijala

Ako raspoloživu količinu prve po redu vrste materijala označimo sa ${}_m q_1$, a potrebnu (planiranu) količinu te iste vrste materijala sa ${}_m q'_1$, onda se postavlja zahtjev da je

$${}_m q_1 = {}_m q'_1 \quad (4.2.)$$

Isti zahtjev postavlja se i za drugu po redu vrstu materijala, tj.

$${}_m q_2 = {}_m q'_2 \quad (4.3)$$

odnosno za vrstu materijala posljednju po redu

$${}_m q_n = {}_m q'_n \quad (4.4.)$$

Općenito se za svaku (i-tu) vrstu materijala na zalihi postavlja zahtijeva da je raspoloživa količina jednaka potrebnoj, tj.

$${}_m q_i = {}_m q'_i \quad (4.5.)$$

gdje "i" označava istu vrstu materijala u nizovima raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava.

Zahtjevi postavljeni za količine odnose se na analogan način i na cijene. Označimo li stvarnu nabavnu cijenu prve po redu vrste materijala sa ${}_m c_1$, a planiranu cijenu iste vrste materijala sa ${}_m c'_1$, onda se traži da je

$${}_m c_1 = {}_m c'_1 \quad (4.6.)$$

Za materijal druge po redu vrste postavlja se isti zahtjev, tj.

$${}_m c_2 = {}_m c'_2 \quad (4.7.)$$

Zahtjevi postavljeni u pogledu cijena za po redu prvu i drugu vrstu materijala postavljaju se i za sve ostale vrste materijala. Stvarna nabavna cijena svake vrste materijala trebala bi biti jednaka planiranoj cijeni odnosno materijal, tj.

$${}_m c_i = {}_m c'_i \quad (4.8.)$$

gdje “i” označava istu vrstu materijala u nizovima raspoloživih potrebnih obrtnih sredstava.

Kada se ispune zahtjevi (4.5.) i (4.8.), tada se sa sigurnošću može tvrditi da je ostvarena optimalna kombinacija obrtnih sredstava u skupini zaliha materijala. Tada će novčana sredstva uložena u sirovine i druge materijale biti optimalna , neće ih biti niti nedovoljno niti prekomjerno angažiranih. U tom slučaju moći ćemo napisati **zbrojni optimum za skupinu obrtnih sredstava** “zaliha sirovina i materijala”:

$$\sum_{i=1}^n m q_i \cdot m C_i = \sum_{i=1}^n m q'_i \cdot m C'_i \quad (4.9.)$$

4.1.4. *Proizvodnja u toku i poluproizvodi*

Zahtjevi postavljeni za skupinu “zaliha sirovina i materijala” postavljaju se na analogan način i za ostale skupine materijalnih obrtnih sredstava. Označimo li stvarne količine proizvodnje u toku po vrstama sa ${}_p q_1, {}_p q_2, \dots, {}_p q_n$, a planirane (potrebne) količine sa ${}_p q'_1, {}_p q'_2 \dots, {}_p q'_n$, premda se traži da je raspoloživa količina svake vrste proizvodnje jednak potrebnoj količini, tj.

$${}_p q_i = {}_p C'_i \quad (4.10.)$$

gdje “i” označava istovrsnu proizvodnju u nizovima raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava.

Analogni zahtjevi postavljaju se i u pogledu cijena. Označimo li stvarnu jediničnu cijenu koštanja prve po redu vrste proizvodnje sa ${}_p C_1$, druge sa ${}_p C_2 \dots$ i n-te sa ${}_p C_n$, a planirane cijene odnosnih vrsta sa ${}_p C'_1, \dots, {}_p C'_n$, onda se postavlja zahtjev da je stvarna jedinična cijena svake pojedine vrste proizvodnje jednaka planiranoj cijeni odnosne vrste, tj.

$${}_p C_i = {}_p C'_i \quad (4.11.)$$

gdje “i” označava istovrsnu nedovršenu proizvodnju u nizovima raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava.

Kad se ispune zahtjevi (4.10.) i (4.11.), onda se sa sigurnošću može tvrditi da su raspoloživa obrtna sredstva u “proizvodnji u toku” jednaka potrebnim (planiranim) , tj.

$$\sum_{i=1}^n {}_p q_i \cdot {}_p C_i = \sum_{i=1}^n {}_p q'_i \cdot {}_p C'_i \quad (4.12.)$$

Tada je ostvarena optimalna kombinacija obrtnih sredstava u skupini “proizvodnja u toku i poluproizvodi”.

4.1.5. Zaliha gotovih proizvoda i robe

Kada se zahtjevi postavljeni za zalihe materijala i za proizvodnju u toku postave na analogan način i za zalihe gotovih proizvoda te nakon što budu ispitani, moći će se reći da je i kod tih zaliha ostvarena optimalna kombinacija. Označimo li raspoložive količine zaliha gotovih proizvoda sa ${}_gq_1, {}_gq_2 \dots {}_gq_n$, a potrebne(planirane)

količine sa ${}_gq'_1, {}_gq'_2 \dots {}_gq'_n$, zatim , stvarne cijene koštanja gotovih proizvoda na zalihi sa ${}_gC_1, {}_gC_2, \dots {}_gC_n$, a planirane cijene sa ${}_gC'_1, {}_gC'_2 \dots {}_gC'_n$, tada će se pri ispunjenju spomenutog zahtijeva moći napisati da je

$$\sum_{i=1}^n {}_gq_i, {}_gC_i = \sum_{i=1}^n {}_gq'_i, {}_gC'_i \quad (4.13.)$$

Obrtna sredstva u zalihi gotovih proizvoda i robe bit će u slučajevima ispunjenja zahtijeva (4.13.) optimalna - neće ih biti niti previše a ni premalo angažiranih.

4.1.6. Potraživanja od dužnika

Uvažimo li modifikaciju u pogledu postavljanja zahtijeva za nematerijalna obrtna sredstva i stvarna potraživanja od dužnika označimo sa ${}_de_1, {}_de_2 \dots {}_de'_n$ a planirane (potrebne) iznose obrtnih sredstava za te svrhe sa ${}_de'_1, {}_de'_2 \dots {}_de'_n$ i u slučaju kad je iznos stvarno angažiranih obrtnih sredstava u svakoj (i-toj) vrsti jednak potrebnom, moći će se sa sigurnošću tvrditi da je ostvaren optimum, tj.

$$\sum_{i=1}^n {}_de_i = \sum_{i=1}^n {}_de'_i \quad (4.14.)$$

4.1.7. Novčana obrtna sredstva

Na analogan način na koji je postavljen zahtjev kod potraživanja od kupaca i drugih dužnika postavlja se zahtjev i kod novčanih sredstava. **Pri tome novac na žiro-računu predstavlja jednu vrstu novčanih sredstava (raspoloživi ${}_ve_1$, a potrebni ${}_ve'_1$), novac u blagajni drugu vrstu (raspoloživi ${}_ve_2$, potrebni ${}_ve'_2$), valute treću vrstu (raspoložive ${}_ve_3$, a potrebne ${}_ve'_3$) itd.** Ako se ispune ti zahtjevi i raspoloživa novčana sredstva po svakoj (i-toj) vrsti izjednače s iznosima potrebnih obrtnih sredstava , moći će se i za tu skupinu reći da je ostvaren optimum, tj.

$$\sum_{i=1}^n {}_ve_i = \sum_{i=1}^n {}_ve'_i \quad (4.15.)$$

4.1.8. Ostala obrtna sredstva

Konačno zahtjev za jednakošću postavlja se i kod skupine "ostalih obrtnih sredstava"¹⁷ na analogan način na koji je postavljen za potraživanja od dužnika i za novčana sredstva. Ako stvarno angažirana obrtna sredstva u toj skupini označimo po vrstama sa ${}_se_1, \dots, {}_se_n$, a potrebna obrtna sredstva za te svrhe sa ${}_se'_1, {}_se'_2, \dots, {}_se'_n$ i kada se angažirana obrtna sredstva svakoj vrsti izjednače s potrebnim sredstvima, moći će se napisati da je

$$\sum_{i=1}^n {}_se_i = \sum_{i=1}^n {}_se'_i \quad (4.16.)$$

gdje "i" označava istu vrstu raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava u skupini "ostala obrtna sredstva".

4.1.9. Sintetizirani ukupni optimum

Uz pretpostavku da su ispunjeni zahtjevi postavljeni u pogledu izjednačenosti vrijednosti raspoloživih s potrebnim obrtnim sredstvima po svim vrstama i skupinama, a kod materijalnih oblika i između raspoloživih i potrebnih količina te stvarnih i planiranih cijena, važiti će formule (4.9.), (2.12.), (4.13), (4.14.), (4.15) i (4.16.). Tada se može napisati da je

$$\begin{aligned} \sum_{i=1}^n m q_i \cdot m C_i + \sum_{i=1}^n p q_i \cdot p C_i + \sum_{i=1}^n g q_i \cdot g C_i + \sum_{i=1}^n d e_i + \sum_{i=1}^n v e_i + \sum_{i=1}^n s e_i = \\ \sum_{i=1}^n m q'_i \cdot m C'_i + \sum_{i=1}^n p q'_i \cdot p C'_i + \sum_{i=1}^n g q'_i \cdot g C'_i + \sum_{i=1}^n d e'_i + \sum_{i=1}^n v e'_i + \sum_{i=1}^n s e'_i \end{aligned} \quad (4.17.)$$

Ako izraze na lijevoj strani jednadžbe (4.17.) označimo sa R, a one na desnoj strani sa P, može se sa sigurnošću napisati da je

$$R = P = \text{Opt} \quad (4.18.)$$

¹⁷ Simbol e uveden je za vrijednost i predstavlja umnožak količine i cijene. Npr. kod potraživanja od kupaca to je umnožak količine prodanih proizvoda s jediničnom prodajnom cijenom. Zato možemo napisati da je općenito $e = q \cdot c$, odnosno $q = c \cdot e$.

4.1.10. Mogućnost reduciranja pojedinih zahtijeva

Neki od navedenih zahtijeva za optimalizacijom obrtnih sredstava mogu se i elastičnije postaviti. Naime, kod materijalnih oblika obrtnih sredstava postavljen je zahtjev za jednakošću ne samo angažiranih obrtnih sredstava s potrebnim po vrstama nego i za izjednačavanjem faktora koji čine vrijednost, tj. raspoloživih potrebnim količinama i cijenama. Dok se kod količina ne mogu mijenjati zahtjevi,¹⁸ jer se dovodi u pitanje normalno odvijanje procesa proizvodnje i poslovanja, to se može učiniti kod cijena.

Veće nabavne cijene jednih vrsta materijala mogu se kompenzirati nižim nabavnim cijenama drugih vrsta materijala, s time da ukupno angažirana obrtna sredstva za te svrhe ne premaše potrebna (planirana). Štaviše, takve se kompenzacije mogu učiniti u okviru svih materijalnih oblika, a da se ipak ne naruši suština optimuma obrtnih sredstava.

Isto tako, na elastičniji način treba shvatiti i zahtjeve postavljene za jednakošću angažiranih s potrebnim obrtnim sredstvima po vrstama u skupinama tzv. nematerijalnih vrijednosti. Odstupanja po vrstama unutar tih skupina - ako su međusobno kompenzirana - ne moraju suštinski predstavljati neostvarenje optimuma. Međutim, veći poremećaji između skupina (npr. povećanje potraživanja od kupaca i smanjenje novčanih sredstava, povećanje avansa dobavljačima i smanjenje novčanih sredstava itd.) sasvim će sigurno značiti odstupanje od optimalne kombinacije obrtnih sredstava.

Budući da se odvijanjem poslovanja stalno mijenjaju i odnosi u kružnom kretanju vrijednosti sredstava, to će i optimum trebati češće utvrđivati. Svako optimalno rješenje, tj. najbolje s određene točke gledišta, nije apsolutno. Ono može postati neoptimalno, ustupiti mjesto drugom, ako se izmijene kriteriji po kojima se međusobno uspoređuju različite varijante. Osim promjena u kružnom kretanju vrijednosti sredstava, povod za iznalaženje novih optimalnih rješenja mogu biti i promjene u potrebama uzrokovane, npr., tehničkim progresom, tržištem, izmjenama u privrednom sistemu, u društveno, ekonomskom instrumentariju, kreditnoj politici itd.

Prema tome, *privredna organizacija ima optimalnu kombinaciju veličine i strukture obrtnih sredstava kad svoje potrebe utvrdi rukovodeći se kriterijem maksimalizacije dobitka i kad joj se raspoloživa obrtna sredstva po svim vrstama izjednače s potrebnim obrtnim sredstvima.* To je teoretski optimum obrtnih sredstava u privrednoj organizaciji, matematički izražen formulom (4.17.).

¹⁸ Naravno, izuzimajući mogućnost da se u tehnološkom procesu za istu svrhu može upotrijebiti i više različitih vrsta materijala.

4.2 ODSUPANJA OD OPTIMALNE VELIČINE I STRUKTURE OBRTHNIH SREDSTAVA I NJIHOV UTJECAJ NA DOBITAK

4.2.1. Nužnost odstupanja od optimuma

Kada se detaljnije razmotre zahtjevi postavljeni u cilju optimalizacije veličine i strukture obrtnih sredstava, postaje očigledno da je takva kombinacija u praksi teško ostvariva. Prije svega, za praksu je neprihvatljiv zahtjev da se za sve vrste obrtnih sredstava (u poslovanju veće proizvodne privredne organizacije tih vrsta može biti, kao što je spomenuto, i nekoliko desetaka tisuća) izračunavaju optimalne potrebe. Čak i da se svi ti optimumi i utvrde privredna organizacija ne bi imala ekonomskog interesa da ih i ostvaruje jer bi tako nastali troškovi bili u pravilu veći od ušteda.¹⁹ I, konačno, uz pretpostavku da privredna organizacija i izračuna i pokuša ostvariti sve te optimume (njih nekoliko desetaka tisuća!), ona u tome u pravilu neće uspjeti. **To zbog toga što su i veličine potreba i raspoloživa obrtna sredstva pod neprestanim utjecajem i takvih faktora kojima privredna organizacija neće moći uvijek ovladati** (npr. promjene ponude i potražnje na tržištu, promjene u kreditnoj politici itd.). Odstupanja raspoloživih od potrebnih obrtnih sredstava nužna su i zbog toga što niz prvih nužno predstavlja trenutačne veličine (utvrđuju se u određenom trenutku, na određeni dan), dok niz ovih drugih čine prosječne veličine (utvrđuju se za određena razdoblja). Trenutačne vrijednosti nužno osciliraju oko prosjeka. Drugim riječima u **optimalizaciji veličine** i strukture obrtnih sredstava u praksi, privredna organizacija će se samo više ili manje približiti optimalnoj kombinaciji.

Budući da se u praksi teško može ostvariti kombinacija teorijskog optimuma veličine i strukture obrtnih sredstava, to kao neminovna posljedica nastaju odstupanja od optimuma. U svrhu utvrđivanja veličine tih odstupanja, raspoloživa obrtna sredstva uspoređuju se s potrebnim (koja predstavljaju optimalnu kombinaciju) po vrstama, skupinama i u ukupnom iznosu. **Svaki suvišak raspoloživih obrtnih sredstava iznad potrebnih** nazvat ćemo jednostavno **viškom**, a **svaki nedostatak** raspoloživih obrtnih sredstava u odnosu na potrebna **manjkom** obrtnih sredstava.²⁰

Kada se u okviru skupina utvrde po vrstama i sumiraju raspoloživa obrtna sredstva i usporede s potrebnim, tada će se, zbog nemogućnosti ostvarivanja optimuma po vrstama, nužno javiti viškovi ili manjkovi i u skupinama obrtnih sredstava. Izuzetno bi se samo moglo dogoditi da se ukupni **viškovi**

¹⁹ Privredna organizacija zaista nema ekonomskog interesa da količine malovrijednih materijala (npr. materijal za čišćenje, kancelarijski materijal, sitne rezervne dijelove itd.) nabavlja u točno predviđenim rokovima i u optimalnim količinama, jer bi joj samo troškovi nastali prilikom takvih nabavaka (narudžbe, eventualni putni troškovi, troškovi dopreme isl.) bili iznad ušteda na kamatama što ih plaća izvorima za angažirana obrtna sredstva za te svrhe.

²⁰ Viškove i manjkove u ovom radu treba shvatiti u smislu odstupanja raspoloživih obrtnih sredstava od potrebnih za razliku od tzv. inventurnih viškova i manjkova, koji pokazuju odstupanje tzv. knjigovodstvenog stanja od stvarnog stanja materijalnih i nematerijalnih vrijednosti.

kompensiraju manjkovima i da se izjednače veličine raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava u okviru iste skupine. Manje značajne vrste i skupine uzet će se u obzir u procijenjenoj približnoj veličini. Zbog toga se na njih detaljnije i ne osvrćemo.

Radi ilustracije viškova i manjkova po skupinama obrtnih sredstava dajemo i jedan numerički primjer, u kojem su zalihe materijala označene s **m**, proizvodnja u toku sa **p**, zaliha gotovih proizvoda sa **g**, potraživanja od kupaca i drugih dužnika sa **d**, novčana sredstva sa **v** i ostala obrtna sredstva sa **s**.²¹

Ukupni vrijednosni viškovi i manjkovi obrtnih sredstava po skupinama

Tabela 4.1. (u 000 nov.jed.)

Red br.	E l e m e n t	m	p	g	d	v	s	Σ
1.	Raspoloživa obrtna sredstva	20,0	3,0	10,0	13,0	1,0	8,0	55,0
2.	Potrebna obrtna sredstva	14,0	2,0	6,0	10,0	2,0	6,0	40,0
3.	Višak raspoloživih obrtnih sredstava	6,0	1,0	4,0	3,0	-	2,0	16,0
4.	Manjak raspoloživih obrtnih sredstava	-	-	-	-	1,0	-	1,0

Ukupno raspoloživa obrtna sredstva bila su u datom momentu veća od ukupno potrebnih za 15 vrijednosnih jedinica (+16) u (-1). Pri tome su bili viškovi raspoloživih sredstava u svim skupinama osim u skupini "novčana obrtna sredstva". Ti viškovi i manjak vjerojatno su rezultat čitavog niza kompenzacija viškova i manjkova po vrstama u okviru skupina. Sasvim je sigurno da se viškovi i manjkovi po vrstama, skupinama i u okviru ukupnih obrtnih sredstava stalno smjenjuju. Tamo gdje su bili viškovi pojavljuju se manjkovi, i obrnuto. Zato se može pretpostaviti da se pri tim mijenjanjima u nekim momentima (trenucima) ostvaruju i pojedinačni optimumi. Radi ilustracije te pretpostavke uzмимо ponovno jedan numerički primjer o stanju ukupno raspoloživih i ukupno potrebnih obrtnih sredstava u pet momenata (t_0 , t_1 , t_2 , t_3 i t_4) u toku jedne poslovne godine, npr., početkom poslovne godine i krajem svakog tromjesečja.

²¹ Isti simboli upotrijebljeni su i u matematičkoj formulaciji modela optimalne veličine i strukture obrtnih sredstava.

Viškovi i manjkovi obrtnih sredstava (vrijednosno i sumarno) po kvartalima tokom godine

Tabela 4.2.

Red br.	E l e m e n t	t ₀	t ₁	t ₂	t ₃	t ₄
1.	Raspoloživa obrtna sredstva	45,0	50,0	35,0	45,0	55,0
2.	Potrebna obrtna sredstva	40,0	40,0	40,0	40,0	40,0
3.	Višak raspoloživih obrtnih sredstava	5,0	10,0	-	5,0	15,0
4.	Manjak raspoloživih obrtnih sredstava	-	-	5,0	-	-

Prema tome, odstupanja stvarno raspoloživih od potrebnih obrtnih sredstava (po vrstama, skupinama i u ukupnom iznosu) jesu nužnost u poslovanju privredne organizacije s kojom se mora računati. Zato ćemo ukratko razmotriti i razloge zbog kojim može doći do pojave tih viškova i manjkova.

4.2.2. Razlozi odstupanja od optimuma

Najčešći razlozi pojave neravnoteže između ukupno raspoloživih i ukupno potrebnih obrtnih sredstava, tj. viškova i manjkova jesu: a) promjena vrijednosnog obujma ulaganja (inputa) u proces reprodukcije; d) promjena kvaliteta reprodukcije (odnos outputa prema inputu); e) promjena odnosa obrtnih sredstava u funkciji i izvan funkcije i f) promjena rokova dospijeca obaveza prema izvorima.

a) Izmijenjeni vrijednosni obujam ulaganja (input) u procesu reprodukcije izaziva i promjenu veličine potreba za obrtnim sredstvima, odnosno stvara neravnotežu između raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava, Pretpostavimo, npr., da se nabavna cijena nekog materijalna "m₁", kojega je svaki dan trošeno 100 kg povećala sa 1.000 za 1 kg . Ako se držala zaliha tog materijala u prosjeku 15-dnevne potrošnje, onda je suma angažiranih obrtnih sredstava za tu svrhu ranije iznosila 1.500.000 (100x1000x15) , a ubuduće će iznositi 1.650.000 (100x1100x15). Potreba za obrtnim sredstvima povećala se zbog povišenja cijene materijala za 150.000. Ako privredna organizacija ne angažira dodatna novčana sredstva, a materijal kupuje na kredit, neće moći pravovremeno udovoljavati svojim obavezama plaćanja i imat će dodatne troškove u obliku zateznih kamata i druge troškove. Promjena se mogla dogoditi i zbog utjecaja količine (povećana ili smanjena potrošnja).

Sve što je rečeno za materijal odnosi se i na ostale faktore koji se ulažu u proces reprodukcije (radna snaga, amortizacija, usluge, energija, akontacioni iznosi ugovornih i zakonskih obveza itd.). Budući da se radi o ulaganju u proces reprodukcije, to se **promjene obujma ulaganja** lančano odražavaju i na ostale faze kružnog kretanja. **Drugim riječima, povećana cijena materijala izaziva**

povećana obrtna sredstva i u nedovršenoj proizvodnji, zaliha gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca.

b) **Promjena trajanja vremena obrta izaziva** i promjenu potreba za obrtnim sredstvima. Ali, za razliku od slučaja (a), ne odražava se lančano i u drugim fazama. Ako se, na primjer, držala zaliha desetodnevne potrošnje nekog materijala, a ubuduće će se zbog izmijenjenih uvjeta nabave moći držati zaliha osmodnevne potrošnje, smanjit će se i potreba za obrtnim sredstvima za tu svrhu. Međutim, takvo se smanjenje neće lančano odraziti na obrtna sredstva u nedovršenoj proizvodnji, zaliha gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca (kao što je to bio slučaj kod promjene vrijednosnog i količinskog obujma ulaganja).

c) **Obrtna sredstva u kružnom kretanju neprekidno prelaze iz jedne faze u drugu** (iz novca u robu, iz robe u proizvodnju iz proizvodnje u gotove proizvode, iz gotovih proizvoda u potraživanja od kupaca i iz potraživanja u novac). Pri tome se između vrijednosti obrtnih sredstava po fazama uspostavljaju odgovarajući kvantitativni odnosi. **Ako se ti odnosi poremete (npr. gomilanjem obrtnih sredstava u jednoj fazi), povećava se i ukupna potreba za obrtnim sredstvima. Štoviše, može se dogoditi da su ukupno raspoloživa obrtna sredstva jednaka ukupno potrebnim, a da se zbog poremećaja u strukturi, pojavi nedostatak raspoloživih obrtnih sredstava.** Ako se, na primjer, zbog teškoća u prodaji gomilaju zalihe gotovih proizvoda, robni oblici sredstava neće se redovito "pretvarati" u novčani oblik, pa će se javiti nedostatak novčanih jedinica.

d) **Na ravnotežu između raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava utječe i kvaliteta reprodukcije**, shvaćen kao odnos između rezultata ulaganja (outputa) i ulaganja (inputa). Ako je taj odnos izražen brojem većim od 1 (jedan) ($\text{output} > \text{input}$) i uz pretpostavku neizmijenjenih svih drugih faktora i uvjeta reprodukcije stalno će se stvarati viškovi obrtnih sredstava. Ako je taj odnos točno jedan ($\text{output} = \text{input}$), kružno kretanje vrijednosti obrtnih sredstava odvijat će se bez viškova i manjkova. I konačno, ako je taj odnos manji od 1 (jedan) ($\text{output} < \text{input}$), stalno će se pojavljivati nedostatak obrtnih sredstava (u sva tri slučaja pretpostavljeno je neizmijenjeno stanje svih ostalih faktora). Sasvim je normalno da će se promjena kvaliteta reprodukcije (npr. prelazak od pozitivnog na negativan kvalitet) neposredno odraziti i na ravnotežu raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava.

Zbog izmjena tehnološkog procesa, zahtijeva tržišta, uvjeta financiranja i sličnih okolnosti u poslovanju, pojedine vrste obrtnih sredstava izlaze iz svoje funkcije, tj. postaju neupotrebljive u dužem ili kraćem vremenskom razdoblju. Ako se ne uoči izlazak tih sredstava iz funkcije, onda se događa da postoji samo računaska ravnoteža raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava ali ne i stvarna. To je slučaj, npr., s onim materijalima koji se više neće ili mogu upotrijebiti u procesu proizvodnje, zatim s proizvodima u toku koji se

neće dovršiti, s gotovim proizvodima koji se ne mogu prodati, s potraživanjima od kupaca i od drugih dužnika koja se ne mogu naplatiti itd. Konačno, to je slučaj i s novčanim obrtnim sredstvima privremeno uloženim u investicije u osnovna sredstva. Povratom takvih sredstava u funkciju povećat će se raspoloživa obrtna sredstva i uspostaviti ponovno ravnoteža s potrebnim obrtnim sredstvima.

f) **Promjena rokova dospijea obaveza plaćanja** prema izvorima utječe također na stanje raspoloživih obrtnih sredstava, pa samim tim i na ravnotežu između raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava. **Produženjem rokova dospijea plaćanja obaveza povećavaju se raspoloživa obrtna sredstva**, dok se skraćanjem tih rokova ona smanjuju. Tako će se, npr., pomicanjem **rokova za isplatu akontacionih iznosa plaća** od desetog i dvadesetpetog u mjesecu na petnaesti i trideseti povećati raspoloživa novčana obrtna sredstva u visini tih akontacionih iznosa za razdoblje od deset dana u mjesecu; skraćanje roka dospijea obaveza prema dobavljačima od dvadeset na deset dana izazvat će smanjenje raspoloživih novčanih sredstava. U prvom slučaju privredna organizacija će imati manju potrebu za obrtnim sredstvima, a u drugom veću.

Razlozi navedeni od (a) do (f) mogu nastati utjecajem različitih faktora. Navedimo u tom smislu npr. promjenu vrijednosnog obujma ulaganja. Do toga je moglo doći uslijed utjecaja promjene količina ili cijena, odnosno zbog istovremenog utjecaja promjene količina i cijena. Uzroci su mogli biti, npr., bolje ili lošije izvršen izbor dobavljača od strane nabavne službe nego što je bilo planirano, bolje ili lošije ekonomiziranje materijalom u proizvodnji, zastoji u tehnološkom procesu, izmjena situacije na tržištu itd. Ili, npr., povećana su stvarna potraživanja od kupaca, pa je došlo do neravnoteže u odnosu na planiranu visinu potraživanja. Mogući uzroci jesu loš izbor kupaca izvršen od strane službe prodaje, povećani obujam prodaje u odnosu na planirani, nedostatak potrebnih mjera za ubrzanje naplata (kasa-skonto i sl.), nedovoljna briga financijske službe za naplatu potraživanja, izmijenjena situacija na tržištu (povećana ponuda) pa je prodajna služba prisiljena prodavati robu na kredit itd.

Moglo bi se isto tako navesti čitav niz potencijalnih uzroka i za ostale nejednakosti navedene od (a) do (f). Međutim, to ne bi bilo od neke veće koristi za svrhu koja se želi postići ovim radom. Mnogo više pažnje zaslužuje, međutim, analiza ponašanja viškova i manjkova obrtnih sredstava u poslovanju privredne organizacije i njihov utjecaj na dobit. Da bi se izbjegla nepotrebna ponavljanja sva odstupanja od optimuma svrstat ćemo i analizirati u okviru šest tipičnih pojavnih oblika obrtnih sredstava: a) materijalne vrijednosti, b) novčana sredstva, c) prelazni oblici novca u robu, d) prelazni oblici robe u novac, e) prelazni oblici novca u novac i f) prelazni oblici robe u robu.

4.2.3. Odstupanje o optimuma kod materijalnih oblika obrtnih sredstava

Viškovi materijalnih oblika obrtnih sredstava mogu nastati u okviru ovih skupina: **zaliha materijala i sitnog inventara**, proizvodnja i poluproizvodi te zaliha gotovih proizvoda (u trgovinskim privrednim organizacijama još i zaliha trgovinske robe). Zajednička je karakteristika tih viškova da izazivaju dodatne troškove, kao što su: 1) kamate na kredite; 2) troškovi održavanja zaliha (čišćenje, preklasiranje, provjetravanje, osvjetljenje, grijanje i sl.), 3) troškovi osiguranja i 4) ostali eventualni troškovi (zakupnina za skladišni prostor, posebno čuvanje itd.). Osom toga, zalihe materijalnih vrijednosti vremenom se obezvrjeđuju, npr. zbog pojave novih vrsta materijala, podložnosti kvarenju, utjecaja mode, fizičkog propadanja i sličnih okolnosti, tako da opada i njihova tržišna vrijednost. Tako viškovi materijalnih oblika obrtnih sredstava utječu na dva načina nepovoljno na dobit: **a) izazivaju troškove i b) umanjuju prihode**. Da bi se pokazalo kretanje tih dviju pojava (rast troškova zaliha i opadanja tržišne vrijednosti zaliha) sastavljen je numerički primjer.

Kretanje troškova prihoda kod viškova materijalnih oblika obrtnih sredstava

Tabela 4.3.

Trenutak valorizacije zaliha	Nominalna (knjigovodstvena) vrijednost	Smanjenje vrijednosti (godišnje)	Tržišna vrijednost (1 - 2)	Troškovi zaliha	Neto vrijed. (3 - 4)	Negativni utjecaj na dobit(2+4)
0	1	2	3	4	5	6
U momentu nabavke	100	0	100	0	100	0
Krajem 1. godine	100	10	90	15	75	25
Krajem 2. godine	100	20	80	30	50	50
Krajem 3. godine	100	30	70	45	25	75
Krajem 4. godine	100	40	60	60	0	100

U primjeru se pretpostavlja da viškovi materijalnog oblika na zalihi izazivaju godišnje troškove po stopi od 15% od nabavne (knjigovodstvene, nominalne) vrijednosti materijala i ponašaju kao proporcionalni troškovi. Zatim je pretpostavljeno da se tržišna vrijednost zaliha smanjuje (devalvira) po stopi 10% od nominalne vrijednosti, i to proporcionalno s tijekom vremena. Tako je došlo do negativnog utjecaja viškova zaliha materijalnih vrijednosti na godišnji financijski rezultat (dobit) po stopi od 25% od njihove nominalne (nabavne) vrijednosti.²² Odbijanjem troškova

²² Do postupka negativnog utjecaja zaliha koje se ne obrću na financijski rezultat 25% vrijednosti zaliha došli smo rješavanjem problema veličine zaliha u jednom proizvodnom poduzeću međutim, kao potvrdu tome navodimo i mišljenje da "u industrijski razvijenim zemljama troškovi čuvanja zaliha često čine oko 25% od vrijednosti zaliha. Sastav tih troškova je uglavnom slijedeći : zastarjelost, kamata na sredstva zaliha, fizičko propadanje, vanjsko rukovanje i distribucija, transport, osiguranje i lakše rukovanje u skladištu.

zaliha i smanjenja tržišne vrijednosti zaliha (u stvari negativnog utjecaja na financijski rezultat) od nominalne vrijednosti izvedena je kategorija “**neto vrijednosti**”.

Za razliku od viškova materijalnih obrtnih sredstava koji u svim oblicima i vrstama negativno utječu na dobit, s manjkovima to ne mora biti slučaj. Naime, **manjkovi** zaliha gotovih proizvoda i trgovinske robe mogu povoljno utjecati na dobit (naravno, ako se ne radi o dijelovima složenih gotovih proizvoda zbog čega se ne može izvršiti isporuka ili ako se ne radi o proizvodima zbog kojih se gube pozicije na tržištu). Međutim, manjkovi zaliha materijala sasvim će sigurno negativno utjecati na dobit. **Nedostatak potrebnih materijala izaziva zastoje u proizvodnji, odnosno smanjenje obujma proizvodnje. Posljedica tog jest povećanje fiksnih troškova po jedinici proizvoda i sniženje financijskog rezultata, tj. dobit.**

Što se tiče manjkova obrtnih sredstava u nedovršenoj proizvodnji, oni mogu povoljno utjecati na dobit ako se radi o međusobno neovisnim proizvodima i **ako su ti manjkovi rezultat bržeg obrtanja**, odnosno veće produktivnosti rada ili veće ekonomičnosti. Inače, u drugim slučajevima manjkovi obrtnih sredstava u nedovršenoj proizvodnji negativno će utjecati na dobit (to posebno vrijedi za tzv. faznu proizvodnju). Zbog **nemogućnosti održavanja kontinuiteta planiranog** obujma proizvodnje, ostvarit će se manja količina proizvoda od planirane, tj. postići će se niži stupanj zaposlenosti, povećati jedinična cijena koštanja (utjecaj fiksnih troškova) i tako smanjiti dobit.

Prema tome, manjkovi obrtnih sredstava u obliku zaliha materijala i nedovršene proizvodnje u pravilu će negativno utjecati na dobit poduzeća, dok s **manjkovima zaliha gotovih proizvoda to ne mora biti slučaj.**

4.2.4. Odstupanje od optimuma kod novčanih obrtnih sredstava

Viškove i manjkove novčanih sredstava, za razliku od drugih oblika obrtnih sredstava, treba očekivati u poslovanju privredne organizacije **kao rezultantu kvaliteta reprodukcije**. Ta odstupanja od optimuma ovise o odnosu vrijednosti **outputa i inputa procesa** reprodukcije, i o vremenskim razmacima u kojima se vrši raspodjela (naravno, uz isključenje utjecaja svih drugih faktora).

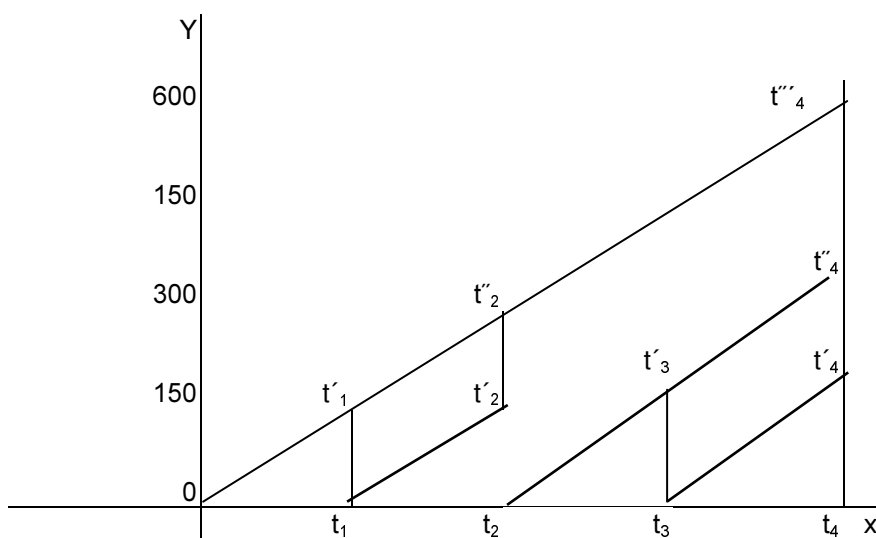
Višak novčanih obrtnih sredstava jest, u pravilu nepodijeljena dobit (tj. ostatak ukupnog prihoda nakon što su iz njega nadoknađeni prenesena vrijednost i ukalkulirani dio dobiti sadržan u realiziranim proizvodima i uslugama). **Ali, može nastati i uslijed** drugih okolnosti (npr. tekući primici kojim još nisu podmirene obaveze i slično).

Što se tiče viška novčanih obrtnih sredstava koji proizlazi iz dobitka, on će biti to veći što je koeficijent odnosa output/input veći od jedan i što su vremenski međusobno više udaljeni momenti raspodjele.

Utjecaj učestalosti raspodjele na viškove novčanih sredstava prikazan je u slijedećoj skici .

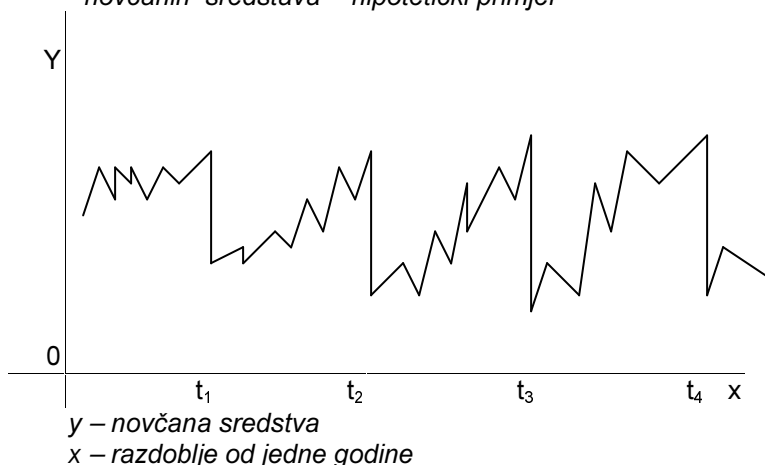
Ako se raspodjela ostvarene dobiti, vrši jednom godišnje (os apscisa do točke t_4 predstavlja razdoblje od jedne godine dana), tada će se stvoriti višak novčanih sredstava koji je predstavljen likom $O-t_4-t''_4$; ako se raspodjela vrši dva puta godišnje, viškove novčanih sredstava predstavljat će likovi $O-t_2-t'_2$ i $t_2-t_4-t'_4$; odnosno ako se raspodjela vrši četiri puta u toku godine (npr. krajem svakog tromjesečja), viškove će predstavljati likovi $O-t_1-t'_1$, $t_1-t_2-t'_2$, $t_2-t_3-t'_3$ i $t_3-t_4-t'_4$. Iz toga proizlazi da će se u slučaju da se raspodjela dobiti vrši **dva puta godišnje smanjiti višak novčanih sredstava** (na našem grafičkom prikazu za lik $t_2-t'_4-t''_4-t'_2$): **odnosno ako se raspodjela vrši četiri puta godišnje, to će smanjenje biti jače** još i za likove $t_1-t'_2-t'_1$ i $t_3-t'_4-t''_4-t'_3$.

Viškovi novčanih obrtnih sredstava u praksi ipak ne nastaju ravnomjerno s tokom vremena, kako je to prikazano na slici. Samo kad bi rokovi dospjeća obaveza bili savršeno sinkronizirani s dinamikom priliva novčanih sredstava, a kružno kretanje vrijednosti sredstava odvijalo kontinuirano i u nepromijenjenom vrijednosnom obujmu, viškovi novčanih obrtnih sredstava stvarali bi se ravnomjerno s tokom vremena. **Budući da se u praksi takva sinkronizacija ne može ostvariti, to, i ti viškovi nastaju neravnomjerno.**



Y - novčana sredstva
X - vrijeme

Grafikon 4.1. Grafički prikaz utjecaja učestalosti raspodjele na viškove novčanih sredstava - hipotetički primjer



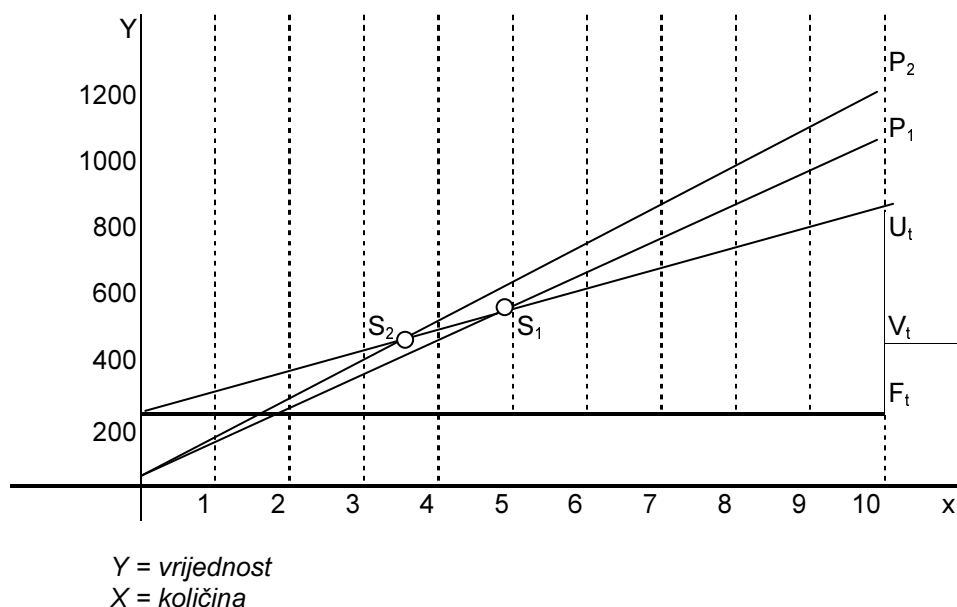
Grafikon 4.2. : Grafički prikaz kretanja novčanih sredstava neraspoređenog dobitka tokom godine u povezanosti s kvartalnom raspodjelom

Na grafikonu 4.1. prikazan je utjecaj učestalosti raspodjele dobiti na visinu novčanih obrtnih sredstava u privrednoj organizaciji uz pretpostavku da se poslovanje odvija kontinuirano i s pozitivnim čistim financijskim rezultatom te da se isplate korisnicima dobiti vrše kvartalno. Momenti raspodjele su 15. veljače (za prošlu godinu), 25. travnja, 25. srpnja i 25. listopada. Budući da se raspodjela obavlja gotovo jedan mjesec nakon završetka razdoblja na koje se odnosi, to novčana sredstva ni u jednom momentu neće stići do vrijednosti 0 (nula). Naravno, u slučaju utjecaja raznih drugih faktora (kao što su neredovita prodaja proizvoda i naplata potraživanja, suviše visoke dospjele obaveze u odnosu na raspoloživa sredstva, veće stvarne nabavke od planiranih, itd.) kretanje novčanih sredstava može biti i drukčije.

Ocjena značenja viškova novčanih obrtnih sredstava ovisi o stanovištu s kojeg se pri tome polazi. Ako se, npr., pođe od želje za što većom solventnošću, onda takvi viškovi mogu biti poželjni. Budući da se pod solventnošću razumijeva sposobnost privredne organizacije da u svakom momentu udovolji dospjelim obavezama plaćanja, to je očigledno da će ta sposobnost biti veća što se raspoložuje sa više novčanih sredstava. Međutim, ako viškove novčanih obrtnih sredstava promatramo sa stanovišta njihova utjecaja na dobitak, onda oni neće biti poželjni.

Viškovi novčanih obrtnih sredstava nepovoljni su zbog toga što raspolaganje njima izaziva troškove koji se sastoje najmanje od kamata koje se plaćaju izvorima. Budući da se novčana sredstva mogu iskoristiti barem tako da se njima ostvaruju prihodi (oročavanjem kod banke, kreditiranjem drugih

subjekata, promptnim plaćanjem faktora dobavljačima koji odobravaju kasa-skonto itd.), to je grafički prikazano na grafikonu 4.3.



Grafikon 4.3. : Grafički prikaz čistog financijskog rezultata pri i bez iskorištenja viškova novčanih sredstava.

Na toj slici fiksni troškovi prikazani su pravcem f_t , koji je paralelan s apscisom, dok ukupne troškove prikazuje pravac U_t . Varijabilni troškovi su prikazani u rasponu između F_t i U_t . Prihode koji se ostvaruju pri postojanju viškova novčanih obrtnih sredstava prikazuje pravac P_1 , a one koji bi se ostvarili kad bi se racionalno iskoristili ti viškovi prikazuje pravac P_2 . Pri tome se pretpostavlja da će viškovi novčanih sredstava biti veći na višem stupnju zaposlenosti, pa je i pravac P_2 u početku bliži, a kasnije sve dalji od pravca P_1 . U slučaju racionalnog korištenja viškova novčanih sredstava pomaknula bi se i točka u kojoj se prelazi iz zone gubitka u zonu dobitka (u anglosaksonskoj literaturi ta se točka naziva “**break-even point**”) prema ordinati (na grafikonu od S_1 na S_2) tj. prema stupnju zaposlenosti.

Manjkovi novčanih obrtnih sredstava nastaju u poslovanju privredne organizacije po istim zakonomjernostima kao i viškovi, ali u suprotnim smjerovima. Naime, uz ostale neizmijenjene okolnosti (kontinuirano odvijanje obrta vrijednosti sredstava uz neizmijenjeni vrijednosni obujam ulaganja) **manjkovi obrtnih sredstava bit će to veći** što je odnos output/input manji od jedan (1) i **što su vremenski udaljeniji momenti raspodjele**. Pretpostavimo li da se u momentu raspodjele nadoknađuje manjak novčanih obrtnih sredstava, onda će privrednoj organizaciji u pogledu solventnosti **biti to**

teže što se više približava moment raspodjele, a najlakše u momentu raspodjele. Uostalom, to se može zaključiti i na temelju grafičkog prikaza, grafikon 4.1., s tim što će se sve promjene odvijati u četvrtom umjesto u prvom kvadrantu koordinatnog sistema. U stvari, sve točke koji su na ordinati imale pozitivne vrijednosti zadržat će ih, ali s negativnim predznakom (npr. točka t''_4 imat će vrijednost $Y = -600$ umjesto $+600$), pa će izgledati okrenute za 180° oko osi apscise. Inače, sve napomene dane u vezi s nastajanjem viškova obrtnih sredstava u praksi vrijede na odgovarajući način i za manjkove.

Negativni utjecaj manjkova novčanih obrtnih sredstava na dobit ogleda se u pojavi dodatnih troškova, kojih ne bi bilo da je privredna organizacija raspolagala novčanim sredstvima u potrebnom iznosu. Naime, uslijed nedostatka novčanih sredstava kojima bi se podmirile dospjele obaveze **insolventnost**. Zbog toga se obično plaćaju tzv. **zatezni kamati i eventualni sudski troškovi**. Ti kamati i sudski troškovi nepotrebno povećavaju ukupne troškove i tako smanjuju dobit.

Manjkovi novčanih obrtnih sredstava mogu nepovoljno utjecati na dobit i putem smanjenja obujma proizvodnje i poslovanja. To će se dogoditi ako se dobavljačima robe i usluga mora plaćati unaprijed. Budući da ne raspolaže dovoljnim iznosom novčanih sredstava privredna organizacija će ostati bez potrebnih sirovina, materijala ili usluga, pa će se smanjiti i obujam proizvodnje.

5. MJERE I METODE ZA OPTIMALIZACIJU OBRTNIH SREDSTAVA U TRGOVAČKOM DRUŠTVU

5.1 PITANJE IZBORA NAJRAACIONALNIJIH MJERA ZA OSTVARENJE OPTIMUMA SREDSTAVA

5.1.1. Opće mjere za ostvarenje racionalnog poslovanja obrtnim sredstvima

U dosadašnjim razmatranjima utvrdili smo da trgovačko društvo ima potrebu za onom veličinom i strukturom obrtnih sredstava koja će mu omogućiti maksimalizaciju dobitka. Takva (optimalna) veličina i struktura obrtnih sredstava se ostvaruje kada su raspoloživa obrtna sredstva jednaka potrebnim po svim vrstama, skupinama i u ukupnom iznosu. Isto je tako, međutim, rečeno da je takva kombinacija veličine i strukture obrtnih sredstava u praksi teško ostvariva. **Obrtna sredstva će se u trgovačkom društvu obično nalaziti bliže ili dalje od te optimalne kombinacije.** Što se više približe optimalnoj kombinaciji, to će i utjecaj veličine i strukture obrtnih sredstava na dobit biti povoljniji, dakako, i obratno.

U vezi s optimalnom kombinacijom treba ukazati i na povezanost veličina raspoloživih i potrebnih obrtnih sredstava. Ta povezanost proizlazi iz

činjenice da se veličina i struktura potrebnih obrtnih sredstava utvrđuju na temelju ostvarenog obujma i tokova poslovanja u prošlosti i planiranog odvijanja poslovanja u budućnosti. **Drugim riječima, racionalno poslovanje obrtnim sredstvima u prošlosti povoljno će utjecati na veličinu potrebnih obrtnih sredstava, jer će se potrebe planirati na manjoj razini.** Budući da će poduzeće nastojati da se raspoloživim obrtnim sredstvima što je moguće više približi optimalnoj kombinaciji, to na taj način dolazi do izražaja i utjecaj potrebnih obrtnih sredstava na stvarno raspoloživa obrtna sredstva.

Suština racionalnog poslovanja obrtnim sredstvima svodi se na zahtijeva da se što manjom masom tih sredstava ostvare planirani rezultati. U osnovi to je princip **ekonomičnosti** koji, kako kaže J.Gojanović, u najširem smislu znači **“određeni rezultat ostvariti s najmanjim mogućim sredstvima, ili s određenim sredstvima ostvariti što je moguće veći rezultat.** Iz toga proizlazi da se **princip ekonomičnosti temelji s jedne strane na zahtjevu štedljivosti sredstava, a s druge strane na zahtjevu maksimuma rezultata.”**²³ Polazeći upravo od principa ekonomičnosti, proizlazi da se poslovanje obrtnim sredstvima može **racionalizirati uglavnom:**

a) smanjenjem vrijednosti obujma ulaganja obrtnih sredstava i

b) povećanjem brzine kružnog kretanja vrijednosti

Pod smanjenjem vrijednosti obujma ulaganja misli se na takve uštede kojima se ne smanjuje kvaliteta gotovih proizvoda, ne snižuje prodajne cijene i dobitak. **To znači da se pod tim misli na različite supstitucije** kojima se smanjuje masa angažiranih obrtnih sredstava - npr.skupljih materijala jeftinijima, skupljih tehnoloških metoda odgovarajućim jeftinijim metodama itd.

Na racionalno poslovanje obrtnim sredstvima može se utjecati brojnim mjerama. P.S. Byčkov svrstao je takve mjere u tri osnovne grupe: 1) **općeprivredne;** 2) **općeindustrijske** i 3) **unutarprivredne** (unutargranske, tvorničke, pogonske).

U općeprivredne mjere povišenja obrtnih sredstava Byčkov ubraja:”razvitak nauke i tehnike; poboljšanje teritorijalnog razmještaja industrije u okviru zemlje; izmjenu strukture proizvodnje i potrošnje proizvodnih i sintetičkih vrsta sirovina i materijala; poboljšanje strukture energetske bilance zemlje; preispitivanje i usavršavanje cijena na veliko sredstava za proizvodnju. **Općeindustrijski izvori** ekonomije obrtnih sredstava jesu: koncentracija, specijalizacija, kooperiranje i kombiniranje na bazi unifikacije, normalizacije i standardizacije proizvodnje; široko uvođenje progresivne tehnologije, kompleksne mehanizacije i automatizacije proizvodnje; usvajanje savršenih i visokoproduktivnih strojeva i uređaja i dr.; povišenje kvaliteta i asortimana industrijskih proizvoda i solidnosti (trajnosti) strojeva i uređaja u korištenju;

²³ J.Gojanović, Mjere i metode za unapređenje ekonomičnosti u industrijskim poduzećima, izd.”Tehnička knjiga”, Zagreb, 1961. str.11.

unutarprivredni - kvalitetna priprema sirovina i materijala u skladu s potrebama proizvodnje; organizacija prikupljanja i korištenja uzgrednih sirovinskih i toplotno-energetskih resursa; usavršavanje tehnoloških procesa; racionalizacija ograničenih isporuka materijala; uočavanje ostatka neprodanih gotovih proizvoda i njihova realizacija ...”²⁴

Usavršavanje organizacije i tehnologije proizvodnje i režima rada strojeva, primjena bržih metoda obrade, ubrzanih tehnoloških procesa, smanjenje zastoja strojeva u radnoj smjeni, proširivanje u nekim slučajevima rada u smjenama racionalno korištenje proizvodnog prostora - sve to skraćuje proizvodni ciklus i istovremeno poboljšava korištenje osnovnih sredstava ...

5.1.2. Povezanost odgovornosti osnovnih funkcija u privrednoj organizaciji s visinom angažiranih obrtnih sredstava po fazama kružnog toka

Osim nabrojanih mjera, koje su uglavnom ili općeprivrenog karaktera ili se odnose na proizvodni proces u užem smislu, takve mjere mogu se poduzimati i na drugim područjima poslovanja u privrednoj organizaciji. Pođemo li od činjenice da su u proizvodnoj privrednoj organizaciji obrtna sredstva obično angažirana u zalihama sirovina i materijala, nedovršenoj proizvodnji, zalihama gotovih proizvoda, potraživanjima od kupaca, novčanim sredstvima i eventualno u obliku avansa kod dobavljača, njihov će nivo u svakoj od tih faza jednim dijelom **ovisiti i o radu odgovarajućih službi**, prvenstveno onih koje obavljaju poslove i djelatnosti tzv. osnovnih **funkcija - nabave, proizvodnje, prodaje i financija**.

Nabavna služba utječe na visinu **obrnih sredstava angažiranih kod dobavljača** (ugovaranje uvjeta plaćanja isporuke robe, izbor dobavljača obzirom na rokove plaćanja faktura itd.) i na **visinu zaliha sirovina i materijala** (pridržavanje optimalne veličine nabavke itd.). Visina obrtnih sredstava angažiranih u **zalihama sirovina i materijala** ovisi i o radu **proizvodnih službi** (pridržavanje normativa potrošnje, smanjenje otpada u proizvodnji, pravilno rukovanje sitnim inventarom, standardizacija i tipizacija sirovina i drugih materijala itd.). Isključivo proizvodne službe utječu na visinu angažiranih obrtnih sredstava u **nedovršenoj proizvodnji** (tehnička i materijalna priprema proizvodnje, normativa potrošnje vremena i predmeta rada, izbor odgovarajućeg načina rada, studij vremena, rada i pokreta itd.). **Proizvodne službe utječu djelomično** i na visinu angažiranih obrtnih sredstava u zalihama **gotovih proizvoda** (pridržavanje) planirane dinamike predaje gotovih proizvoda skladištu, izrada proizvoda odgovarajućeg kvaliteta itd.).

²⁴ P.S. Byčkov, Oborotnye sredstva socialističeskikh promyšlennyyh predpriyatij, izd. "Ekonomika"; Moskva, 1966. str.115.



Shema br. 4.1.

Prodajna služba utječe kvalitetom svojega rada uglavnom na **visinu zaliha gotovih** proizvoda i na **potraživanja od kupaca** (izbor sredstava i putova ekonomske propagande, istraživanje tržišta, izbor kupaca koji redovito plaćaju itd.). **Konačno o uspješnosti rada financijske službe** ovise dijelom visina i raspored novčanih obrtnih sredstava, visina potraživanja od kupaca i drugih dužnika (poduzimanje mjera za pravovremenu naplatu potraživanja od dužnika, pravovremeno ispostavljanje virmanskih naloga za plaćanje dobavljačevih faktura, zahtjev za poštovanjem financijske discipline, izbor najpovoljnijeg kreditora, konstrukcija financijskih angažmana, pravilno utvrđivanje potreba za novčanim sredstvima itd.).

Na osnovi sheme 4.1. ne treba, međutim, zaključiti da isključivo naznačene službe utječu na visinu angažiranih obrtnih sredstava u odnosnim fazama. Štoviše, ponekad može biti jači utjecaj neke druge službe na visinu angažiranih sredstava u određenoj fazi od one koja je na shemi naznačena. Tako je, npr., u shemi naznačeno da visina raspoloživih novčanih sredstava ovisi o **radu financijske službe**. **To će vrijediti samo u slučaju ako su sve druge službe, u prvom redu nabava, proizvodnja i prodaja, ispunile svoje planske zadatke.** U protivnom, neostvarivanje planskih zadataka bilo koje od tih službi može uvjetovati nedostatak financijskih sredstava, koji se možda neće moći otkloniti ni najboljim radom i zalaganjem financijske službe. Slično je i s povezanošću uspješnosti rada drugih službi trgovačkog društva s visinom angažiranih obrtnih sredstava po pojedinim fazama.

Osim navedenih službi, koje obavljaju četiri temeljne grupe poslova u trgovačkom društvu na visinu angažiranih obrtnih sredstava mogu utjecati i druge službe. **Tako, npr., knjigovodstvo može** pridonijeti smanjenju angažiranih obrtnih sredstava pravovremenim izvještavanjem o prekoračenjima **optimalne visine** zaliha, pravovremenim izvještavanjem o zalihama koje

nepotrebno stoje u skladištu, pravovremenim izvještavanjem o **stanju potraživanja od kupaca** s naznakom rokova dospjeća za naplatu, itd.; **planska služba** može pridonijeti racionalnijem poslovanju obrtnim sredstvima primjenom pravilnog postupka planiranja potrebnih obrtnih sredstava, korigiranjem veličine potreba u ovisnosti o značajnijim promjenama u planu poslovanja, itd.; **Služba analize** može pridonijeti racionalnijem korištenju obrtnih sredstava **ukazivanjem na odstupanja** raspoloživih obrtnih sredstava od potrebnih i slično.

Na visinu angažiranih obrtnih sredstava može se povoljno utjecati i koordiniranjem poslovnih odluka na području **“robnih” politika** (nabava, proizvodnja, prodaja) **s financijskom politikom**. **F.Krajčević** u vezi s tim ističe da na području pojedinih politika treba ispitati naročito ove odluke :²⁵

-u nabavnoj politici : a) putove nabave materijala, b) broj dobavljača i odnose prema njima, c) količina i vrijeme dobave i d) opseg uskladištenja materijala;

-u proizvodnoj politici: a) oblike proizvodnje , b) metode proizvodnje, c) broj proizvoda, d) faze proizvodnje, e) količinu (opseg) proizvodnje i f) istraživanje (razvijanje) proizvodnje;

-u prodajnoj politici: a) organizacione oblike prodaje, b) oblikovanje proizvoda (prema kvaliteti i diferenciranju), c) prodaju, asortiman proizvoda i ekonomski publicitet, d) politiku prema kupcima, e) politiku cijena, f) politiku skladišta gotovih proizvoda i g) uvjete plaćanja i otpreme;

-u financijskoj politici: a) je li za otvaranje nekog plana potrebno u većoj mjeri pribjeći vlastitom ili tuđem, kratkoročnom ili dugoročnom financiranju, b) da li se potrebna financijska sredstva mogu i na koji način nabaviti, c) kako su se pojedine financijske mjere odrazile na likvidnost privredne organizacije i d) kako su odluke financijske prirode utjecale na investicije, a s tim u vezi i na zaposlenost, iskorištenje kapaciteta te na ekonomičnost i rentabilnost.

5.1.3. Postupak optimalizacije obrtnih sredstava

Osim navedenih vjerojatno je da postoje i druge poslovne odluke koje bi trebalo ispitati u svrhu racionalnijeg poslovanja obrtnim sredstvima. Mjere i načini za racionalnije korištenje obrtnih sredstava i, u vezi s tim, donošenje odgovarajućih poslovnih odluka toliko su različiti i brojni da ih je sve gotovo nemoguće navesti. Različitost i mnogobrojnost tih mjera proizlaze iz različitih predmeta poslovanja pojedinih organizacija (u industriji, trgovini, poljoprivredi, saobraćaju itd.), iz drukčije vrste tehnološkog procesa (pojedinačna, maloserijska, velikoserijska ili masovna proizvodnja), iz njihove različite veličine, lokacije (vezanost za sirovinsku bazu ili za mjesto potrošnje, vrste i stanja prometnica i slično), organizacijske strukture i drugih okolnosti. **Međutim, uza**

²⁵ F.Krajčević, Analiza poslovanja poduzeća, Sveučilište u Zagrebu , 1960, str.109:110

sve te različitosti može se u svrhu ostvarivanja optimalne kombinacije veličine i strukture obrtnih sredstava u trgovačkom društvu dati jedan općevažeći postupak. Taj bi postupak obuhvatio slijedeće aktivnosti:

- a) **izračunati (planirati) potrebe** za obrtnim sredstvima po najvažnijim vrstama, skupinama i u ukupnom iznosu;
- b) **utvrditi raspoloživa** obrtna sredstva po najvažnijim vrstama, skupinama i u ukupnom iznosu;
- c) **usporediti raspoloživa** obrtna sredstva s potrebnim obrtnim sredstvima po najvažnijim vrstama, skupinama i u ukupnom iznosu i iskazati odstupanja;
- d) **odrediti ekonomsko značenje** odstupanja;
- e) **donijeti poslovne odluke** kojima će se na najpovoljniji način eliminirati određena odstupanja od optimuma i
- f) **provesti odluke** o eliminaciji odstupanja.

Potrebe za obrtnim sredstvima računaju se kalkulacijom optimalno potrebnih obrtnih sredstava, koji je prikazana u daljem tekstu. Tako se dolazi do niza obrtnih sredstava koji je označen u modelu optimalizacije sa “P” tj. “**potrebna obrtna sredstva**”.

Raspoloživa obrtna sredstva “R” utvrđuju se na temelju **knjigovodstvenih podataka**. Pri tome se koriste prvenstveno podaci iz Knjigovodstvenih analitičkih evidencija. Glavna knjiga (sintetička knjigovodstvena evidencija) nije od većeg značaja u ostvarivanju modela veličine i strukture obrtnih sredstava u praksi.

Nakon što se srede podaci o navedena dva niza obrtnih sredstava sastavljaju se “iskazi odstupanja raspoloživih od optimalnih potrebnih obrtnih sredstava”, u kojima se navode po najvažnijim vrstama, zatim podskupinama i skupinama viškovi i manjkovi obrtnih sredstava.

Nakon što su izračunana i u iskazima navedena odstupanja treba im odrediti ekonomsko značenje. **Dio tih odstupanja kreće se unutar tzv. zone optimalnosti** pa će ih se u praksi morati tolerirati jer su posljedica okolnosti da su nizovi sredstava različiti po svojoj naravi - jedan predstavlja, npr., trenutne, drugi prosječne veličine; jedan predstavlja kontinuiranu, drugi diskontinuiranu pojavu itd.

Osnovni kriterij za određivanje perspektive odstupanja jest njegov utjecaj na dobitak. Kada neko odstupanje od optimuma utječe na dobitak nepovoljno, treba ga eliminirati. Kada pak utječe u postojećem obliku **manje nepovoljno** nego u bilo kojem drugom **treba ga tolerirati** sve dok se ne pronađe povoljniji oblik u koji će se transformirati. Određivanje značenja odstupanja ujedno je sastavni element donošenja odluke o postupanju s odstupanjem.

Odluku o eliminaciji odstupanja predlaže stručni organ koji obavlja poslove funkcije koja je odgovorna za visinu angažiranih sredstava u određenom obliku (vidi

shemu 1.), a donosi poslovodni organ. U odluci se navodi organizacioni dio organizacije koji će odluku provesti.

Nakon što se donese i provede odluka o eliminaciji viškova i manjkova obrtnih sredstava treba o njezinim efektima informirati organ koji je odluku donio.

Primjenom opisanog postupka može se u svakoj organizaciji, bez obzira na to kojoj grani pripada, kakvu vrstu proizvodnog procesa primjenjuje i slično, racionalizirati poslovanje obrtnim sredstvima. Izborom i donošenjem najpovoljnijih poslovnih odluka kojima će se raspoloživa obrtna sredstva približiti potrebnim izvršit će se i povoljan utjecaj obrtnih sredstava na dobitak.

5.2. PLANIRANJE POTREBA ZA OBRTNIM SREDSTVIMA

5.2.1. *Pristup planiranju potreba za obrtnim sredstvima s objašnjenjem tzv. “dodatnih” i “obrotnih” sredstava*

Da bi se održao kontinuitet kružnoga kretanja vrijednosti, određena sredstva moraju biti stalno angažirana u svim fazama i podfazama kružnog toka. To znači da vrijednost neprekidno cirkulira u kružnom toku, odnosno da će se u svakom trenutku nalaziti u zalihama sirovina i drugih materijala, zalihama sitnog inventara i ambalaže, u proizvodnom procesu, zalihama gotovih proizvoda i robe, potraživanja od kupaca i drugih dužnika i u novčanom obliku.

Veličina potreba za obrtnim sredstvima, kao što je ranije rečeno, ovisi o čitavom nizu faktora. Međutim, utjecaj svih faktora **izražava se uglavnom putem: a) vrijednosnog obujma ulaganja, i b) brzine kružnog kretanja vrijednosti**. Da bi se pokazao njihov utjecaj na veličinu potreba za obrtnim sredstvima, sastavili smo i jedan hipotetički primjer.

U primjeru se polazi od pretpostavki: ²⁶

- a) da se kružno kretanje vrijednosti odvija kontinuirano i u nepromijenjenom vrijednosnom obujmu;
- b) da troškove proizvodnje čine samo utrošeni materijal, amortizacija i akontacioni iznosi plaća;

²⁶ Prema radu R. Tepšića “Planiranje likvidnosti” objavljeno u knjizi Crnković, Tepšić, Handžeković, Politika likvidnosti poduzeća, “Informator”, Zagreb, 1973.

- c) da se novčana sredstva pribavljaju i ulažu u kružni tok svakodnevno u visini dnevne potrebe;
- d) da se sredstva u tzv.prvom obrtaju ulažu najprije u zalihe materijala odnosno u fazu “nabave”, a tek nakon toga i u fazu “proizvodnje”;
- e) da se novčana sredstva amortizacije izdvajaju svakodnevno isto kao i isplate akontaconih iznosa plaća;
- f) da se prva izdvajanja novčanih sredstava amortizacije i isplata akontacionih iznosa plaća izvršavaju prvog dana kad započne proizvodni proces;
- g) da se plaće nabavne službe i drugi izdaci u vezi s nabavom uračunavaju u nabavnu vrijednost materijala i isplaćuju svakodnevno u času nabave;
- h) da se u nabavu ulaže dnevno 50 novčanih jedinica, a tolika je vrijednost svakodnevne potrošnje materijala, da amortizacija iznosi dnevno 10 novčanih jedinica i da se dnevno isplaćuje radnicima 30 novčanih jedinica.
- i) da se za utrošenih 90 novčanih jedinica ostvaruju u procesu proizvodnje i priznaje prodajom na tržištu 100 novčanih jedinica.
- j) da se razlika realizacije u iznosu od 10 novčanih jedinica dijeli svakodnevno;
- k) da se kružno kretanje vrijednosti odvija vremenski po fazama kako je to prikazano na shemi 4.2.

*Trajanje obrtnog razdoblja
po fazama kružnog toka*

		<u>Faze</u>					
N	Nabava	Zalihe materijala	Proizvodnja	Zalihe gotovih proizvoda	Prodaja	Potražnja	N ₁
	5	10	20	15	8	14	
		<u>Dani</u>					

Shema 4.2.

Kao što se vidi na shemi 4.2., stalno angažirana obrtna sredstva su ne samo u materijalnim zalihama i u potraživanjima od dužnika nego i u fazama nabave i prodaje. U stvari, pošlo se od pretpostavke da sirovine i materijal što ih kupuje organizacija kao i gotovi proizvodi što ih prodaje, putuju na njezin rizik.

Ako bi se kružno kretanje vrijednosti odvijalo uz sve nabrojene pretpostavke (od a do k), organizaciji bi bilo potrebno obrtnih sredstava: prvog dana 50, drugog dana 100, trećeg dana 150 novčanih jedinica, itd. U različitim trenucima trajanja prvog obrtaja bilo bi potrebno angažirati obrtnih sredstava u iznosu navedenim u tabeli 4.4.

*Račun potrebnih obrtnih sredstava
(na hipotetičnom primjeru)*

Tabela 4.4.

Faza obrtaja	Trajanje obrtaja	Dnevno angažirana sredstva	Angažirana sredstva u pojedinim momentima prvog obrtaja						
			1. dana	5. dana	15. dana	35. dana	50. dana	58. dana	72. dana
Nabava	5	50	50	250	250	250	250	250	250
Zalihe materijala	10	50			500	500	500	500	500
Proizvodnja	20	90				1.800	1.800	1.800	1.800
Zalihe gotovih proizvoda	15	90					1.350	1.350	1.350
Realizacija	8	90						720	720
Potraživanja	14	90							1.260
Ukupno angažirana obrotna sredstva	72		50	250	750	2.550	3.900	4.620	5.880

Kao što se vidi iz tabele 4.4. potreba za obrtnim sredstvima iznosi u našem primjeru 5.880 novčanih jedinica. Kad bi se kružno kretanje vrijednosti stalno odvijalo uz ranije pretpostavke, organizaciji bi bila potrebna obrtna sredstva i u svim kasnijim obrtajima u istom iznosu. **Prema tome to su trajna obrtna sredstva potrebna** toj organizaciji za nesmetano odvijanje poslovanja.

Pošto su na izloženi način izračunana potrebna obrtna sredstva, mogu se izračunati i tzv. **koeficijenti obrtaja**. Te ćemo koeficijente računati uz pretpostavku da je 73. dan kružnoga kretanja prvi dan nove poslovne godine. U toku te godine organizacija bi ostvarila ukupni prihod od 36.000 novčanih jedinica, dok bi cijena koštanja realiziranih proizvoda iznosila 32.400 novčanih jedinica. Proizlazi da bi se u tom razdoblju ostvario dobitak od 3.600 novčanih jedinica.

Koeficijent obrtaja ukupnih obrtnih sredstava može se izračunati na bazi cijene koštanja ili na bazi cijene realizirane proizvodnje. Za tu svrhu primijenit ćemo formulu

$$k_0 = \frac{E}{M} \quad (4.19.)$$

gdje k_0 označava koeficijent obrtaja, E efekt i M masu. Ako se u formulu (4.19.) uvrste podaci iz našeg primjera, dobit ćemo koeficijent obrtaja na bazi ukupnog prihoda 6,12 (36.000:5.880), odnosno na bazi cijene koštanja realizirane proizvodnje 5,51 (32.400 : 5.880). **Za utvrđivanje potrebnih obrtnih sredstava racionalnije je računati s koeficijentom obrtaja na bazi cijene**

koštanja. I to zbog toga što u fazi kružnoga kretanja “potraživanja od kupaca” nema potrebe za obrtnim

sredstvima u visini ukupnih potraživanja nego samo u visini cijene koštanja (opet uz pretpostavku da se dobitak dijeli tek nakon naplate realizacije).

Primjenom formule (4.19.) mogu se izračunati i koeficijenti obrtanja svakog dijela obrtnih sredstava. S podacima iz našeg primjera to je učinjeno u tabeli (4.5.).

Na istom primjeru možemo objasniti i tzv. “dodatne” i “odbitne” stavke, tj. iznose za koje treba korigirati veličinu izračunanih potreba za obrtnim sredstvima.

Koeficijenti obrtanja pojedinih dijelova obrtnih sredstava

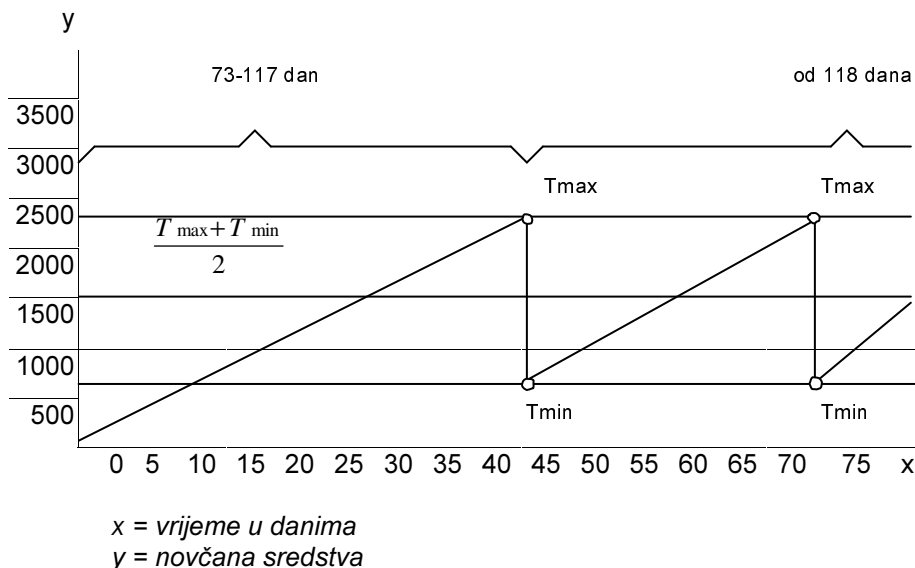
Tabela 4.5

Faza obrtaja	Masa (stanje)	Efekt (izlaz)	Koeficijenti obrtanja	Trajanje obrtanja u danima (360/koef.)
Nabava	250	18.000	72	5
Zalihe materijala	500	18.000	36	10
Proizvodnja	1.800	32.400	18	20
Zalihe gotovih proizvoda	1.350	32.400	24	15
Realizacija	720	32.400	45	8
Potraživanja	1.260	32.400	25,71	14
Ukupno obrtna sredstva	5.880	32.400	(5,51)*	(65)*

**Koeficijent obrtaja računan na bazi odnosa efekta i mase, a broj dana trajanja obrtaja ukupnih sredstava na bazi odnosa broja dana u godini (zaokruženo na 360) i koeficijenta obrtaja.*

U primjeru je pretpostavljeno da se svakog dana nakon završetka prvog ciklusa obrtaja prima u obliku novca 100 novčanih jedinica. Od toga se svakodnevno ulaže u kružni tok 90 novčanih jedinica i 10 raspodjeljuje. Pretpostavimo, međutim, da se svakodnevno ulaže 50 novčanih jedinica, tj. samo za kupnju materijala, dok se preostalih 50 isplaćuje odnosno izdvaja i raspodjeljuje svakog 15. u mjesecu za protekli mjesec. U tom bi se slučaju prvog dana nakon što je završen prvi ciklus (odnosno 73. dana u izloženom primjeru) pojavio višak novčanih sredstava od 50, drugog dana (odnosno 74. dana) višak od 100, trećeg dana 150, itd. Tridesetog dana u mjesecu (odnosno 102. dana) bio bi višak od 1.500 novčanih jedinica (30 x 50), dok bi četrdeset i petog dana (odnosno u primjeru 117. dana) iznosio 2.250 novčanih jedinica. U tom času isplate bi se akontacije plaća u iznosu od 900 novčanih jedinica, izdvojila (ili potrošila) novčana sredstva amortizacije u iznosu od 300 novčanih jedinica i

podijelilo daljnjih 300 novčanih jedinica, što sveukupno iznosi 1.500 novčanih jedinica. Privrednoj organizaciji bi 15. dana ostalo, međutim, nepodijeljeno 750 novčanih jedinica tj. iznos koji se prikupio u razdoblju od 103. do 117. dana. To se vidi iz grafičkog prikaza na grafikonu 4.4.



Grafikon 4.4.: Grafički prikaz kolebanja novčanih sredstava u vezi s periodičnim isplatama plaća i amortizacije

Na grafikonu 4.4. prikazano je kako nastaje višak novčanih sredstava (u skladu s ranije izloženim primjerom), s tim što se sada pretpostavlja da se od svakodneвно primljenih 100 novčanih jedinica troši svega 50, dok se ostatak isplaćuje svakog 15. u mjesecu za protekli mjesec. Pri takvoj dinamici priliva i odliva novčanih sredstava ostajao bi u toku cijele godine višak u iznosu od 750 (ta visina označena je sa Tmin na grafikonu 4.4). U jednom momentu taj višak dostiže nivo od 2.250 novčanih jedinica (Tmax), a u prosjeku iznosi novčanih jedinica 1500, tj.

$$\frac{750 + 2.250}{2}$$

Iz toga proizlazi da se stalna potreba za obrtnim sredstvima u našem primjeru može umanjiti za 750 novčanih jedinica, pa će iznositi 5.130 (5.880-750). I to iz razloga što će se neisplaćene plaće i neizdvojena sredstva amortizacije moći upotrijebiti za plaćanje dobavljačima za obrtna sredstva. Ta će potreba u toku godine iznositi u prosjeku 4.380 novčanih jedinica (5.880-1.500), a najmanje 3630 (5.880-2250). Prema tome, samo zbog utjecaja tzv. odbitnih stavaka treba razlikovati tri vrste potreba za obrtnim sredstvima u toku godine: **najveću** (stalnu), **najmanju** i **prosječnu**.

*Kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava na temelju
hipotetičnog primjera*

Tabela 4.6.

Stavka potrebe	Stalno potrebna obrotna sredstva	Najniži mogući iznos potrebnih obrotnih sredstava	Najveći mogući iznos potrebnih obrotnih sredstava	Prosječno potrebna obrotna sredstva
1. Nabava	250	250	250	250
2. Zalihe sirovina i materijala	500	500	500	500
3. Proizvodnja	1.800	1.800	1.800	1.800
4. Zalihe gotovih proizvoda	1.350	1.350	1.350	1.350
5. Prodaja	720	720	720	720
6. Potraživanje od kupaca	1260	1.260	1.260	1.260
A) Bruto-potreba	5.880	5.880	5.880	5.880
7. Odbitne stavke	-750	-2.250	-750	-1.500
8. Dodatne stavke	+90	-	+180	+90
B) Neto-potreba	5.220	3.630	5.310	4.470

U poslovanju se događaju i obrnuti slučajevi od kasnijeg angažiranja sredstava s obzirom na stvarna ulaganja, tj. dolazi do ranijeg angažiranja sredstava. Kao što kasnija angažiranja sredstava smanjuju potrebu za obrtnim sredstvima, tako je ranija angažiranja povećavaju. Uostalom, razmotrimo to na ranije izloženom primjeru.

Pretpostavimo da se početkom svakog tromjesečja isplaćuje 180 novčanih jedinica, što se svakodnevno uračunava u troškove proizvodnje u iznosima od po 2 novčane jedinice. Svakog bi se dana u vrijednosti prodanih proizvoda primilo u novcu po 2 novčane jedinice. Tako, u stvari, potreba za novčanim sredstvima iznosi u času isplate 180 novčanih jedinica, krajem razdoblja 0 novčanih jedinica i sredinom 90 novčanih jedinica. Budući da se ciklusi priliva i odliva novčanih sredstava za spomenutu svrhu (u našem primjeru) ponavljaju, to će najveća godišnja potreba iznositi 180 novčanih jedinica a najmanja 0 (nula). U kalkulaciju potrebnih obrtnih sredstava najvažnije je da se kao dodatne stavke uračuna prosječna potreba, tj. 90 novčanih jedinica. I to zbog toga što se obično radi o malo značajnim iznosima u odnosu na ukupno potrebna obrtna sredstva .

5.2.2. Kalkulacija optimalno potrebnih obrtnih sredstava

5.2.2.1 .Konceptcija i polazna osnova kalkulacije

U sastavu kalkulacije optimalno potrebnih obrtnih sredstava polazi se od prodajne cijene i strukture cijene koštanja ukupne proizvodnje iskazane po glavnim grupama troškova tako da se mogu izračunati tzv. **dodatne i odbitne stavke**.

*Struktura cijene godišnje proizvodnje
(Po posebno izdvojenim elementima za kalkulaciju potrebnih
obrnih sredstava)*

Tabela 4.7.

Red. br.	E l e m e n t i	Pretkolona	Glavna kolona
1.	Materijalni troškovi		
	a) materijal	4,037.100	
	b) energija	203.900	
	c) usluge	430.500	
	d) ostalo	123.800	4,795.300
			505.000
2.	Amortizacija		
3.	Ukalkulirane obveze		
	a) ugovorne obveze	539.700	
	b) zakonske obveze	270.000	
	c) ukalkulirane plaće	1,890.000	2,699.700
	A) Cijena koštanja		8,000.000
4.	Razlika realizacije - dobitak		900.000
	B) Prodajna cijena		8,900.000

Kalkulacija optimalno potrebnih obrtnih sredstava sastoji se od **četiri osnovna dijela**. U **prvom** dijelu kalkulacije računaju se potrebe za obrtnim sredstvima za **fazu kružnog toka zalihe sirovina i drugog materijala**, i to na osnovi proračuna optimalne veličine zaliha za najvažnije vrste materijala. U **drugom** dijelu kalkulacije utvrđuju se potrebna obrtna sredstva **po vrstama proizvoda**, i to za ove faze: proizvodnju u toku, zalihe gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca. U **trećem** dijelu kalkulacije utvrđuju se potrebe za tzv. ostale vrste obrtnih sredstava, a u **četvrtom** dijelu odbitne stavke. Takva metoda kalkulacije potrebnih obrtnih sredstava pogodna je kada se u proizvodnji

manjeg broja vrsta proizvoda troši veći broj vrsta sirovina i materijala, a to je u praksi najčešće i slučaj.

5.2.2.2. Kalkulacija potreba za obrtnim sredstvima za zalihe sirovina i materijala

Potrebe za obrtnim sredstvima za financiranje zaliha sirovina i materijala računaju se na **nivou optimalnih zaliha**. No, prije toga korisno je izvršiti selekciju, s obzirom na vrijednost više i manje značajnih vrsta zaliha sirovina i materijala.

Na temelju godišnjeg plana proizvodnje (usklađenog s planom realizacije) sastavlja se, među ostalim, i specifikacija potrebnih sirovina i drugih materijala.

Budući da se u mnogim proizvodnim procesima troši veći broj pojedinačnih vrsta materijala, što znači da će se u skladištu trebati držati brojne njihove vrste, to je specifikaciju potrebnih vrsta materijala svrsishodno sastavljati po tzv. "ABC" metodi.²⁷

Metoda "ABC" temelji se na činjenici da u organizaciji obično najveći dio vrijednosti zaliha sirovina i materijala **otpada na mali broj pojedinačnih vrsta**. Vrste materijala koje su najznačajnije za održavanje kontinuiteta planiranog obujma proizvodnje i na koje otpada najveći dio vrijednosti zaliha ulaze u grupu **A**. One vrste materijala koje su isto tako važne za održavanje kontinuiteta planiranog obujma proizvodnje, ali je njihovo vrijednosno učešće u ukupnim zalihama znatno manje od materijala iz grupe **A**, ulaze u grupu **B**. Sav ostali materijal svrstan je u grupu **C**. Struktura zaliha materijala obično je takva da najveći dio vrijednosti i mali broj vrsta materijala otpada na grupu **A**, dok mali dio vrijednosti najveći broj vrsta otpada na grupu **C**.

Za grupe materijala **A** i **B** treba u specifikacijama navesti količine godišnje potrošnje i pripadajuće cijene, dok se kod materijala iz **grupe C** možemo zadovoljiti samo **podatkom o planiranoj vrijednosti godišnje potrošnje**.

Pošto se na izloženi način sastave specifikacije sirovina i materijala, mogu se izračunati i optimalne veličine zaliha. **Pri tom treba posebnu pažnju posvetiti grupama materijala A i B**, dok se za materijale grupe **C** optimalna veličina zaliha može odrediti i **iskustveno**.

Optimalna je ona količina materijala koja uz minimalne troškove zaliha omogućuje odražavanje kontinuiteta planiranog obujma

²⁷ Metode "ABC" naziva se i "**Management by Exception**" (upravljanje pomoću izuzetaka). Međutim, zbog isticanja njezinih osnovnih karakteristika, poznatija je pod nazivom "**ABC**".

proizvodnje. Uz pretpostavku ravnomjerne potrošnje materijala i uz nepostojanje ograničenja dobavljača u pogledu rokova i veličine isporuka, **optimalnu veličinu činit će 1/2 optimalne količine nabavke, uvećana za sigurnosnu rezervu.** Ako se sa Z_{opt} označi optimalna veličina zalihe, sa N **optimalna količina nabavke i sa R sigurnosna rezerva,** tada je

$$Z_{opt} = R + \frac{N}{2} \quad (4.20.)$$

Na temelju formule (4.20.) nije teško odrediti donju i gornju granicu optimuma (odnosno “minimalnu” i “maksimalnu” zalihi - kako se te granice u praksi obično nazivaju). **Donja granica optimalne veličine zalihe.**

$$Z_{min} = R \quad (4.21.)$$

Gornja granica optimuma (Z_{max}) jednaka je zbroju sigurnosne rezerve i ukupne veličine nabavke, odnosno:

$$Z_{max} = R + N \quad (4.22.)$$

Optimalna količina nabavke može se izračunati po jednoj od za tu svrhu poznatih formula. Tako se, optimalna veličina nabavke izračunava po formuli:

$$x = \sqrt{\frac{200 \cdot M \cdot F}{w(p+I)}} \quad (4.23.)$$

Simboli u formuli (4.23.) imaju ova značenja :

M = količina godišnje potrošnje materijala

x = optimalna količina nabavke

F = fiksni troškovi nabavke

w = nabavna cijena materijala

p = kamatna stopa na zalihe

I = godišnja stopa troškova držanja zaliha

Uvrste li se u formulu (4.23.) vrijednosti parametara za materijal A1, a koje glase $M = 9600 \text{ m}^3$, $F = 8000$, $w = 300$, $p = 8\%$ i $I = 10\%$, tada će optimalna količina nabavke iznositi :

$$x = \sqrt{\frac{200 \cdot 9600 \cdot 8000}{300(8+10)}}$$

$$x = 1.687 \text{ m}^3$$

Na analogan način izračunale bi se optimalne količine nabavki i za ostale vrste materijala iz grupe A i B.

Drugi element optimalne veličine zaliha jest sigurnosna rezerva. To je ona količina zalihe materijala koja omogućava održavanje kontinuiteta planiranog obujma proizvodnje i u slučaju ako dođe do poremećaja u

isporukama dobavljača. Veličinu tog dijela optimalne zalihe teško je sa sigurnošću ustanoviti.

8. Kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava za zalihe materijala

				Količine						Pokazatelj	
Red br.	Vrsta materijala	Jedini ca mjere	Godišnja potrošnja	Sigurno sna rezerva	Optimalna veličina nabavke	Optimalna zaliha kol. 5+1/2 kol. 6)	Jedinič na cijena	Vrijednost optimalne zalihe= potrebna obrotna sredstva	Vrijednost godišnje potrošnje (kol. 4x kol. 8)	Koeficijent obrtanja kol. 10	Dani veziv anja 360
										9	11
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1.	A1	m3	9.600	640	1.687	1.484	300	445.200	2.880.000	6,5	55
2.	A2	m3	1.200	100	150	175	260	45.500	312.000	6,9	52
3.	A3	m3	3.000	250	620	560	200	112.000	600.000	5,4	67
	Σ A							602.700	3.792.000	(6,3)	(57)
4.	B1	t	5,0	0,8	0,6	1,1	5.000	5.500	25.000	4,5	80
5.	B2	m.	3.000	450	900	900	10	9.000	30.000	3,3	109
6.	B3	t	15,0	2,5	4	4,5	200	900	3.000	3,3	109
7.	B4	kom	60	10	10	15	300	4.500	18.000	4	90
8.	B5	m.	3	0,2	0,8	0,6	2.500	1.500	7.500	5	72
9.	B6	kom	18	4	6	7	4.000	28.000	72.000	2,6	138
10.	B7	kom	8	2	2	3	1.500	4.500	12.000	2,7	133
11.	B8	kom	10	3	2	4	1.200	4.800	12.000	2,5	144
12.	B9	kom	12	4	4	6	800	4.800	9.600	2	180
13.	B10	t	30	5	6	8	300	2.400	9.000	3,8	95
14.	B11	kom	20	5	4	7	1.000	7.000	20.000	2,9	124
15.	B12	t	10	2,5	5	5	200	1.000	2.000	2	180
	Σ B							73.900	220.100	(3,0)	(120)
16.	C1-C5							8.500	25.000	(2,9)	(124)
	Σ C							8.500	25.000	(2,9)	(124)
	A+B+C							685.100	4.037.100	(5,9)	(61)

Smatramo, međutim, da su u pogledu veličine sigurnosne rezerve isključena bilo kakva uopćena kvantificiranja. **Sigurnosna rezerva može se pouzdano odrediti samo za svaku pojedinu vrstu materijala**, uzimajući u obzir utjecaje svih relevantnih faktora (mogućnost nabavke od drugog dobavljača, količinu dnevne potrošnje itd.). **Pri tome će od posebne važnosti biti iskustvo u poslovanju iz prošlosti.** Za materijal A1 sigurnosna rezerva procijenjena je na

temelju iskustva u vezi s isporukama dobavljača u prošlosti i ovisno o veličini dnevne potrošnje.

Pošto se na izloženi način proračunaju optimalna veličina nabavke i sigurnosna rezerva za grupe materijala A i B, mogu se izračunati potrebna obrtna sredstva za tu svrhu. To je učinjeno u tabeli 4.8.

Potrebna obrtna sredstva izračunana u tabeli 4.8. za materijale grupe A i B množenjem optimalne količine zaliha s jediničnom planskom cijenom. Tako izračunanom iznosu pribrojene su procijenjene potrebe za obrtnim sredstvima za vrste materijala iz grupe C. **Koeficijenti** obrtanja i dani vezivanja sredstava za svaku važniju vrstu zaliha izračunani su naknadno na temelju podataka o vrijednosti godišnje potrošnje i o vrijednosti optimalne veličine zaliha.

U vezi s izloženim načinom utvrđivanja veličine potrebnih obrtnih sredstava za zalihe sirovina i materijala treba napomenuti da se te potrebe mogu računati i **na temelju podataka o planiranoj vrijednosti godišnje potrošnje svake vrste materijala i broja dana vezivanja sredstava** (ili odgovarajućih koeficijenata obrtanja) u protekloj godini. To se može uraditi samo onda ako postoji garancija da su koeficijenti obrtanja koji su ostvareni u prošlosti, rezultat optimalne veličine zaliha, odnosno racionalnog poslovanja materijalom u proteklom razdoblju. Međutim, ako takva sigurnost ne postoji, očigledno je da treba proračunati optimalne veličine zaliha.

5.2.2.3. Kalkulacija potreba za obrtnim sredstvima za proizvodnju u toku, zalihe gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca

Potraživanja obrtnih sredstava za proizvodnju u toku, **za zalihe gotovih proizvoda i za potraživanja od kupaca računaju se po vrstama proizvoda.** Takav način utvrđivanja potreba za te faze pogodan je zato što se dobiva bolji uvid u rentabilnost svake vrste proizvoda (različito vrijeme trajanja tih faza po vrstama proizvoda zahtijeva angažiranje različite mase financijskih sredstava, što ima za posljedicu i različite troškove), što se daje korisna osnova za politiku kreditiranja kupaca i što se visina potreba korigira bez većih teškoća ako se izmijeni bilo koji od ranije uzetih parametara.

Sam postupak izračunavanja veličine potreba poduzeća za obrtnim sredstvima za **proizvodnju u toku, zalihe gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca** je takav da se najprije po vrstama proizvoda utvrde vremena trajanja tih faza i da se nakon toga izračunaju koeficijenti obrtanja. **Dijeljenjem godišnje cijene koštanja svake vrste proizvoda s pripadajućim koeficijentom obrtanja izračunavaju se potrebna obrtna sredstva po proizvodima za svaku od navedenih faza, što je urađeno u tabeli (4.9).**

Na temelju podataka iz tabele 4.9. sastavljena je kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava po vrstama proizvoda za faze kružnog toka: proizvodnju u toku, zalihe gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca (tabela 4.10.).

Tabela 4.9.

Kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava za nedovršenu proizvodnju po vrstama proizvoda

					4.9.a
Red. broj	Vrsta proizvoda	Cijena koštanja	Vrijeme vezivanja sredstava	Koeficijent obrtanja	Potrebna obrtna sredstva
		1	2	3	4
1.	Proizvod A	2,540.000	20	18	141.111
2.	Proizvod B	1,935.000	25	14,4	134.375
3.	Proizvod C	1,682.000	15	24	70.083
4.	Proizvod D	1,305.000	18	20	65.250
5.	Proizvod E	538.000	24	15	35.867
	Ukupno	8,000.000	(20,1)	(17,9)	446.686

Kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava za zalihe gotovih proizvoda po vrstama proizvoda

					4.9.b
1.	Proizvod A	2,540.000	15	24	105.833
2.	Proizvod B	1,935.000	30	12	161.250
3.	Proizvod C	1,682.000	10	36	46.722
4.	Proizvod D	1,305.000	20	18	72.500
5.	Proizvod E	538.000	15	24	22.417
	Ukupno	8,000.000	(18,4)	(19,6)	408.722

Kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava za potraživanja od kupaca po vrstama proizvoda

					4.9.c
1.	Proizvod A	2,540.000	30	12	211.667
2.	Proizvod B	1,935.000	15	24	80.625
3.	Proizvod C	1,682.000	0	-	-
4.	Proizvod D	1,305.000	40	9	145.000
5.	Proizvod E	538.000	60	6	89.667
	Ukupno	8,000.000	(23,7)	(15,2)	526.959

Kalkulacija potreba za obrtnim sredstvima u nedovršenoj proizvodnji , zalihama gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca

Tabela 4.10.

1.	Proizvod A	141.111	105.833	211.667	485.611
2.	Proizvod B	134.375	161.250	80.625	376.250
3.	Proizvod C	70.083	46.722	-	116.805
4.	Proizvod D	65.250	72.500	145.000	282.750
5.	Proizvod E	35.867	22.417	89.667	147.951
	Ukupno	446.686	408.722	526.959	1,382.367

5.2.2.4. Kalkulacija potreba za tzv. ostalim vrstama obrtnih sredstava

U ostale vrste obrtnih sredstava uključena su u ovom primjeru novčana sredstva, **devize, mjenice, čekovi, avansi dobavljačima, ostala razina potraživanja i krediti radnim i drugim organizacijama.** Za svaku od tih vrsta procijenjeni su na temelju odgovarajućih podataka godišnji promet (izlaz, efekt) i prosječni broj dana vezivanja sredstava. Na toj su osnovi izračunani i iznosi potrebnih obrtnih sredstava u tabeli 4.11.

Kalkulacija potreba za tzv. ostalim vrstama obrtnih sredstava

Tabela 4.11.

Red. broj	Vrsta sredstava	Očekivani promet	Vrijeme vezivanja sredstava	Koeficijent obrtanja	Potrebna obrtna sredstva
1.	Žiro-račun	6,000.000	5	72	83.333
2.	Devizni račun	1,350.000	30	12	112.500
3.	Mjenice, čekovi i sl.	240.000	15	24	10.000
4.	Ostala novčana sredstva	450.000	10	36	12.500
5.	Avansi dobavljačima	620.000	10	36	17.222
6.	Ostala razna potraživanja	180.000	20	18	10.000
7.	Kredit dani drugim organizacijam	100.000	360	1	100.000
	Ukupno	8,940.000	(13,9)*	(25,9)*	345.555

**Prosječne veličine izračunane stavljanjem u odnos ukupnog prometa s ukupno potrebnim obrtnim sredstvima, odnosno dijeljenjem broja dana u godini (zaokružena na 360) s pripadajućim koeficijentom obrtanja.*

5.2.2.5. Kalkulacija odbitnih stavaka

U dobitnim stavkama obuhvaćeni su kupci (doznake unaprijed), dobavljači, amortizacija, ugovorne obaveze, zakonske obaveze, plaće i razlika realizacija (dobitak u našem slučaju). Razumije se da se odbitne stavke mogu i detaljnije raščlaniti (npr. ugovorne obaveze na: kamate na kredite za obrtna sredstva, obračunane doprinose i članarine i drugo; zakonske obaveze na: doprinos za korištenje gradskog zemljišta itd). Međutim, u samom postupku izračunavanja odbitnih stavaka ne bi se ni u tom slučaju ništa bitnije izmijenilo.

Za svaku od odbitnih stavaka procijenjeno je i vrijeme kasnijeg podmirivanja obaveza. Pri tome se pošlo od pretpostavke da će se prodaja proizvoda C odvijati ravnomjerno u toku godine i da će kupci **svakih 10 dana** unaprijed doznačivati određene novčane iznose. Na principu ravnomjernosti zasniva se i kreditiranje od dobavljača za vrijeme od 15 dana u prosjeku, i to u iznosu godišnjih troškova materijala, usluga i energije, umanjenom za iznos koji će se doznačivati dobavljačima unaprijed (što je uračunano u tzv. ostale oblike potrebnih obrtnih sredstava). Amortizacije će se trošiti u prosjeku 15. u mjesecu za protekli mjesec, ugovorne obaveze podmirivat će se 10. u mjesecu, a zakonske obaveze 25. u mjesecu za protekli mjesec. Plaće isplaćivat će se jednom mjesečno, i to 10. u mjesecu za protekli mjesec. Raspodjela ostvarene dobiti provodit će se svaka tri mjeseca, i to 25. u svakom prvom mjesecu nakon završetka svakog tromjesečja.

Na osnovi podataka o strukturi cijene koštanja i prodajne cijene proizvoda i podataka o vremenu kasnijeg dospijeca obaveza sastavljena je kalkulacija odbitnih stavaka. (*tabela 4.12.*)

Kalkulacija odbitnih stavaka

Tabela 4.12.

R br.	Vrsta stavke	Broj dana					Iznos odbitne stavke		
		Godišnji iznos	Dnevni iznos (god.: 360)	Najniži nivo (Tmin)	Najviši nivo (Tmax)	Prosječ. nivo (Tmin+Tmax) 2	Stalno	Najviše	Prosječno
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1.	Kupci (dozn. unaprijed)	1,600.000	4.400	10	10	10	44.440	44.440	44.440
2.	Dobavljači	4,051.500	11.254	15	15	15	168.810	168.810	168.810
3.	Amortizacija	505.000	1.403	15	45	30	21.045	63.135	42.090
4.	Ugovorne obav.	539.700	1.499	10	40	25	14.990	59.960	37.475
5.	Zakonske obav.	270.000	750	25	55	40	18.750	41.250	30.000
6.	Plaće	1,890.000	5.250	10	40	25	52.500	210.000	131.250
7.	Dobitak	900.000	2.500	25	115	70	62.500	287.500	175.000
Ukupno		9,756.200	27.100	(14,1)*	(32,3)*	(23,2)*	383.095	875.095	629.065

* Prosječne veličine izračunane su stavljanjem u odnos iznosa iz kolona 8,9 i 10 s iznosom kolone 4.

Kalkulacija odbitnih stavaka dana je u tri varijante: najniži iznos odbitnih stavaka, najviši iznos odbitnih stavaka i prosječni iznos odbitnih stavaka. U vezi s time treba istaći da su pri relativno ravnomjernom kasnijem dnevnom dospijeću obaveza (doznake kupaca unaprijed i kreditiranje od strane dobavljača) iznosi odbitnih stavaka u sve tri varijante isti.

5.2.2.6. Zbirna kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava

Na osnovi kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava za zalihe sirovina i materijala, za proizvodnju u toku, zalihe gotovih proizvoda i potraživanja od kupaca te za tzv. ostale oblike, kao i nakon izračunavanja iznosa tzv. odbitnih stavaka sastavljanja je zbirna kalkulacija a ukupno potrebnih obrtnih sredstava (tabela 4.13.)

Zbirna kalkulacija dana je u **tri varijante**, i to isključivo zbog utjecaja odbitnih stavaka. Za organizaciju bi bilo najpovoljnije kada bi veličinu svojih obrtnih sredstava mogla podešavati u toku godine prema ritmu kojim dospijevaju obaveze prema izvorima. Tada bi svoje potrebe zadovoljila prosječnim iznosom utvrđenih potrebnih obrtnih sredstava (posljednji stupac u tabeli 4.13.) Budući da se takva sinkronizacija u praksi neće moći ostvariti, to se obrtna sredstva moraju osigurati u **tzv. "najvećem" iznosu**. Svoje potrebe u obrtnim sredstvima organizacija bi mogla podmiriti uz efikasnu poslovnu, posebno financijsku, politiku i na nivou između prosječnih i najviših potreba. Što se tiče iznosa tzv. najnižeg mogućeg nivoa potreba, on predstavlja onu točku u kretanju potreba za obrtnim sredstvima ispod koje se one, uz ravnomjerno odvijanje proizvodnje i poslovanja, ne bi mogle ni teoretski spustiti. Razumije se da organizacija ne može realno računati da bi se tim iznosom obrtnih sredstava poslovanje moglo nesmetano odvijati.

Zbrojna kalkulacija potrebnih obrtnih sredstava privredne organizacije

Tabela 4.13.

Red. broj	Faza kružnog kretanja	Najveći iznos potrebnih obrtnih sredstava	Najniži mogući nivo potreba s obzirom na odbitne stavke	Prosječni nivo potreba s obzirom na odbitne stavke
1.	Zalihe sirovina i drugog materijala	685.100	685.100	685.100
2.	Proizvodnja u toku	446.686	446.686	446.686
3.	Zalihe gotovih proizvoda	408.722	408.722	408.722
4.	Potraživanja od kupaca	526.959	526.959	526.959
5.	Ostali oblici obrtnih sredstava	345.555	345.555	345.555
6.	A) Ukupna bruto-potreba Odbitne stavke	2,413.022 (383.035)	2,413.022 (875.095)	2,413.022 (629.065)
	B) Konačna potreba	2,029.987	1,537.927	1,783.957

P E T I D I O

1. FINANCIJSKO PLANIRANJE

U vođenju i upravljanju poduzećem prema ostvarenju maksimalno mogućeg neto dobitka, poslovodstvo se također koristi raznim standardima, mjerilima i vodičima. Analitička mjerila usmjerena su na objašnjavanje prošlog poslovanja i na upoznavanje menadžmenta s uspješnošću poslovanja poduzeća. Informacije o tome vrijedne su ako menadžmenta stimuliraju i usmjeravaju na poslovne poduhvate za ostvarenje postavljenoga cilja. Menadžer je, kao vozač automobila, više zaokupiran budućim nego prošlim djelovanjem, ali mu poznavanje prošloga djelovanja može biti od pomoći pri usmjeravanju poslovnih poduhvata i u mijenjanju postojećeg djelovanja, sve u svrhu postizanja krajnjega poslovnoga cilja.

Uzmimo na primjer analizu **balance**. Jedna od osnovnih njezinih **točaka je kratkoročna likvidnost ili solventnost izražena u tekućim stavkama**. Međutim, kratkoročne financijske pozicije nisu toliko zanimljive, jer **neznatno utječu na bližu budućnost**. Sadašnja pozicija zasniva se na činjenicama iz prošlosti i utječe na buduće poslovne događaje. Slično je i s dugoročnim financijskim pozicijama - interes je u određivanju financijskog položaja na osnovi prošloga poslovanja koje će se odraziti na buduće poslovne aktivnosti poduzeća.

Informacije sadržane u stavkama računa dobitka ili gubitka koriste se na sličan način. Nestručnjak, ako svoja novčana sredstva namjerava uložiti u program nekoga poduzeća, prije toga će analizirati prethodno poslovanje toga poduzeća, iz čega će vidjeti što može očekivati u budućnosti. Menadžment, **pored toga, istražuje određene poslovne slabosti i prednosti poduzeća, kako bi na osnovi dobivenih podataka mogao poduzeti razumne poslovne poteze za osiguranje profitabilnijeg poslovanja poduzeća.**

Da bi se osigurala solventnost i profitabilnost poslovanja, mora se pristupiti predviđanju budućih financijskih potreba poznatom kao planiranje toka novčanih primitaka i izdataka ("cash flow"). Formalna prezentacija toga "predviđanja" u pisanom obliku naziva se financijskim planom, koji predstavlja instrument financijskog predviđanja i omogućuje: **a) planiranje budućih novčanih tokova i financijskih izvora, te b) uspostavljanje poslovnih standarda za kontrolu tekućih financijskih aktivnosti.**

a) Planirajući buduće novčane tokove, menadžment sazuje prostor za donošenje odluka zasnovanih na intuiciji i omogućuje donošenje racionalnih odluka utemeljenih na financijskom planu, svodeći tako i eventualni financijski hendikep preniskog ili previsokog financijskog investiranja - na minimum.

Planiranjem novčanih tokova se, osim toga, omogućava lakše pribavljanje i korištenje novčanih sredstava, te vraćanje tih novčanih sredstava njihovim izvorima. Ako se radi o potrebama tekućeg i operativnog tipa, one se najčešće rješavaju iz tekućih novčanih primitaka. U tom se slučaju može izbjeći dodatno financiranje poduzeća iz tuđih izvora. Kratkoročno financiranje je često puta vrlo potrebno da bi se pokrio vremenski razmak između tekućih primitaka i tekućih izdataka u kružnom toku imovine, a najčešće je uzrokovano sezonskim fluktuacijama u proizvodnji i prodaji. No, velike dospjele obveze ponekad mogu biti riješene samo dodatnim dugoročnim financiranjem ili nekom formom srednjoročnog ili kratkoročnog financiranja. Poduzeće može, dakako, imati potrebu za dodatnim novčanim sredstvima i radi financiranja planirane poslovne ekspanzije ili zbog drugih poslovnih situacija koje zahtijevaju dodatna novčana sredstva.

Nemogućnost da se podmire dospjele obveze može proizići iz privremene oskudice novčanih sredstava koja opet može uzrokovati smanjenje profitabilnosti ili čak likvidaciju poduzeća. Planiranjem budućih financijskih potreba mogu se izbjeći i prenamjerno i panični potezi financijskog menadžmenta i izabrati najbolje metode financiranja. K tome, i kreditori favoriziraju financijske menadžere koji imaju ideju o onome što žele postići, i pokazat će podršku njihovim financijskim zahtjevima, a boje se gubitaka koji zapadaju u neočekivane financijske krize i zahtijevaju hitnu financijsku intervenciju. Zato je od izuzetne važnosti planiranje budućih financijskih potreba.

Novčana sredstva čine najlikvidniji oblik i dio tekuće imovine pa se u planiranju financijskih potreba i tijekom poslovanja mora izbjegavati zadržavanje veće količine gotovog novca na računima poduzeća, jer mu se u uvjetima visoke inflacije smanjuje realna vrijednost. Ako se potrebe za novčanim sredstvima pažljivo ne predvide i pažljivo ne održavaju nešto iznad normalnih poslovnih potreba, može doći do nelikvidnosti i do insolventnosti poduzeća. Predviđanje budućih novčanih primitaka i izdataka toliko je bitno za svaki uspješni financijski menadžment da se plan toka novčanih sredstava može smatrati okosnicom procesa za sastavljanje financijskog plana.

Konačan cilj financijskog plana je u uspostavljanju financijskih standarda i limita na osnovi kojih se može kontrolirati tekuće financijsko poslovanje. Svrha je toga postupka da se utvrdi da li su novčani primici povećani a izdaci smanjeni ili održani na razini planiranog minimuma. Rezultat će se izraziti u zadovoljavajućem prometu i poslovnom dobitku ostvarenom iz angažiranih kapitala, jer će se tekuće poslovanje stalno uspoređivati s financijskim planom što će omogućiti i poduzimanje odgovarajućih mjera za uklanjanje eventualnog odstupanja od financijskog plana. No, nezadovoljavajući rezultati tekućega poslovanja ne moraju biti posljedicom odstupanja od financijskog plana. Greška može biti i u krivim procjenama poslovanja ili u pogrešnom odabiru pravaca razvoja poduzeća. Treba, dakle, naglasiti da **financijske procjene i nisu nešto što bi u budućem poslovanju trebalo bezuvjetno i nekritički slijediti.** Insistiranje na ostvarivanju neadekvatnog financijskog plana npr., može i

upropastiti poslovni poduhvat, osujetiti optimalni dobitak i zakočiti ostvarenje zamišljenih poslovnih ideja. Zato, kad se na osnovi financijskih standarda ne mogu uočiti navedena odstupanja, npr. zbog neke greške u prognozi u vezi s očekivanim volumenom prodaje, treba izvršiti rebalans ostalih financijskih procjena u skladu s odgovarajućim omjerima troškova ili u skladu s financijskim potrebama za prilagođeni volumen prodaje. To prilagođavanje financijskog plana, koje podrazumijeva i kasnije dinamičke promjene, poznato je kao "fleksibilno" financijsko planiranje, i taj sustav uglavnom prevladava u praksi. Prema tome **financijsko planiranje predstavlja dinamičku aktivnost u okviru provođenja financijske politike poduzeća čija je svrha i kontrola poslovanja**. Pogrešne financijske procjene mogu krivo usmjeriti poslovne poduhvate menadžmenta u nekom području financijske politike, npr. u području fiksne imovine, ali pogrešne procjene ipak ne mogu osujetiti kontrolu pojedinih stavaka tekućih primitaka i izdataka, ako su vezani uz postavljene poslovne standarde. U tom smislu fleksibilno planiranje dosljedno ostvaruje svoju svrhu.

Kako financijski plan pruža adekvatne informacije za kontrolu tekućega poslovanja i dugoročna ulaganja, postavlja se dilema o izboru najprimjerenije duljine perioda koji financijskim planom treba pokriti. Da bi koristio učinkovitoj politici dugoročnih ulaganja, spomenuti bi planski period morao biti dosta dug, a s druge strane, da bi se postigla potrebna sigurnost u prognozi, promatrani bi period morao biti primjereno kratak.

Poslovne i financijske potrebe poduzeća za jedan dan ili za jedan tjedan nije teško predvidjeti, ali to nema veze s politikom dugoročnih investicija. učinkovita kontrola nad tekućim poslovanjem zahtijeva, pak, kraće planske periode, tijekom kojih je moguć bolji neprekidan uvid u financijsku situaciju, što smanjuje rizike nepravilnosti.

Rješenje navedene suprotnosti između maksimalne koristi dugoročnog ulaganja i maksimalnog učinka tekuće kontrole nalazi se u kombinaciji navedenih dvaju zahtjeva, pri čemu se iz praktičnih razloga, **dugoročni planski period ne uzima kao jedan jedini period, nego se raščlanjuje u više pojedinačnih perioda**. Na primjer kao pred sobom kao dugoročno razdoblje imamo petogodišnju plansku i investicijsku projekciju, za koju predviđamo dugoročna i kratkoročna odnosno tekuća novčana sredstva i osiguravamo tekuću kontrolu, to dugoročno odnosno petogodišnje razdoblje, možemo, u smislu financijskog predviđanja, planiranja i kontrole podijeliti na **godišnje, polugodišnje, kvartalne i mjesečne periode**, a da li će mjesečni periodi biti dijeljeni u tjedne, to će ovisiti o prirodi posla, o brzini obrta imovine, te o visini potrebnih novčanih sredstava. To i zato što sastavljanje i izrada financijskoga plana nije samo stvar jedne trenutne projekcije ili trenutne situacije. Naprotiv, radi se o kontinuiranom procesu planiranja, tijekom kojega se mjesečno ili kvartalno preispituje ostvarenje plana i po potrebi uzduž cijelog planskog perioda izrađuju rebalansi odnosno korekcije dugoročnoga plana ako pokazatelji poslovanja ukazuju na takvu potrebu. **Dugoročne prognoze se i inače ne**

iskazuju s previše detalja, dok se kratkoročna predviđanja rade temeljito i detaljno, jer se koriste za kontrolu tekuće imovine poduzeća .

Okolnost da financijski plan u nečemu može biti i pogrešno postavljen, ne mora odmah izazivati i obeshrabrenje, jer dok postoji svrhovita kontrola tekućih primitaka i izdataka, planski podaci ne služe samo kao orijentacija za poslovne poteze i poduhvate, nego i kao orijentiri za ocjenjivanje poslovnih tendencija. I kada je razmimoilaženje između rezultata tekućeg poslovanja i planskih podataka posljedica greške u planiranju, ispitivanje financijske situacije upotpunit će saznanje menadžmenta o postojećoj situaciji pospješiti poslovnu kontrolu. No, s obzirom na činjenicu da **pogrešno planiranje može, s druge strane, krivo usmjeriti dugoročnu financijsku politiku i tako izazivati znatne štete, greške u financijskom planu treba pravovremeno prepoznati, jer se i svaka pojedinačna poslovna odluka, bilo ispravna bilo pogrešna, čvrsto ukorjenjuje u bližu i daljnju poslovnu budućnost poduzeća.** A na pitanje o tome da li će biti zasnovan prvenstveno na intuiciji ili prije svega na objektivno postojećim i mogućim gospodarskim i financijskim čimbenicima, može se odgovoriti prvo, da se pažljivo pripremljenim planom može doduše u nečemu i pogriješiti, ali i drugo, da su šanse takvog plana u odnosu na ovaj intuitivni kud i kamo bolje, jer je i mogućnost pogrešaka u takvom planiranju nesrazmjerno manja.

1.1. FINANCIJSKO PLANIRANJE I SOLVENTNOST

Novčana su sredstva pokretačka snaga svake poslovne aktivnosti. Zdrav i neprekidan tok novčanih sredstava neophodan je radi zaštite solventnosti i radi ostvarenja maksimalnog dobitka poduzeća. Kao takva, novčana sredstva trebaju biti predmetom konstantnog ispitivanja i predmetom stalne zaštite od pronevjere i neadekvatnog trošenja, a da bi spriječilo zaustavljanje ili smanjivanje toka novčanih sredstava, poduzeće mora održavati primjerenu razinu operativnih novčanih sredstava. U tom smislu, održavanje kontinuiranog toka i - s time u vezi - kontrola novčanih sredstava, predstavljaju značajnu poslovnu aktivnost financijskog menadžmenta.

1.1.1. Razlozi za održavanje operativnih novčanih sredstava

Operativna novčana sredstva predstavljaju neophodnu operativnu rezervu ukupnih novčanih sredstava. Postoje dva osnovna razloga za stvaranje i održavanje rezerve novčanih sredstava, a to su: **funkcija apsorpcije i funkcije hitnosti.**

Ako se redovni tekući primici i izdaci poduzeća ne poklapaju optimalno, potrebno je osigurati stanovitu stalnu rezervu novčanih sredstava koja će onemogućiti prekid kontinuiteta poslovanja. Visina stalne rezerve novčanih sredstava ovisit će o karakteristikama poduzeća i o raznim nepredvidivim hitnim novčanim potrebama.

Raspoloživa novčana sredstva ne moraju poduzeću služiti primarno ili isključivo u funkciji apsorpcije i po kriteriju hitnosti, jer možda postoji i mogućnost vanjskog financiranja na kratkoročnoj osnovi, što može direktno utjecati na rješenje nekog akutnog problema. U tom smislu, **što se lakše i pod povoljnijim uvjetima može doći do vanjskoga kapitala, to je manja potreba za redovnim održavanjem određene razine novčanih sredstava poduzeća, posebno po kriteriju odnosno po funkciji hitnosti.** U tom će slučaju poduzeće možda morati vjerovniku dati **dodatne garancije**, što može podići njegov utjecaj na upravljanje, dok se pozicije tekuće imovine poduzeća ne vrate u normalu. Zato istup poduzeća na tržište novca možemo smatrati čimbenikom koji utječe na visinu operativnih novčanih sredstava.

Specifične potrebe poduzeća za novčanim sredstvima u pravilu su neizvjesne pa je praktički nemoguće odrediti i njihovu visinu. Zato se u određivanju visine takvih sredstava najčešće vodimo poslovnim iskustvom, a tako određeni iznosi moraju se grubo prilagođavati sezonskim ili cikličkim poslovnim promjenama, prema specifičnim pravilima financijske prakse.

Po jednom od takvih pravila podrazumijeva se da raspoloživa novčana sredstva moraju biti barem jednaka novčanim izdacima što se u stabilnim uvjetima privređivanja očekuju tijekom tekućeg mjeseca ili u naredna dva tjedna. Duljina izabranoga perioda korespondirat će poslovnom iskustvu poduzeća u pogledu novčanih primitaka. Duži period prikupljanja novčanih sredstava zahtijevat će i razmjerno veću masu potrebnih novčanih sredstava i obrnuto. Poduzeće koje svoje proizvode prodaje pretežno za gotovinu, pod uobičajenim okolnostima, imat će tijekom izvjesnog perioda, dovoljno novčanih sredstava za pokriće svojih novčanih izdataka. Dakle, **relativna stabilnost poslovanja imat će i najveći utjecaj na visinu novčanih sredstava koja će se nalaziti na računu poduzeća.**

Drugo praktično pravilo koje određuje visinu raspoloživih novčanih sredstava zasniva se na normalnom odnosu između novčanih sredstava i ukupne tekuće imovine. Kako taj odnos, kao svojevrsan standard, ovisi o poslovnoj djelatnosti poduzeća, on se ustanovljava za svako poduzeće posebno, u pravilu na poslovnom iskustvu toga poduzeća.

Premda se iznos potrebnih novčanih sredstava, kao što smo već rekli, može samo grubo procijeniti, financijski menadžeri moraju, pri tom procjenjivanju biti vrlo pažljivi, jer se nedovoljna novčana sredstva mogu izrazito negativno reflektirati na poslovnu stabilnost poduzeća. S druge strane, viškovi novčanih sredstava mogu ojačati poslovnu sigurnost, ali i viškove treba izbjegavati zbog održanja profitabilnosti poduzeća. Zato je **jedna od stalnih zadaća financijskog menadžmenta da održi zadovoljavajuću, reći ćemo, optimalnu ravnotežu između solventnosti i profitabilnosti. Previše pažnje jednom moglo bi osujetiti ostvarenje drugoga poslovnoga cilja.** Tako, kada menadžment jednom donese odluku o održavanju odgovarajuće visine novčanih

sredstava, on mora voditi pažljive i ažurne zapise o promjenama u stavkama novčanih sredstava, kako bi osigurao trajnu ravnotežu tih sredstava u odnosu na određene financijske standarde.

1.1.2. Instrumenti kontrole novčanih sredstava

Kad govorimo o instrumentima kontrole novčanih sredstava, onda **uglavnom mislimo na računovodstvene zapise i na financijske izvještaje odnosno na bilancu i na račun dobitka ili gubitka.** No, usprkos praktičnoj koristi navedenih iskaza u vezi s poslovanjem poduzeća, financijskom menadžmentu nijedan ne koristi za kontrolu novčanih sredstava. Tako bilanca, kao što znamo, pokazuje saldo novčanih sredstava na jedan određeni dan, a za učinkovitu kontrolu potrebna je tekuća bilanca. Račun dobitka ili gubitka također ima određene nedostatke. **Taj se račun, kao ni bilanca, ne sastavlja dovoljno često i nije dnevno upotrebljiv; k tome, račun dobitka ili gubitka ne bilježi sve promjene na stavkama novčanih sredstava, čemu postoje dva glavna razloga: a) sve transakcije u stavkama novčanih sredstava iskazanih u bilanci ne evidentiraju se i na računu dobitka ili gubitka, i b) sve evidentirane transakcije na računu dobitka ili gubitka ne moraju biti evidentirane i na stavkama novčanih sredstava.**

a) Dobitak se stvara samo tamo gdje postoji neto porast pojedinih stavaka imovine što proizlazi iz poslovnih aktivnosti poduzeća. Međutim, porast bilančnih stavaka aktive putem novih ulaganja ne predstavlja prihod i nije uključen u obračun dobitka. To je npr. slučaj s dobivenim bankovnim kreditom ili sa kapitalom koji je investirao vlasnik poduzeća. Povrat kapitala vlasnicima ili kreditorima ne čini trošak uključen u obračun dobitka poduzeća, ali predstavlja novčani izdatak. Osim toga, smanjenje tekuće imovine zbog nabavke nove opreme smanjuje saldo novčanih sredstava, ali ne predstavlja trošak dok se za to obračunsko razdoblje ne izvrši obračun amortizacije.

b) Račun dobitka ili gubitka posebno je kreiran za mjerenje profitabilnosti poduzeća u određenom periodu. Da bi što bolje služio toj svrsi, u računu dobitka ili gubitka moraju sve stavke prihoda i rashoda, makar nisu podržane odgovarajućim promjenama u bilanci u stavkama novčanih sredstava, biti uzete u obzir. Npr. prodaja na kredit evidentira se kao prihod tog obračunskog razdoblja, iako će stvarni novčani primici biti ostvareni u nekom narednom obračunskom razdoblju, zatim amortizacija, vremenska razgraničenja i sl. Dakle, realne novčane promjene prikazuju se zbog veće točnosti iskazanoga dobitka poduzeća.

U većini manjih poduzeća, vlasnik odnosno menadžer, je svaki put, kad ispostavi nalog za plaćanje neke svoje dospjele obveze, informiran o stanju novčanih sredstava. On saldo novčanih sredstava automatski dovodi u vezu s nekim zamišljenim minimumom potrebnih sredstava. Ako dođe u nedozvoljenu, riskantnu financijsku poziciju, on će odmah preispitati uzroke smanjenja

novčanih sredstava i pokušati odrediti buduću visinu potrebnih novčanih sredstava u korelaciji s odgovarajućim novčanim primicima i izdacima. Ako ipak i izdaci kontinuirano rastu, pokušat će poboljšati svoju financijsku poziciju kreditnim zaduženjem.

Kako narastaju poslovne aktivnosti, moraju se pripremiti i posebni iskazi, izvještaji i kratki pregledi financijskih pozicija za potrebe financijskih menadžera. u primjeni je najčešće **izvještaj o promjenama financijskog položaja, koji obuhvaća najčešće sve novčane transakcije bez obzira na njihove izvore i utjecaj na ostvarenje dobitka**. Tim se izvještajem utvrđuje kontinuirani saldo na stavkama novčanih sredstava zajedno sa zapisima iz prošlosti, a to menadžeru pruža uvid u to kako su se odvijale promjene na stavci novčanih sredstava. Pošto se novčani primici i izdaci, odnosno saldo, prikazuju u zasebnim kolonama, njihova upotreba u svrhu raznih usklađivanja i kontrole, veoma je jednostavna. Ako je ustanovljen minimalno potreban saldo novčanih sredstava, upućivanje na ovaj izvještaj može ukazati da li poduzeće napreduje u željenom poslovnom smjeru i pružiti uvid u pojedine stavke izdataka novčanih sredstava. **No, ni taj izvještaj ne može upozoriti poduzeće na njegove buduće neočekivane izdatke novčanih sredstava.**

Prilikom interpretacije promjena u saldu novčanih sredstava tijekom cijelog obračunskog razdoblja može biti od pomoći obrazac po kojem se usklađuju nastale promjene u stavkama računa dobitka ili gubitka te promjene u stavkama bilance. Ovaj izvještaj ne predstavlja kompletan zapis o svim poslovnim promjenama u stavkama novčanih sredstava već samo sažetak koji se koristi uz bilancu i uz račun dobitka ili gubitka (*Tabela 1.*)

Izvještaj o novčanom tijeku

Tabela 1

Stanje novčanih sredstava 1.1.		50.000
Kredit	25.000	
Neto dobitak	25.500	
Amortizacija	4.000	
Ukupno		54.500
Ukupni primici		104.500
Povrat kredita	28.500	
Porast zaliha	48.000	
Nabava opreme	4.500	
Ukupni izdaci		81.000
Stanje novčanih sredstava 31.XII		23.500

Pružajući uvid u razvojnu perspektivu i upućujući na glavne razloge koji su djelovali na promjenu stanja novčanih sredstava, ovaj prikaz pridonosi kontroli novčanih sredstava.

1.1.3. Predviđanje potrebne visine novčanih sredstava

Svi oblici do sada objašnjenih izvještaja imaju jedno zajedničko obilježje: bilježenje i rezimiranje financijskih zbivanja u prošlosti ili sadašnjosti. Prikazujući prošlo ili postojeće stanje i pregled najvećih izdataka, te ukazujući na

poslovene korekture koje treba poduzeti, informacije iz tih izvještaja mogu biti neophodne za efikasnu kontrolu. Međutim, zapisi o prošlim događajima sami po sebi ne osiguravaju kontrolu aktualnih, receptnih poslovnih događaja. Učinkovita i valjana kontrola ovisi o budućim poslovnim događajima i o planskim pokazateljima s kojim treba komparirati pokazatelje o tekućem poslovanju.

Financijski plan ponekad, doduše, izražava samo proizvoljno izračunate minimalne financijske potrebe, a mnogo je bolje ako se zasniva na realnom i objektivnom istraživanju budućih primitaka i izdataka novčanih sredstava. Naime, prava kontrola novčanih sredstava, posebno ako se radi o zaštiti solventnosti poduzeća, **zahtijeva prije svega realnu procjenu budućih potreba za novčanim sredstvima**, što je već naglašeno i u uvodnom dijelu ovog poglavlja. Raspolaganje optimalnom visinom novčanih sredstava u bilo koje buduće vrijeme, poduzeću ne daje samosigurnost nego i određenu prednost pred onim poduzećima koja te mogućnosti nemaju. **Predviđanje potrebne visine novčanih sredstava zato predstavlja objektivnu potrebu.** Povjerenje se naime, ne može zasnivati samo na saznanju o tome koliko je goriva ostalo u rezervoaru, već i na duljini puta koju moramo još prevaliti do cilja, te na okolnosti da li uz put ima ili nema benzinskih crpki.

Predviđanje budućih primitaka i izdataka, dakako, nije jednostavan zadatak. Treba razmišljati o većem broju različitih čimbenika, posebno o jediničnim prodajnim cijenama, o cijenama koštanja, te o raznim primicima i izdacima novčanih sredstava itd. U svakom slučaju, **pažljivo raščlanjivanje i proučavanje svakog čimbenika i planiranje novčanog toka na toj osnovi, može menadžmentu poduzeća ukazati na vrlo korisne putokaze.** Dok **izvještaj o novčanom tijeku** prati i registrira tok novčanih sredstava u prošlosti, **financijskim se planom** predviđaju i procjenjuju budući tokovi tih sredstava.

Potrebna visina novčanih sredstava može se planski iskazati na dva načina odnosno u dvije forme. Prvo, plan potrebnih sredstava može prerasti u detaljni plan budućih poslovanja. U tom se slučaju novčani primici i izdaci dobivaju ili preuzimaju iz različitih pomoćnih planova odnosno iz planova pojedinih organizacijskih dijelova i poslovnih aktivnosti poduzeća. Drugo, ako nema poslovnih razloga za izradu kompletnog i detaljnog financijskog plana o visini potrebnih sredstava, pa nema ni osnove za projekciju toka novčanih sredstava, **orientaciona se procjena potreba za novčanim sredstvima može**

učiniti i interpretacijom procijenjenih financijskih rezultata za koje se predviđa da će utjecati na novčana sredstva. Premda se u tom slučaju radi o širokom rasponu procjene, rezultirajući iskaz može menadžmentu biti vrlo koristan u procjeni i zaštiti buduće financijske pozicije poduzeća. Ova je procedura poznata kao "bilančni" pristup planiranju novčanih sredstava. Uzet ćemo kao da poduzeće svoje poslovne aktivnosti u slijedećih šest mjeseci predviđa ostvariti, kroz ovaj račun dobitka ili gubitka (*Tabela 2*):

*Procjena računa dobitka ili gubitka
za idućih šest mjeseci*

Tabela 2.

Prihodi		90.000
Troškovi prodanih proizvoda		55.000
Bruto dobitak		35.000
Poslovni troškovi	20.000	
Amortizacija	1.000	
Ukupni poslovni troškovi		21.000
Poslovni dobitak		14.000
Porezi		4.000
Neto dobitak		10.000

Uz navedene podatke iz procjene računa dobitka ili gubitka, pretpostavimo bilancu poduzeća ovakvom kakva je prikazana u *Tabeli 3*.

Bilanca

Tabela 3.

A k t i v a		P a s i v a	
Novčana sredstva	10.000	Obveze	10.000
Potraživanja	25.000	Kamate	3.000
Zalihe	45.000	Rezerve za poreze	4.000
Ukupna tekuća aktiva	80.000	Ukupna tekuća pasiva	17.000
Sadašnja vrijednost fiksne imovina	20.000	Vlastiti kapital	83.000
Ukupna aktiva	100.000	Ukupna pasiva	100.000

U planu šestomjesečnog poslovanja prikazanog računom dobitka ili gubitka, menadžment u odnosu na sadašnju poslovnu aktivnost, predviđa porast poslovnih aktivnosti u visini od 50%. Zbog iskorištenja ovako povećanog obujma poslovanja, koje je djelomično sezonsko a djelomično trajno, potrebna je nabavka dodatne opreme u vrijednosti od 10.000 novčanih jedinica. Na osnovi navedenih činjenica i podataka može se predvidjeti stanje bilance krajem

šestomjesečnog planskog razdoblja. Podaci iz *tabele 4.* pomoći će nam u praćenju promjena koje će u tom slučaju nastati u financijskom položaju poduzeća.

Prikaz promjena financijskog položaja poduzeća

Tabela 4.

Stavka	Početna bilanca	Promjene u dobitku	Promjene u obujmu	Konačna bilanca
Novčana sredstva	10.000	+13.000	-38.500	-15.500
Potraživanja	25.000	....	+12.500	37.500
Zalihe	45.000	....	+22.500	67.500
Ukupno	80.000	+13.000	-3.500	89.500
Sadašnja vrijednost fiksne imovine	20.000	-1.000	+10.000	29.000
Ukupna aktiva	100.000	+12.000	+6.500	118.500
Obveze	10.000	....	+5.000	15.000
Kamata	3.000	....	+1.500	4.500
		+4.000		
Obveze za poreze	4.000	-2.000	....	6.000
Ukupno	17.000	+2.000	+6.500	25.500
Vlastiti kapital	83.000	+10.000	....	93.000
Ukupna pasiva	100.000	+12.000	+6.500	118.500

U utvrđivanju promjena koje će proizaći iz predviđenih poslovnih aktivnosti, a radi objektivnog i realnog iskazivanja potrebnih novčanih sredstava, neto dobitak se mora, prvo uvećati za novčane primitke (koji samim time ne predstavljaju i novčane izdatke) i, drugo, umanjiti za novčane izdatke. Dakle ostvareni neto dobitak u iznosu od 10.000 novčanih jedinica mora se prikazati u obliku novčanih sredstava uvećanih za novčane primitke koji odmah ne predstavljaju i novčane izdatke (to su amortizacija - 1.000 novčanih jedinica i obračunate a nedospjele obveze prema porezu - 4.000 novčanih jedinica), što daje ukupno 15.000 novčanih jedinica. Od ovog iznosa mora se oduzeti 2.000 novčanih jedinica koje tijekom idućih šest mjeseci treba platiti kao dug za prošlogodišnji porez koji je iznosio 4.000 novčanih jedinica. Zato se očekuje porast novčanih sredstava od 13.000 novčanih jedinica.

Prikazane promjene u obujmu poslovanja uvjetovane su očekivanim 50%-im povećanjem poslovne aktivnosti poduzeća i to krajem perioda. Promjene u stavci fiksne imovine čine iznimku, jer s radi o nabavci nove opreme. U slučaju tekuće aktive i odgovarajuće tekuće pasive razumno je pretpostaviti da će njihova visina rasti u skladu s promjenom obujma poslovanja odnosno za 50%. Ovo je pravilo dosta orijentaciono, ali u nedostatku suptilnijeg modela predviđanja, to je možda najrazumljiviji pristup koji se može primijeniti.

Primjenjujući opisano pravilo prema gore navedenim pretpostavljenim činjenicama, ustanovili smo da je aktiva porasla za 38.500 novčanih jedinica više nego tekuće obveze. Ta se razlika uočava iz stavke novčanih sredstava. Pretpostavljene promjene obujma poslovanja odrazit će se samo na onu aktivu i na onu pasivu koje su automatski vezane s poslovanjem, a to su poslovna imovina, obveze, kamate i sl.

Nakon procjene konačne bilance, menadžment može ocijeniti i adekvatnost buduće poslovne i financijske pozicije. U utvrđivanju ovog iskaza može se koristiti standardna analiza putem omjera za ustanovljavanje standardnih minimalnih potreba novčanih sredstava. U našem slučaju, premda je ukupna tekuća imovina u dobrom odnosu s kratkoročnim obvezama, raspoloživa novčana sredstva uvelike su deficitarna. Visina očekivanoga dobitka može se promijeniti angažiranjem dodatnih novčanih sredstava.

Ako svoju pozornost usmjerimo na stanje novčanih sredstava poduzeća tijekom narednih mjeseci, iz suponiranih činjenica možemo izraditi i pojednostavljeni financijski plan (*Tabela 5.*):

Financijski plan

Tabela 5.

Početni saldo		10.000
Primici :		
Novčani primici		77.500
Ukupno		87.500
Izdaci:		
-za zalihe	72.500	
-za troškove	18.500	
-za poreze	2.000	
-za fiksnu imovinu	10.000	13.000
Ukupno	103.000	
		-15.500

Neke stavke ovoga plana potrebno je objasniti. Pošto su potraživanja krajem perioda veća za 12.500 novčanih jedinica, pretpostavljeni iznos gotovinske prodaje od 90.000 novčanih jedinica vjerojatno neće biti ostvaren u cjelini nego u iznosu od 77.500 novčanih jedinica. Budući da obveze pokazuju povećanje od 5.000 novčanih jedinica, novčani izdaci za zalihe iznosit će 72.500 novčanih jedinica .Konačno, kao što je i prikazano, novčani izdaci iznosit će 18.500 novčanih jedinica (umjesto procijenjenih 20.000 novčanih jedinica) zbog obračunatih kamata u iznosu od 1.500 novčanih jedinica).

Analizom ovog iskaza doći ćemo i do objašnjenja manjka novčanih sredstava: novčani primici od prodaje iznose samo 5.000 novčanih jedinica više od izdataka za nabavljanje zaliha. Razlog tome leži u činjenici što je datum

konačne bilance pao u špicu sezonskih potreba. Tijekom ostalih mjeseci, tj. nakon te špice, nabavke novoga materijala će opasti, a zalihe će se smanjiti i postupno pretvarati opet u novčana sredstva, pa će u to vrijeme novčani primici biti veći od novčanih izdataka za kupovinu zaliha, a tijekom cijelog jednogodišnjeg perioda će se odnos između primitaka i izdataka u prosjeku uskladiti.

Ova specifičnost nalaže potrebu pažljivog selekcioniranja planiranih novčanih primitaka. Zbog opće prirode pristupa, uvjeti koji se javljaju u međuvremenu nisu detaljno prikazani; prikazivani su samo krajnji financijski rezultat, a vrijeme izabrano za projekciju odgovora sezonskom modelu.

1.2. FINANCIJSKO PLANIRANJE I PROFITABILNOST

Da bismo obavili odgovarajuću kontrolu upotrebe kapitala i adekvatno planirali buduće poslovne aktivnosti poduzeća, u cilju ostvarivanja maksimalnog neto dobitka i profitabilnosti, potrebno je sastaviti financijski plan. **Financijski plan, kao instrument kontrole ostvarenja maksimalnog neto dobitka, moguće je promatrati, prvo, kroz - kontrolu primitka i izdatka novčanih sredstava i drugo, kroz-kontrolu.**

Navedene dvije veličine nisu međusobno nepovezane, a da bismo olakšali njihovo razumijevanje, razmotrit ćemo ih pojedinačno.

Godišnji planovi prodaje, proizvodnje, nabave i zaliha čine okosnicu za sastavljanje tekućeg financijskog plana. Na osnovi tih planova donose se i periodični planovi prihoda i troškova, odnosno planovi rashoda u domeni troškova proizvodnje, prodaje, nabave, uprave i administracije, **odnosno bilo kojeg drugog područja poslovne aktivnosti koje djeluje na novčane primitke i izdatke.** Kasnije razmatranja pokazat će da se koordinacija tih planova izvodi automatski ako se financijski plan kao instrument kontrole poslovanja poduzeća pravilno koristi.

Primjenjujući informacije i pokazatelje iz navedenih planova, izrađujemo dinamičku projekciju neto novčanih tokova, te primitaka i izdataka novčanih sredstava. Za izradu te projekcije relevantni su, prije svega, planovi prihoda i planovi troškova jer prvi predstavljaju primitke a drugi izdatke novčanih sredstava. Međutim, zbog razlika u očekivanoj dinamici prihoda i troškova u odnosu na dinamiku primitaka i izdataka novčanih sredstava, kao i zbog saznanja da svi planirani troškovi ne zahtijevaju novčane izdatke, planovi prihoda i planovi troškova služe samo kao neophodno vrelo podataka za planiranje novčanih tokova, koje se u daljnjem postupku u velikoj mjeri zasniva na suptilnom osjećaju za financijske podatke i za planiranje te na iskustvu financijskog stručnjaka.

Očekivani primici novčanih sredstava zavise o planiranju obujma prihoda od prodaje, o dinamici realizacije prodaje, o uvjetima kreditiranja kupaca, o dospjeloosti potraživanja, o efikasnosti same naplate, o eventualnim gubicima u novčanim primicima zbog vraćanja proizvoda, o

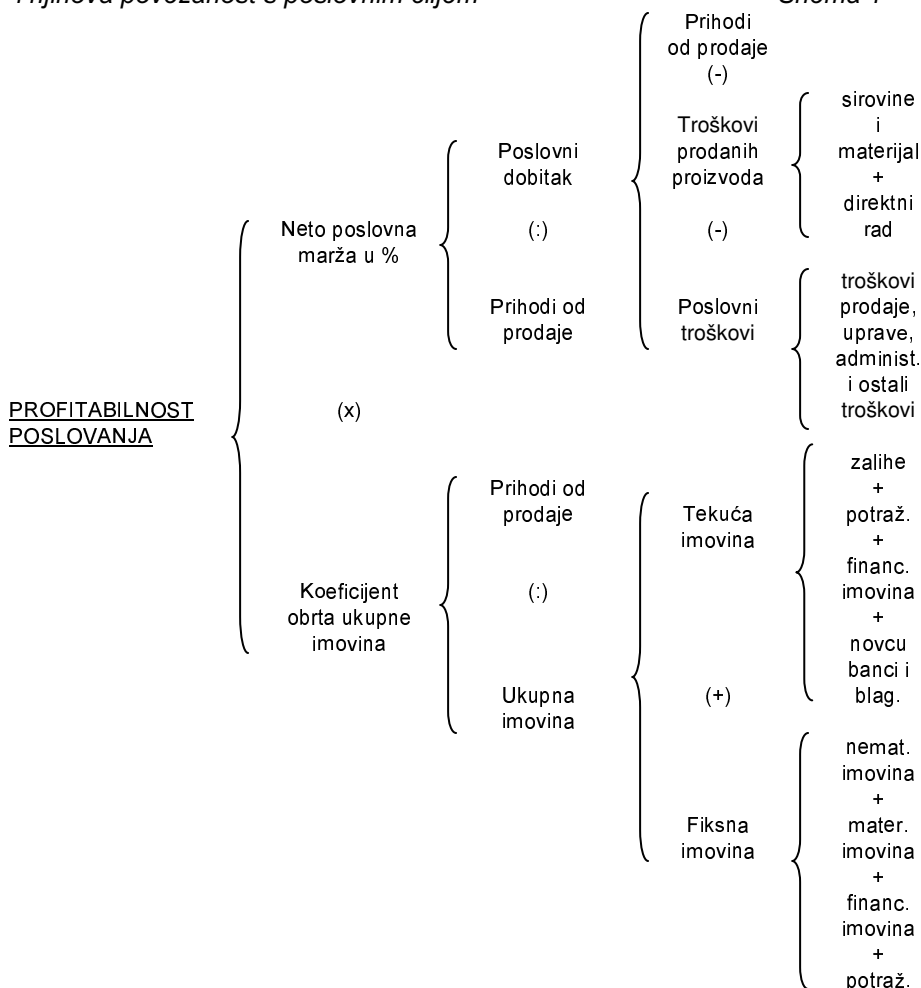
datim popustima pri prodaji, o nenaplativim potraživanjima i sl., čije se efekte na buduće primitke novčanih sredstava moraju procijeniti i kvantificirati polazeći prije svega od iskustva prethodnih poslovnih razdoblja.

Uzajamne i međusobne veze različitih stavaka koje se u odnosu na razinu profitabilnosti financijski kontroliraju, prikazane su u shemi broj 1. **Profitabilnost poslovanja produkt je neto poslovne marže i koeficijenta obrta ukupne imovine.**

Zavisnost pojedinih pokazatelja

i njihova povezanost s poslovnim ciljem

Shema 1



Gornja polovica sheme prikazuje izvođenje stope neto poslovne marže iz podataka koji se nalaze u računu dobitka ili gubitka. Na desnoj strani sheme prikazani su prihodi i klasifikacija osnovnih vrsta troškova neophodnih za izradu financijskog plana. To je ujedno i prva važna tema koja se obrađuje u nastavku

ovog poglavlja. Uredna kontrola ovih troškova pomoći će menadžerima da pravilno utvrde visinu neto poslovne marže za određeni obujam prodaje.

Donja polovica sheme prikazuje tvorbu obrta ukupne imovina iz podataka koji se nalaze u bilanci, osim prihoda od prodaje. Pravilna kontrola ulaganja u stavke aktive u odnosu na prihode od prodaje od velike je pomoći prilikom maksimiranja učinaka ulaganja. Kontrola investicija ujedno je i druga važna tema u nastavku ovog poglavlja. Ako se financijski plan može koristiti kao pomoć u maksimiranju neto poslovne marže i obrta ukupne imovine, očigledno je da onda predstavlja i koristan poslovni instrument menadžerima u njihovom nastojanju da osiguraju maksimalnu profitabilnost poslovanja.

U daljnjem razmatranju treba imati na umu da je glavni poslovni cilj **svakog ulaganja maksimalno ostvarenje neto dobitka, a povećanje prodaje, optimalno ulaganje u stavke aktive, što veće smanjenje troškova te postizanje što većeg poslovnog dobitka**, samo su postupci (etape) za njegovo ostvarenje. Razlog za podvlačenje ove napomene je u tome što pre naglašavanje pojedinih od navedenih aktivnosti može izazvati sukob sa glavnim poslovnim ciljem. Prodaja npr. može uzrokovati veće troškove nego što je stvarno potrebno, investicije mogu biti toliko ograničene da onemoguću nabavu i prodaju, isforsirana nastojanja za ostvarenjem dobitka po svaku cijenu mogu povećati troškove u većoj proporciji nego što su efekti prodaje i sl.

1.2.1. Kontrola primitaka i izdataka novčanih sredstava

Ako je napravljen plan primitaka i izdataka novčanih sredstava, njegova se osnovna svrha i smisao gube ako se ne koristi kao instrument kontrole poslovanja poduzeća. Sastaviti financijski plan, a zatim zaboraviti na njega, znači ne iskoristiti onu mogućnost koju taj dokument pruža. To možemo usporediti s brzinomjerom u automobilu. Pretpostavimo da po nepoznatoj cesti koja nema ni oznake za prijeđene kilometre, moramo prevaliti udaljenost od 100 km u roku od sat vremena. Pomoću sata ćemo utvrditi da li smo nakon jednog sata vožnje stigli na cilj, ali sat nam neće pomoći da tijekom vožnje, ako treba, odredimo stupanj napredovanja, kako bismo u okviru zadanog vremena, ako treba, izvršili određene promjene. Ako ne stignemo na cilj u roku od sat vremena, naći ćemo se u poziciji menadžera koji krajem godine spoznaje da nije postigao poslovne ciljeve zadane financijskim planom. Međutim, ako tijekom vožnje pratimo brzinomjer, znat ćemo svakog trenutka locirati svoj položaj. Onoga časa kad nam brzina kretanja padne ispod 100 km na sat, ako želimo na vrijeme stići na cilj, povećat ćemo brzinu kako bismo nadoknadili izgubljeno vrijeme.

Uspoređivanje s brzinomjerom nije posve adekvatno kod poduzeća koja imaju visoke fluktuacije u prodaji. Naime, na određenim etapama puta možda će biti potrebno poštivati neka zakonska ograničenja brzine na ispod 100 km/h. Da bi se u tom smislu izbjegle greške i pravovremeno stiglo na cilj, neophodno je izraditi plan cijelog putovanja kojim će biti predviđene prosječne brzine vožnje na

različitim etapama puta. U **poslovanju, sezonski čimbenik može neke mjesece činiti neprofitabilnim a ostale mjesece visoko profitabilnim. Ako nema financijskog plana za promatrani period poslovanja, profitabilnost ćemo morati platiti promatranjem ostvarenja pojedinačnih efekata.** Tako puko promatranje profitabilnosti iz mjeseca u mjesec može, s obzirom na sezonske utjecaje, voditi do neopravdanog pesimizma ili do neopravdanog optimizma, što ni u jednom slučaju nije dobro.

2.1.1.1. Kontrola primitaka novčanih sredstava

Ako se želi ostvariti planirani neto dobitak, podjednako, se moraju kontrolirati stavke primitaka i stavke izdataka novčanih sredstava. Kontrola novčanih primitaka bitna je kao i kontrola investicija, a **svrha je te kontrole da se postigne takav obrt ukupnoga kapitala koji će rezultirati povećanjem dobitka.** Ako se prodaja ne održi na planiranoj razini, ni planirana razina izdataka neće se moći održati. Zbog toga se kontinuirano moraju kontrolirati razina prodaje i provoditi određene korekcije u stavkama novčanih izdataka.

Čak i onda kad su novčani primici od prodaje, kao jedna od stavaka plana novčanih sredstava, jednaki s planskim iznosom ili premašuju planirane iznose, potrebno je konstantno provoditi analizu prodaje. Naime, **plan prodaje obično se izrađuje na osnovi procijenjene prodaje nekoliko vrsti proizvoda, i to različite količine i po različitim cijenama. Novčani primici predviđeni planom primitaka od prodaje mogu se ostvarivati vrlo različito jer i potražnja za određenim proizvodima može uvelike premašiti ili podbaciti planske procjene.** Osim toga, za ostvarenje plana novčanih primitaka nije isto ako je podbačen odnosno premašen plan prodaje skupljih ili jeftinijih proizvoda, jer **prodaja različitih proizvoda ostvaruje i različiti marginalni utjecaj na dobitak, odnosno na marginalni dobitak koji predstavlja razliku između ukupnog prihoda i ukupnih varijabilnih troškova.** Zato će promjene u planu novčanih primitaka od prodaje ili promjene u njegovoj realizaciji zahtijevati istovremenu promjenu mnogih procijenjenih stavaka izdataka novčanih sredstava, osim ako se njihovi relativni odnosi mogu vratiti u početno stanje. Isto tako, **ukupnim planom predviđeni primici mogu se možda ostvariti prodajom većeg broja proizvodnih ili uslužnih jedinica po nižim cijenama, a to može uzrokovati određeno smanjenje neto dobitka po jedinici proizvoda ili usluga u odnosu na planirani neto dobitak.** Neka područja mogu znatno premašiti odnosno podbaciti planska očekivanja, a promjene u distribuciji proizvoda ne moraju imati istovremene efekte na izdatke novčanih sredstava ili na dobitak, ali mogu ukazati na potrebu preispitivanja prodajne mreže poduzeća i sl.

Komparativnu analizu planiranih i ostvarenih primitaka i izdataka u poduzeću treba češće provoditi, a proces prilagođavanja u zavisnosti o poslovnim situacijama može se također odvijati različito. Opće je pravilo - što se analiza planiranih i ostvarenih primitaka i izdataka češće provodi, to za vlasnike proizlaze povoljniji financijski rezultati. Naime, neprestani uvid u **razlike koje se**

pojavljaju iz stvarnih i planiranih pokazatelja može ukazati na pozitivnu ili na negativnu

tendenciju pojedinih stavaka, a što se brže obave kvalitetne promjene u financijskom planu, manji će biti i iznos nepotrebnih novčanih izdataka odnosno ulaganja. Dakle, uz bolju kontrolu može se očekivati veći dobitak uz minimalne izdatke novčanih sredstava .

1.2.1.2. Kontrola izdataka novčanih sredstava

U ispravno sačinjenom financijskom planu evidentni su izdaci iz nabavnih, proizvodnih i prodajnih planova, koji za menadžment predstavljaju najbolje planske procjene novčanih izdataka. Tako usklađeni planovi menadžmentu služe i za kontrolu poslovanja. Uspoređujući aktualne s planskim pokazateljima, menadžment može pratiti i poslovne aktivnosti onih radnika koji su zaduženi za izvršenje različitih poslovnih funkcija i za eventualna negativna odstupanja pozvati na odgovornost.

Izvještaji o tekućim poslovnim aktivnostima mogu biti dnevni, tjedni ili mjesečni, što zavisi o važnosti izdataka novčanih sredstava, o internim i eksternim promjenama te o potrebnom vremenu za dobivanje podataka. Tako je npr. od dobivanja čestih izvještaja o isplati najamnine ili o administrativnim troškovima različitih odjela poduzeća dosta malo značenje, jer te stavke u većini slučajeva nisu podložne većim mjesečnim promjenama, niti predstavljaju značajniji udio u ukupnim troškovima. Veće značenje imaju češći izvještaji u iskazivanju izdataka za direktne troškove kao što su sirovine i materijal, plaće i nadnice radnika, nabavne cijene trgovačke robe, **odnosno tamo gdje tržišne cijene mogu biti predmetom izrazitih fluktuacija**. Zato se u takvim poduzećima i situacijama, zbog značenja koje ima za sve organizacione dijelove poduzeća, komparacija stvarnih i planiranih iznosa izdataka novčanih sredstava mora odbiti dnevno. No, budući da se **financijski napredak** mjeri usporedbom stavaka izdataka novčanih sredstava koji proizlaze iz tekućih poslovanja s planiranim izdacima, mala je vjerojatnost da se menadžeri odgovorni za različite poslovne aktivnosti u poduzeću ne bi trudili da stavke izdataka drže pod kontrolom. Čim se pojavi sumnja da se stavke izdataka novčanih sredstava ne održavaju u korelaciji s planiranom razinom, oni će se obratiti nadređenim menadžerima, u pokušaju da se oslobode barem dijela odgovornosti zbog nezadovoljavajućeg poslovnog trenda. U tom se slučaju mogu brzom poslovnom akcijom poduzeti odgovarajuće preventivne mjere za ispravljanje navedenih trendova, a mnogo je lakše takvu pojavu uočiti i ocijeniti, dakle i **preventivne mjere poduzeti, u onim dijelovima poduzeća u kojima se poslovanje konstantno uspoređuje s planiranim novčanim izdacima**.

Financijski plan se kao instrument za ograničavanje izdataka novčanih sredstava može još efikasnije primjenjivati ako se odgovornim radnicima bez posebne suglasnosti nadređenih menadžera ne pruži mogućnost prekoračenja pojedinih planiranih stavaka izdataka. No, da se izbjegne birokratizam, za neke se grupe stavki može dozvoliti određena sloboda, ali i ta se sloboda mora kreirati u granicama ukupnog financijskog plana.

1.2.1.3. Fleksibilni financijski plan

Kad postane očiglednim da su planirani iznosi pojedinih planova s obzirom na tekuće uvjete nerealno postavljeni, beskorisno je i iluzorno držati se tih iznosa kao standarda za kontrolu financijskog poslovanja. Najbolje rješenje je tada u rebalansu svih planova koji čine okosnicu financijskog plana, odnosno u ponovnom uravnoteženju financijskog plana s promijenjenim poslovnim uvjetima. Dakako da ni nakon uravnoteženja financijskog plana odnosno nakon izrade novog financijskog plana menadžeri neće odustati od svog temeljnog cilja - od ostvarenja maksimalnog neto dobitka. u tom smislu nove procjene pojedinih stavaka primitaka i izdataka novčanih sredstava postaju opet relevantnim pokazateljima za kontrolu poslovanja poduzeća, samo u novim uvjetima.

Fleksibilni financijski plan poduzeća stalno je otvoren za moguća tekuća usklađenja, a da bi on bio fleksibilan, potrebno je da i svi ostali planovi budu isto tako fleksibilni za sve moguće promjene. Bez fleksibilnog plana bilo bi, svaki put kad dođe do određenih promjena ili do novih saznanja, potrebno napraviti novi financijski plan, a to bi značilo gubljenje vremena i velike novčane izdatke.

Da bi financijski plan bio što fleksibilniji, potrebno je podijeliti sve troškove u dvije glavne grupe, a to su varijabilni i fiksni troškovi.

Varijabilni troškovi u direktnoj vezi s obujmom poslovanja. **Ovamo spadaju troškovi ostvareni za sirovine i materijal, za direktan rad i prodajnu proviziju i sl. Fiksni troškovi su oni troškovi koji ostaju nepromijenjeni bez obzira na promjene u obujmu poslovanja. U njih spadaju porezi, amortizacija, najamnina, kamate i sl.**

Međuzavisnost navedenih čimbenika obično se predložuje **grafikonom profitabilnosti**. Na primjer, za promatrani period fiksni troškovi poslovanja iznose 900 novčanih jedinica, varijabilni troškovi reagiraju proporcionalno na promjenu obujma prodaje po stopi od 40%, a prodajne cijene proizvoda u iznosu od 2.000 novčanih jedinica konstantne su u jednom kratkom periodu, što se u empirijskoj interpretaciji grafikona profitabilnosti smatra normalnim pretpostavkama; njegova konstrukcija mogla bi se ilustrirati kao što je to učinjeno u grafikonu broj 1.

Grafikon profitabilnosti (točka pokrića)

Grafikon 1

Prva informacija koja proizlazi iz grafikona odnosi se na **točku pokrića** (**“break-even point”**) **novčanih primitaka u koje je poslovni dobitak jednak nuli**. To je on kombinacija varijabilnih i fiksnih troškova koja poduzeću omogućava da iz redovnih poslovnih aktivnosti dostigne samo donju granicu profitabilnosti. Obujam prodaje, na kojem se to događa, može se utvrditi i putem sljedeće formule:

$$\begin{aligned} \text{Donja granica profitabilnosti} &= \frac{\text{Fiksni troškovi}}{\text{Varijabilni troškovi}} = \\ &1 - \frac{\text{Prihodi od prodaje}}{\text{Prihodi od prodaje}} \\ \frac{900}{800} &= \frac{900}{0,6} = 1.500 \text{ novčanih jedinica} \\ 1 - \frac{2.000}{2.000} & \end{aligned}$$

Modifikacijom ove formule i grafikona profitabilnosti moguće je utvrditi točku pokrića sa stajališta neto dobitka. Za to je potrebno da se u brojnik ove formule unesu (odnosno u grafikon ucrtaju) fiksni troškovi na ime kamata, koji potječu iz financiranja poslovne aktivnosti iz tuđih izvora novčanih sredstava.

Ilustrirana kombinacija čimbenika koja osigurava pokriće samo redovnih troškova poslovanja predstavlja svakako minimalni uvjet za egzistenciju poduzeća, a to znači da se utvrđivanjem točke pokrića ne iscrpljuje analitički smisao grafikona profitabilnosti. Naprotiv, **njegov je smisao u težnji da se ostvari optimalna kombinacija fiksnih i varijabilnih troškova s namjerom da se maksimira poslovni dobitak i njegova stopa u odnosu na prihode od prodaje.**

Ovoj namjeri može biti podređena i struktura računa dobitka ili gubitka odnosno redoslijed naknade troškova iz periodičnih prihoda. Takva struktura računa dobitka ili gubitka oblikovana je u sustavu obračuna po direktnim troškovima ("direct costing"). **Po ovoj metodi troškovi se dijele na direktne i fiksne. Pojam direktnih troškova ovdje je izmijenjen u odnosu na klasično shvaćanje koje pod tim pojmom podrazumijeva samo one troškove koji se u momentu nastajanja mogu obuhvatiti neposredno s nosiocima, što znači pojedinačni troškovi.** Ovdje se u red direktnih troškova, osim pojedinačnih, ubrajaju i neki od općih, i to oni koji su osjetljivi na stupanj zaposlenosti a koji se u klasičnoj literaturi nazivaju varijabilnim (progresivni ili regresivni) i kao takvi se razmjerno nadoknađuju prodajom proizvoda i usluga. **Fiksni troškovi izdvajaju se kao posebna stavka jer oni postoje i onda ako poduzeće ne djeluje; oni su posljedica održavanja kapaciteta određenog dugoročnim planom poslovanja poduzeća.** Dakle, fiksni troškovi nisu ni u kakvoj zavisnosti o količini proizvodnje ili o pruženim uslugama pa kao takvi u cjelini terete tekuće prihode.

Prilikom analize ovoga računa dobitka ili gubitka moramo biti svjesni da on može dovesti do razlike u poslovnom i u neto dobitku u odnosu na dobitke koji se iskazuju u klasičnom računu dobitka ili gubitka, koji polazi od cijene koštanja prodanih proizvoda. Jednak bi financijski rezultat bio samo onda kad bi se proizvodnja u obračunskom razdoblju poklapala s obujmom prodaje. Ukoliko je obujam proizvodnje u promatranom periodu bi veći od obujma prodaje, metoda obračuna po cijeni koštanja će, zbog fiksnih troškova odloženih u povećanim zalihama, pokazati i veći periodični dobitak i obratno.

Pod navedenim pretpostavkama o varijabilnim i fiksnim troškovima račun dobitka ili gubitka izgledao bi kao u Tabeli 8.

*Račun dobitka ili gubitka na osnovi
"Direct Costing" sustava obračuna*

Tabela 8.

Prihodi od prodaje	2.000
Varijabilni troškovi (40%)	800
Marginalni dobitak (marža pokrića)	1.200
Fiksni troškovi	900
Poslovni dobitak	300
Troškovi kamata	100
Dobitak prije oporezivanja	200
Porez na dobitak	60
Neto dobitak	140

Ključni pokazatelj u prezentiranom računu dobitka ili gubitka predstavlja marginalni dobitak kao doprinos koji stvoreni prihod čini pokriću fiksnih troškova i ostvarenju poslovnog odbitka. Analitički karakter toga pokazatelja je mnogostruk. Prije svega, kad se fiksni troškovi podijele sa stopom marginalnog dobitka, koja je praktički jednaka odnosu u "(1-variabilni troškovi/prihodi od prodaje)", dobiva se točka pokrića ili donja granica profitabilnosti poduzeća, odnosno obujam prodaje na koje su prihodi jednaki troškovima. Pored toga, **stopa marginalnog dobitka** koristi se **za ocjenu profitabilnosti dodatnog obujma proizvodnje i realizacije, za izbor optimalnog proizvodnog programa, za formiranje prodajnih cijena i sl.** Što se optimalne kombinacije fiksnih i varijabilnih troškova tiče, ona se može ostvariti povećanjem obujma proizvodnje, ekonomski opravdanim povećanjem cijena, poboljšanjem asortimana proizvoda, te sniženjem fiksnih ili varijabilnih troškova, bilo da se na te čimbenike djeluje pojedinačno ili integralno. Pri tome je potrebno imati u vidu: a) da mjere sračunate na eliminiranje neprofitabilnih proizvoda prethodno djeluju na povećanje stope marginalnih dobitaka i na sniženje točke pokrića, pa tek posredno na iznos i na stopu poslovnog dobitka, b) da sniženje fiksnih troškova pomjera točku pokrića na niže, uslijed čega se poslovni dobitak povećava za iznos tog sniženja, te c) da se jedino povećanje obujma prodaje odražava na poslovni dobitak i na njegovu stopu direktno, ne tangirajući stopu marginalnog dobitka i točku pokrića.

1.2.2. Kontrola novih ulaganja

Iako imaju dosta slobode u poslovnom odlučivanju, menadžeri nisu potpuno slobodni u odlučivanju o visini novčanih iznosa koji će se uložiti u aktivu, ograničen je i iznos novčanih sredstava koje poduzeća, na osnovi svoje imovine, može pribaviti od svojih vjerovnika. Vjerovnici imaju svoje financijske standarde s kojim se budući dužnici moraju upoznati prije nego što zatraže novčana sredstva. Jedan od takvih standarda, zajednički za sve dužnike je da posjeduju visoki kapital koji im može služiti kao zaštita protiv mogućeg smanjenja pojedinih

stavaka aktive. Ako, naime, **ukupni iznos kreditnih sredstava u poduzeću raste, vlastitom kapitalu se smanjuje razina granične zaštite**. Zato na određenoj razini, kreditori prestaju s daljnjim kreditiranjem dužnika, osim ako mu vlasnički kapital ne počne rasti.

Mogućnost svakoga vlasnika da osigura dodatni vlastiti kapital je u pravilu ograničena. Da bi privukli dodatni kapital, vlasnici moraju novim poslovnim partnerima ili dioničarima ponuditi određeni stupanj profitabilnosti, barem razmjerno stupnju rizika. Nasuprot tome, da ne bi morali izvršiti preraspodjelu ostvarenog neto dobitka, dosadašnji vlasnici najčešće teže zadržavanju cjelokupnog dobitka, čak i onda kad je očekivana razina dobitka niska ili jednaka nuli. U nekim je slučajevima svrsishodno u poslu zadržati ostvareni dobitak čak i onda kad je stupanj dobitka mnogo niži nego što bi istim sredstvima postigao negdje drugdje, na primjer kod otkupa vlastitih dionica.

Postoje dva aspekta ekspanzije vlasnikovih ulaganja, a svode se na sljedeća pitanja: a) da li će ulaganje biti profitabilno sa stajališta sadašnjih vlasnika ? te b) ako bi ulaganje bilo profitabilno, da li se mogu pribaviti dodatna novčana sredstva ?

Vlasnici poduzeća nastojat će osigurati najveći mogući stupanj povrata uloženoga kapitala i u tom će pravcu povećavati ukupno angažirani kapital, uključujući druge partnere, ili, u korporaciji, prodajom dionica vanjskim kupcima. To će oni činiti sve dok očekuju da će daljnja ulaganja povećavati profitabilnost uloženoga kapitala, a to znači da uz očekivanje ostvarenja većega neto dobitka, u pravilu dolazi i do većih investicija. No, u nekim se slučajevima očekivana profitabilnost kasnije može i ne ostvariti zbog neodgovarajućeg financijskog planiranja, zbog promjena gospodarskih uvjeta privređivanja ili iz drugih razloga.

Drugo je pitanje, međutim, da li se novčana sredstva novih investitora mogu uopće pribaviti, a ako mogu, pod kojim kondicijama? Sadašnji vlasnici poduzeća mogu npr. očekivati da bi daljnjim investiranjem ostvarili veći neto dobitak, ali je i potencijalne investitore potrebno potaknuti da svoju imovinu plasiraju u njihovo poduzeće. Da bi došlo do takvih plasmana, novim investitorima mora biti ponuđena dovoljno jaka motivacija, odnosno dovoljno visoka mogućnost zarade i kontrole, koje će kompenzirati financijski rizik ulaganja. Pri tome su financijska očekivanja manjih poduzeća, po mišljenju neupućenih financijskih ulagača, slabija nego po mišljenju njihovih vlasnika. Zbog toga je tipično za mala poduzeća da teško nabavljaju dodatna novčana sredstva. K tome, sadašnji vlasnici budućim partnerima i ne žele dati preveliki iznos neto dobitaka kako bi im unaprijed ublažili (preuzeti) financijski rizik. Drugi čimbenik koji otežava optimalno financiranje, naročito u malim zatvorenim poduzećima, je sebičnost kojom vlasnici osiguravaju kontrolu nad poslovanjem pouzeća. Oni se u pravilu odupiru podjeli kontrole, a novi investitori to teško prihvaćaju.

Velika poduzeća u pravilu lakše osiguravaju optimalni iznos potrebnih novčanih sredstava, ali i kod njih postoje faze prosperiteta i faze financijske depresije. Za vrijeme rastuće profitabilnosti prilično se lako mogu prodavati vrijednosni papiri, ali kada prihodi počnu padati a i kad je gospodarska perspektiva poduzeća loša, nemoguće je prodavati i vrijednosne papire. Zato, ako želi profitabilno poslovati, svako poduzeće mora imati barem **minimalni iznos poslovne imovine**. Visina toga iznosa zavisi, pored ostaloga, i o obliku poduzeća .

Ukupna ulaganja određena su i sposobnošću poduzeća da utvrdi i privuče potrebna novčana sredstva. Optimalna procjena o tome donijet će vlasnicima u određenome periodu i najveću profitabilnost odnosno najveći mogući neto dobitak. U tom smislu, **financijski plan** je i instrument kontrole ulaganja i instrument kontrole troškova i prodaje, odnosno instrument kontrole primitaka i izdataka novčanih sredstava. Ulaganje u stavke aktive, kao i troškovi, predstavljaju novčane izdatke, ali i sasvim definitivnu aktivnost koja bitno utječe na krajnji financijski rezultat odnosno na dobitak ili gubitak poduzeća. U tom sklopu treba znati da tuđi kapital uvijek ima svoju cijenu. Ta je cijena izražena kroz kamate. Visini kanata treba posvetiti posebnu pažnju.

Ako poduzeće odluči da će određena novčana sredstva uložiti u fiksnu imovinu, kao npr. u postrojenje ili u opremu, ono automatski preuzima i određene troškove kao što su amortizacija, održavanje, osiguranje, porez na nekretnine i sl. Ako poduzeće investira u zalihe, pretpostavljaju se i troškovi skladištenja, te troškovi kala, rastura, loma i kvara, osiguranja i sl. Dakle, poslovna odluka o investiranju u određene stavke aktive zahtijeva i određene operativne troškove, a kontrola tih troškova u domeni je financijske kontrole.

Kako su ukupna novčana sredstva koja se mogu pribaviti iz vanjskih izvora limitirana, svrha je financijske kontrole iznaći mogućnost ulaganja u aktivu kako bi se i pod takvim poslovnim uvjetima odvijalo optimalno i profitabilno poslovanje. Financijska kontrola može se obavljati na isti način kao i kontrola novčanih izdataka , što znači da se u svim segmentima poslovanja provodi stalno uspoređivanje tekućih i aktualnih s planiranim veličinama, a po potrebi provodi se i njihovo usklađivanje. Tko npr. trgovačko poduzeće koje je velika novčana sredstva uložilo u trgovačku robu, da bi se osiguralo od tereta prekomjernih zaliha i financijske neravnoteže, mora kritičkim promatranjem i analiziranjem stanja zaliha i mogućnosti njihovoga obnavljanja, redovno provoditi kontrolu svojih ulaganja. Da se ne bi poremetio povoljan omjer između ukupnog iznosa raspoloživih novčanih sredstava i potraživanja od kupaca, financijski menadžeri posebnu pažnju poklanjaju odobravanju trgovačkih kredita i naplati od kupaca. Osim toga **potrebno je provesti i formalnu kontrolu ulaganja u fiksnu imovinu koja, u načelu, obuhvaća dvije provjere. Prva osigurava princip da ukupno ulaganje u fiksnu imovinu mora biti u razumnom odnosu s obujmom prodaje**, kako bi se osigurala povoljna profitabilnost poslovanja. Svako prekomjerno ulaganje, preko amortizacije, dodatno opterećuje troškove i to do potpunog otpisa pojedinih stavaka fiksne imovine. **Druga se provjera**

odnosi na kontrolu pojedinih stavaka financijskog plana, a provodi se osobito prije većih investicija u fiksnu imovinu. Ova je provjera u funkciji zaštite i očuvanja solventnosti poduzeća, a provodi se neovisno o tome što su ulaganja u fiksnu imovinu već utvrđena planom kapitalnih ulaganja i usklađenja s financijskim planom. Osim navedene dvije provjere, prije donošenja odluke o ulaganju u pojedine segmente aktive, posebnu pažnju treba posvetiti likvidnosti odgovarajućih stavaka aktive. Općenito, što su neke stavke aktive manje likvidne, veći je i financijski rizik ulaganja u te stavke, odnosno: a) kad su novčana sredstva jednom uložena u nelikvidnu imovinu, njihova daljnja upotreba u smislu povećanja stope profitabilnosti je vrlo teška ili čak nemoguća; b) ako su poduzeću u određenom trenutku hitno potrebna novčana sredstva, na nelikvidnu se imovinu ne može osloniti, jer se nelikvidna imovina vrlo teško transformira u novčana sredstva; c) u slučaju likvidacije poduzeća, transformacija materijalnih oblika imovine u novčana sredstva, također je vrlo teška.

Naprotiv, ulaganjem novčanih sredstava u likvidne stavke aktive, ne samo da se smanjuje opasnost od ostvarenja gubitka, već se omogućava i veća fleksibilnost poslovanja poduzeća u slučaju promijenjenih uvjeta poslovanja.

1.2.3. Čimbenici koji utječu na ulaganja

1.2.3.1. Opći čimbenici koji utječu na ulaganja

Opći čimbenici koji utječu na ukupna ulaganja su: a) vrsta poslovne djelatnosti, b) obujam prodaje, c) početna veličina poduzeća i rasponi poslovanja, d) promjene u razini cijena, e) raspoloživost slobodnih novčanih sredstava i f) stavovi menadžmenta.

Navedeni čimbenici ne utječu samo na ukupna ulaganja nego i na relativne odnose između pojedinačnih stavaka bilance.

a) Najvažniji čimbenik relativnih odnosa između fiksne i tekuće imovine jeste **vrsta poslovne djelatnosti poduzeća**. Najveći udio fiksne imovine u ukupnoj aktivi nalazimo kod javnih, transportnih i hotelskih poduzeća. Shodno tome, njihove potrebe za tekućom imovinom su relativno male ili sezonskog karaktera, a njihov najveći financijski problem je u osiguranju adekvatne stope profitabilnosti. Nasuprot tome, poduzeća u domeni proizvodnje, trgovine i obrta imaju daleko veće potrebe za investicijama u tekuću imovinu.

b) **Planirani obujam prodaje** jedna je od osnovnih pretpostavki na kojima se zasniva financijski plan. **Predviđena proizvodnja zasniva se na prodaji, a nabava na proizvodnji**. U zatvaranju toga kruga potrebna je određena sigurnost kako bi se izbjegle određene nepravilnosti u proizvodnji i isporuci gotovih proizvoda, a to utječe na visinu novčanih sredstava investiranih u zalihe. Što je viša razina prodaje, potrebna je i veća količina zaliha, a veće zalihe angažiraju i veća novčana sredstva. Uz manju razinu prodaje i potrebna

ulaganja u zalihe su manja, a to ima izravne veze sa solventnošću i visinom neto dobitka poduzeća.

Povećanje prodaje dovodi i do rasta potraživanja od kupaca, i to po osnovi dospjelih potraživanja ili po osnovi prodaje na kredit, a ta okolnost pretpostavlja višu razinu slobodnih novčanih sredstava. Što je, osim toga, veći obujam proizvodnje i nabave, potreban je i veći iznos novčanih sredstava za pokriće obveza nastalih nabavom i održavanjem proizvodnje odnosno osiguranjem primjerene solventnosti poduzeća. I na kraju, povećanje prodaje ne dovodi samo do povećanja potraživanja od kupaca, nego i do porasta proizvodnje, što opet nameće potrebu za ulaganjem u nove objekte i opremu.

Uslijed porasta obujma prodaje, stavke aktive mogu se proporcionalno ili neproporcionalno povećati, umanjiti ili mogu ostati istim. Porastom pojedinih stavaka aktive neće se povećati i prodaja. Ako poduzeće očekuje veću prodaju, ono mora najprije povećati narudžbe sirovina i materijala. To će se kasnije odraziti na povećanje obujma gotovih proizvoda, a na kraju i na povećanje financijskog rezultata.

Ako poduzeće raspolaže s neiskorištenim proizvodnim kapacitetima, menadžment poduzeća može donijeti odluku o povećanju proizvodnje i prodaje do optimalne razine. Povećanje prodaje iznad stvarno raspoloživih kapaciteta može zahtijevati nabavku nove opreme ili izgradnju novih objekata, a manji porast obujma prodaje može se najčešće osigurati i bez novih ulaganja u imovinu, ako se poveća efikasnost u korištenju postojećih kapaciteta, smanji prodaja na kredit, poveća prodaja u gotovom, izvrši bolja kontrola toka novčanih sredstava itd.

c) Poduzeće od svoje početne veličine i od početnog raspona svoga poslovanja može tijekom vremena znatno rasti i širiti svoje poslovanje. Neka poduzeća mogu započeti svoje poslovanje s vrlo niskim stupnjem opreme i s vrlo malim novčanim sredstvima, te s tendencijom da i ne šire svoju djelatnost, osobito ako utvrde da to za njih nije poželjno, ili ako su im izgledi za poslovnu ekspanziju mali. Takve tendencije u pravilu pokazuju mala poduzeća i radnje iz oblasti osobnih usluga, kao što su npr. frizerski saloni, kiosci za prodaju novina, postolarske radnje i sl. kod kojih veća ulaganja u pravilu nisu ni potrebna.

Poduzeća javnih djelatnosti, pak, i tvornice teške industrije zahtijevaju znatna ulaganja, što za posljedicu ima postupno povećavanje veličine poduzeća i širenje raspona njihovog poslovnog djelovanja.

d) Opća razina proizvoda i usluga po kojima poduzeće kupuje sirovine, repromaterijal i drugo te prodaje svoje proizvode ili usluge ima znatan utjecaj na ulaganja. U periodu rasta cijena poduzeće mora povećati ukupna ulaganja u stavke aktive s ciljem da održi barem isti fizički obujam prodaje. Povećane cijene utjecat će na različitu razinu ulaganja u pojedine stavke aktive. Ako poduzeće

povećava cijene svojih proizvoda i usluga, ulaganja u sirovine i materijal težit će ka određenoj proporciji.

Zbog relativno dugog vijeka fiksne imovine, porast cijena utjecat će da se u fiksnu imovinu ulaže samo u slučaju kad je to poslovno neophodno. Kad se zamjenjuju neke stavke fiksne imovine, cijena takve nove imovine redovno je viša u odnosu na staru revaloriziranu vrijednost, i ukupno ulaganje je veće za razliku između revalorizirane stare cijene i cijene takve nove fiksne imovine.

Zbog bržeg obrta tekuće, u usporedbi s fiksnom imovinom, novčani iznosi uloženi u pojedine stavke tekuće imovine mnogo su podložniji promjenama razine cijena. S vremenom se zato osjeća učinak promjene razine cijena u relativnim odnosima između fiksne i tekuće imovine. **Tijekom dužega perioda, poduzeća s visokom razinom tekuće imovine u ukupnoj aktivi, prisiljeni su, međutim, d povećavaju svoju ukupnu imovinu znatno više nego što bi učinila poduzeća koja u svojoj ukupnoj aktivi imaju veliki udio fiksne imovine.**

e) Raspoloživost slobodnih novčanih sredstava predstavlja gornju granicu raspona unutar kojeg menadžeri određuju ukupna ulaganja. U mnogim slučajevima slobodna novčana sredstva su limitirajući čimbenik daljnje poslovne ekspanzije poduzeća. Značenje novčanih sredstava različito je od poduzeća do poduzeća i znatno ovisi o njihovoj ukupnoj financijskoj situaciji i o periodu u kojem posluju.

Rizik financijskog poslovanja malih poduzeća mnogo je izraženiji nego u srednjim i velikim poduzećima. Poslovna područja u kojima mala poduzeća djeluju lako su konkurentna ostalim poduzećima. Taj relativno izraženiji rizik u partnerskih i inokosnih poduzeća ne proizlazi samo iz poslovne i organizacijske nestabilnosti takvog tipa poduzeća, već je još više uvjetovan financijskom sposobnošću vlasnika, njihovim zdravljem i drugim unutarnjim čimbenicima. Zato se mala poduzeća, ako žele povećati obujam svoga poslovanja, moraju osloniti prije svega na visok stupanj **reinvestiranja ostvarenog neto dobitka**. Veća poduzeća, nasuprot tome, karakterizira veća poslovna i organizacijska sposobnost i postojanost, bolji menadžment i viši kredibiliteta, a na osnovi toga, takva poduzeća imaju i realno veću mogućnost kreditnog zaduženja i sposobnost bržeg prodora na tržište roba i kapitala.

f) Ukupno poslovno znanje i stavovi financijskog menadžmenta također utječu, ne samo na proporcije različitih stavaka aktive, već i na ukupna ulaganja. Tako, ako menadžment svojem poduzeću želi svakako osigurati povoljnije ili dominantno mjesto u poslovnoj garanciji, on će možda i **smjelije** riskirati u donošenju nekih poslovnih odluka, pa i po cijenu da te odluke kasnije rezultiraju negativnim financijskim efektima. Suprotno tome, ako je menadžment zadovoljan mjestom koje poduzeće zauzima u poslovnoj grupaciji, jer poduzeće proizvodi prvoklasne proizvode ili pruža vrlo kvalitetne usluge,

donijet će odluku o proširenju djelatnosti samo ako postoje sigurni izgledi da će dodatno angažirana novčana sredstva biti u potpunosti i učinkovito iskorištena.

1.2.3.2. Specifične stavke aktive

Pored općih čimbenika što utječu na ulaganja, koje smo prije prikazali, **na ulaganja utječu u neki specifični čimbenici izraženi kroz stavke aktive, a to su: a) potraživanja, b) zalihe, c) novčana sredstva, d) fiksna poslovna imovina i e) ostala fiksna imovina.** Reći ćemo o svakome od navedenih čimbenika ponešto.

a) Poduzeća koja svoje proizvode i usluge prodaju na kredit, imaju i određenu razinu ili kvantum potraživanja, a ta sredstva u času prodaje ne predstavljaju odmah i novčani primitak, kako je to kod prodaje u gotovom. Dakle, **prodaja na kredit predstavlja financijsku transakciju kao da je prodavatelj posudio kupcu novčana sredstva kojima će on od prodavatelja kupiti određenu količinu proizvoda, roba ili usluga. Taj iznos novčanih sredstava koji kupci duguju poduzeću prikazan je u poslovnim knjigama poduzeća (prodavatelja) kao potraživanje financirano iz vlastitoga ili tuđega kapitala.** U nekim poduzećima potraživanja su tako mala da i ne iziskuju osobitu pažnju, dok u drugim mogu predstavljati najvažniji problem. U onim poduzećima u kojima se potraživanja relativno niska, on neće bitnije utjecati ni na opći financijski položaj poduzeća, ali u onim drugim, u kojima su potraživanja značajna, mogućnost podmirenja dospjelih obveza može uvelike ovisiti o naplati novčanih potraživanja.

Postoji čitav niz **čimbenika koji utječu na kreditne odnose** odnosno na prodaju s odgođenim plaćanjem što ih poduzeće evidentira u svojim poslovnim knjigama. Ovdje spominjemo samo dva **takva čimbenika i to: prvo stabilnost prodaje i prodaja potraživanja, te drugo uvjeti prodaje i naplativost potraživanja.**

Prvo, u poduzećima izrazito sezonskog poslovnoga karaktera, stavke potraživanja u jednome periodu rastu a u drugome opadaju. Kod maloprodajnih trgovačkih poduzeća, koja robu prodaju na kredit odnosno koja odobravaju plaćanje u ratama, stavke potraživanja bit će na vrhuncu, na primjer, krajem mjeseca prosinca, a iz tih potraživanja stajat će vjerojatno obimnija praznična kupovina, koja neće biti plaćena u sljedećem mjesecu a možda ni za idućih nekoliko mjeseci. Poduzeće će ta potraživanja morati financirati iz vlastitoga kapitala, kreditom banke, dobavljača ili nekim drugim vanjskim izvorom kapitala. **Potraživanja poduzeće može i prodati. Prodaja potraživanja doduše umanjuje njihov iznos, ali možda poduzeće na taj način može brže doći do potrebnih novčanih sredstava.**

Drugo, što kraći rok plaćanja, bit će niži i postotak prodane robe koji ulazi u potraživanja od kupaca. Kod gotovinskog plaćanja nema stavke potraživanja, dok će, na primjer, tromjesečni rok plaćanja rezultirati potraživanjima koja su

jednaka tromjesečnoj prodaji, dakako ako su sva potraživanja naplativa u rokovima dospijeća. Ako je kupcima dat popust za gotovinsko plaćanje prijevremeno plaćanje, na primjer 2 posto ako račun plate u roku od 10 umjesto u uobičajenih 30 dana, neki će kupci iskoristiti taj popust, a neki će račun platiti tek tridesetog dana i na taj način iskoristiti ponuđenu mogućnost kreditiranja. **Na prosječno vrijeme naplate potraživanja utječu uvjeti prodaje, financijska disciplina i inflacija. Na razinu potraživanja može značajno utjecati kreditna služba poduzeća liberalnošću kreditiranja i rezultatima naplate.**

b) Učinkovito upravljanje zalihama zahtijeva i optimalna ulaganja u zalihe. No, zbog oscilacije tržišne vrijednosti zaliha, prevelika odnosno neprimjerena ulaganja u zalihe mogu rezultirati i niskom stopom profitabilnosti te mogućnošću ostvarenja gubitka, a premale zalihe mogu utjecati na smanjenje opsega prodaje i proizvodnje. **Na ulaganja u zalihe utječu čimbenici kao: 1) stabilnost prodaje, 2) vremenski čimbenici, 3) uvjeti nabave i 4) razina cijena.**

U poduzećima sa **sezonskom fluktuacijom** prodaje na visinu potrebnih ulaganja u zalihe **utječu vrijeme** (vrijeme kao etape u poslovnoj godini) **i visinu fluktuacije**, a što je u neposrednoj zavisnosti od poslovne aktivnosti poduzeća. Tako npr. robna kuća mora pojačati prodaju prije sezone, odnosno prodavati svoje zalihe po sniženim cijenama nakon isteka sezone koja utječe na kupovinu. Ako se roba prodaje na kredit, tijekom poslovne godine će se sezonsko ulaganje u zalihe najvjerojatnije zamijeniti određenom visinom potraživanja, koja će se kasnije transformirati u novčana sredstva.

2) Vremenske čimbenike što utječu na visinu ulaganja u zalihe opisat ćemo na tri poslovne situacije.

Prvo, postoje određeni proizvodni procesi koji od zaliha zahtijevaju izvjestan **period sušenja, starenja, vrenja i sl. prije nego se nastavi proizvodni proces ili prije nego što se proizvodi upute u prodaju.** Dakle, postoje vremenski razmaci između kupovine sirovina, proizvodnje i prodaje proizvoda u koje je angažiran znatan kapital poduzeća.

Drugo, u proizvodnjama s sporim obrtom kapital, na primjer u **brodogradnji, potrebno je angažirati znatno više kapitala nego u proizvodnjama kod kojih je koeficijent obrta tekuće imovine viši.**

Treće, duljina razdoblja između proizvodnje i prodaje značajno utječe na angažiranje novčanih sredstava u zalihe. Ako je taj period veoma dug, kao npr. u **slučaju kad poduzeće proizvodi za skladište bit će potrebna i značajna sredstva za ulaganje u zalihe, čime zalihe za dugo i blokiraju ta novčana sredstva.**

Navedena tri slučaja očito govore kako prodaja odnosno zalihe utječu na brzinu novčanih sredstava, a slijedom toga i na visinu ostvarenoga dobitka. No, u trgovačkim se poduzećima navedena tri primjera mogu sažeti u jedan, a u uslužnim poduzećima u pravilu i nema zaliha ili su zalihe vrlo male, pa se vremenski razmak u plaćanjima, ako postoji, odnosi prije svega na period između plaćanja naručioca usluga i plaćanja uslužnog poduzeća prema vjerovnicima. U nekim uslužnim poduzećima su zato novčani primici značajniji od novčanih izdataka.

3) Uvjeti nabave sirovina, materijala i trgovačke robe značajno djeluju na optimalnu razinu zaliha, a slijedom toga i na proizvodnju, prodaju i na ostvarenje dobitka, pa nabava mora osigurati tu optimalnu razinu zaliha za proces proizvodnje odnosno prodaje, čime značajno utječe na financijsko stanje poduzeća. Poduzeća sa stabilnim i kontroliranim izvorima nabave nisu prisiljena gomilati prekomjerne zalihe sirovina, materijala i roba (čime bi blokirala dio svojih novčanih sredstava), jer se zaliham a sirovina, materijala i trgovačkom robom mogu opskrbiti u času kad god im je to potrebno. Naravno, kondicije nabave najčešće su izvan kontrole većine poduzeća, posebno u uvjetima poremećenih tržišnih odnosa, a to onda zahtijeva i relativno veća ulaganja u zalihe.

4) Promjene ulaganja u zalihe uzrokovane su i **promjenama u razini cijena**. Tako na ulaganja u zalihe značajno utječe i mogućnost nabave zaliha po **povoljnom odnosno po nižim cijenama**. Ako menadžment procijeni da će uskoro porasti cijene sirovina i materijala, poduzeće će se vjerojatno odlučiti na privremeno povećanje

zaliha, ali će i to učiniti s određenim oprezom, cijeneći moguće gubitke u slučaju da se cijene u idućem periodu ipak ne povećaju ili da (čak) dođe do njihovoga smanjenja. Pošto novčana sredstva poduzeća u obliku novca u banci i u blagajni poduzeća predstavljaju jednu od glavnih stavaka tekuće imovine, **ona najznačajnije djeluju i na ukupna ulaganja poduzeća**. Ako poduzeće može poslovati tako da su mu dnevni primici jednaki dnevnim novčanim izdacima, nema potrebe ni za održavanjem viška novčanih sredstava. Međutim, takva je poslovna situacija sa financijskog stajališta vrlo rijetka, pa sva **poduzeća moraju održavati određenu razinu novčanih sredstava, kako bi se zaštitila od mogućih posljedica insolventnosti. Iznos novčanih sredstava koji poduzeće mora održavati u rezervi, zavisi o brojnim čimbenicima koji djeluju na predvidljivost novčanih primitaka i izdataka.**

Predvidljivi čimbenici koji određuju konstantnost novčanih primitaka i izdataka su: **sezonski karakter poslovanja, financijska disciplina, kupovne navike** (da li se proizvodi poduzeća kupuju često u manjim količinama ili povremeno u velikim količinama), **učestalost isplata nadnica i plaća i sl. Što je kraći period između novčanih primitaka i izdataka, potrebno je održavati manji minimalni potrebni saldo novčanih sredstava i obratno.**

Nakon izvjesnog vremena poslovanja, finansijski menadžment poduzeća će se na osnovi finansijskog plana i drugih pokazatelja, moći s dosta velikom točnošću odrediti primjerenu razinu svojih dnevnih i tjednih potreba za novčanim sredstvima. No, mnoga novoosnovana poduzeća, zbog pomanjkanja novčanih sredstava, posluju "od danas do sutra" pa su vrlo osjetljivi na moguće finansijske stresove.

d) Jedna od najvažnijih zadaća finansijskog menadžmenta je u tome da na osnovi plana kapitalnih ulaganja i finansijskog plana u najpovoljnijem trenutku utvrdi optimalnu visinu ulaganja u fiksnu poslovnu odnosno operativnu imovinu. Nedovoljna ili neodgovarajuća oprema kao i preveliko ulaganje u eventualno neiskorištenu poslovnu imovinu, umanjit će stupanj profitabilnosti ulaganja. K tome, **fiksna poslovna imovina najčešće ima nizak stupanj likvidnosti.** Obično se radi o visoko specijaliziranoj imovini dugotrajnog poslovnog karaktera koja se ne može koristiti pojedinačno već samo u specifične poslovne svrhe i na posebno utvrđenim lokacijama. Zato je potrebna i odgovarajuća kontrola ulaganja u fiksnu poslovnu imovinu.

Poseban problem poduzeća s velikim ulaganjima u fiksnu poslovnu imovinu predstavljaju i dvije vrste rizika. Prvo, velika ulaganja u fiksnu poslovnu imovinu nameću i fiksne troškove kao što su amortizacija, održavanje, osiguranje, porez na nekretnine i kamata koja ne varira s prihodima, te drugo, takva poduzeća posjeduju i imovinu dosta dugog vijeka trajanja, a tehničko-tehnološki razvoj u pravilu smanjuje njihovu vrijednost i iskoristivost. **Razlikujemo četiri vrste ulaganja u fiksnu imovinu, a to su: kupovina ili izgradnja, rekonstrukcija, zamjena i investicijsko održavanje.**

Od čimbenika koji utječu na visinu ulaganja u fiksnu poslovnu imovinu, navest ćemo: 1) stupanj poslovnog djelovanja, 2) najam, 3) izgledi za buduće poslovno djelovanje, 4) iskorištavanje postojećih kapaciteta i 5) mogućnost zamjene fiksne poslovne imovine. Svaki od navedenih čimbenika djeluje različitom snagom, a i s obzirom na period ulaganja utjecaj im je različit.

1) Ulaganje u fiksnu poslovnu imovinu uvjetovano je određenim poslovnim ciljem koji poduzeće želi postići. To je obično mogućnost vertikalne integracije. Pod vertikalnom integracijom podrazumijeva se postupno, korak po korak, usvajanje procesa proizvodnje proizvoda ili pružanja usluga. Integralni proizvodni ili uslužni proces nekog poduzeća podrazumijeva postojanje razne opreme i odgovarajućih postrojenja, a s finansijskog stajališta taj proces podrazumijeva i velike investicijske izdatke za njihovu nabavu. Primjer vertikalne integracije je tvornica automobila koja sama proizvodi sve dijelove, umjesto da ih nabavlja od drugih poduzeća. Čak i kad je poduzeće koncentrirano na samo jednu fazu proizvodnje ili na pružanje samo jedne usluge, ono, skraćivanjem dijela svog proizvodnog ili uslužnog procesa, odnosno angažiranjem drugih specijaliziranih poduzeća može smanjiti svoja ulaganja u opremu.

2) Prilikom analize profitabilnosti postavlja se i pitanje da li kupiti ili unajmiti neki segment fiksne poslovne imovine. Odgovarajući na to pitanje, uslužna i proizvodna poduzeća često puta uzimaju **u najam** opremu visoke tehničko-tehnološke vrijednosti. No, najmodavci ne žele određene oblike fiksne imovine davati u dugoročni najam ako vrijednost takve imovine ili najamnine raste. Najmoprimci će, s druge strane, ostvariti poslovne gubitke ili relativno mani dobitak ako najamnina raste. Obje strane zato mogu biti zadovoljne ako se **najamnina odredi u postotku i veže uz novčane primitke od prodaje proizvoda i usluga**. Takav se aranžman najčešće zaključuje ako najmodavac ima povjerenje u solventnost najmoprimca.

3) **Poduzeća koja realno očekuju brzi poslovni rast uložiti će znatnija novčana sredstva u fiksnu poslovnu imovinu makar ta imovina neko vrijeme neće biti u potpunosti iskorištena.** Dok poduzeće nema potrebe za tako nabavljenom imovinom odnosno u svom proizvodnom procesu, ono može ostvariti određene novčane primitke dajući tu imovinu u najam drugim poduzećima.

4) Prije nego se kupi nova fiksna poslovna imovina, menadžment mora biti posve siguran da se postojeća imovina više ne može efikasno koristiti. Svaka kupljena **fiksna poslovna imovina mora biti iskorištena na najučinkovitiji način odnosno tako da pruži maksimalne proizvode ili uslužne efekte.** Loše locirana ili neiskorištena fiksna poslovna imovina mora biti prodana, a ostvareni novčani primici upotrijebljeni za podupiranje ukupne poslovne djelatnosti poduzeća.

ŠESTI DIO

ANALIZA FINANCIJSKIH POKAZATELJA POSLOVANJA

Financijski pokazatelji pripadaju među najpoznatija i najraširenija analitička sredstva financijske analize. Pokazatelj je racionalan ili odnosni broj što podrazumijeva da se jedna ekonomska veličina stavlja u odnos s drugom ekonomskom veličinom. S obzirom na vremensku dimenziju financijske pokazatelje možemo odijeliti u dvije skupine. Jedna skupština razmatra financijske pokazatelje poslovanja poduzeća unutar određenog razdoblja - godine dana, i temelji se na podacima iz računa dobiti i gubitka. Druga skupina financijskih pokazatelja odnosi se na točno određeni trenutak koji se podudara s datumom sastavljanja bilance (najčešće 31. prosinca) i govore o financijskom položaju poduzeća na taj dan.

Financijski pokazatelji računaju se zato da bi se stvorila informacija podloga te došlo do saznanja o likvidnosti, zaduženosti, efikasnosti i profitabilnosti promatranog poduzeća, sve u cilju što objektivnijeg donošenja poslovnih odluka.

Pokazatelji poslovanja koji će biti razmatrani jesu oni koji se jednostavno i direktno dobivaju na osnovi podataka sadržanih u financijskim izvještajima. To su pokazatelji koje najčešće koriste analitičari projekata u svojoj svakodnevnoj praksi. Čitav jedan niz dodatnih pokazatelja mogao bi biti podjednako koristan kod pojedinih analiza investicijskih projekata; oni međutim, nisu obuhvaćeni ovim materijalom, radi jednostavnijeg prikazivanja. Cilj ovog materijala je da ukratko objasni način izračunavanja i značenje onih pokazatelja s kojima se najčešće srećemo u praksi. Izbor pokazatelja za praćenje i analiziranje i sastavljanje financijskih izvještaja ima dvostruku namjenu: da dovedu što lakše do financijske analize i, progresivno, do ekonomske analize investicijskih projekata i njihovih nositelja na osnovi istih podataka.

Osobito je važno na samom početku upozoriti na to da korisnost i uporabljivost pokazatelja zavisi od točnosti financijskih izvještaja i predviđanja na osnovi kojih su ovi pokazatelji izračunani. Pokazatelji su dobri u mjeri u kojoj su dobre pretpostavke na kojima se oni temelje. Trendovi kretanja kroz razna razdoblja i uspoređivanja s drugim projektima ili organizacijama koje su u redovnom poslovanju mogu biti znatno poremećeni ukoliko se koristi različit pristup u bazi podataka. Financijski pokazatelji su početak, a ne kraj analize. Njih treba koristiti kao sredstvo koje pomaže što boljem prosuđivanju, a ne iskrivljavanju ili onemogućavanju pravilnog prosuđivanja. Iz tih razloga, ove pokazatelje treba koristiti s pozornošću i uspoređivati ih sa saznanjima do kojih se došlo iskustvom. Kao pomoć drugim pristupima u analizi projekata, posebno

kod analize cjelokupnog priljeva i odljeva novčanih sredstava, financijski pokazatelji mogu biti od neprocjenjive vrijednosti.

Financijski pokazatelji su, za svrhe analize projekata, podijeljeni na tri široke kategorije. **Pokazatelji likvidnosti i kreditne sposobnosti** su pokazatelji koje najviše ispituju razni zajmodavci sa strane. Oni uključuju uspoređivanja kratkoročnih kategorija, kao što je npr. odnos tekućih sredstava i tekućih obveza, ili stupanj solventnosti, kao npr. odnos dugoročnih kredita i trajnih izvora vlastitih sredstava. Stopa otplativosti duga je posebno interesantna za zajmodavce dugoročnih kredita, ali nju treba promatrati samo u širem kontekstu, uzimajući u obzir izvore i upotrebu svih sredstava.

Pokazatelji efikasnosti mjere stupanj korištenja sredstava. Oni su grubi pokazatelj sposobnosti uprave da kontrolira troškove, koeficijente obrta zaliha i naplatu potraživanja. Trendovi ovih pokazatelja mogu dovesti do kritičkog preispitivanja i upozoriti na različite negativne aspekte u rukovođenju i usmjeravanju poslovanja. Pri planiranju investicija, pokazatelji efikasnosti mogu signalizirati i upozoriti na buduće potrebe osiguranja sredstava koje bi se mogle predvidjeti kod konvencionalnog usmjeravanja pozornosti na osnovna sredstva. Na kraju, pokazatelji profitabilnosti zamišljeni su da pokažu kolika je stopa povrata na različita uložena sredstva. Stopa povrata kapitala, odnosno trajnih izvora vlastitih sredstava, pokazuje koliki je prinos na uložena sredstva vlasnika poduzeća. Plasmani njihovih vlastitih sredstava uključuju reinvestiranje dobiti (zadržanu dobit vlasnika) koja je ostavljena za dalje potrebe poslovanja poduzeća. Stopa povrata se, također, može izračunavati i na ukupno angažirana sredstva (kredit plus trajni izvori vlastitih sredstava) i na ukupna sredstva. Pokazatelji profitabilnosti, kao i stope otplativosti duga od vitalnog su značaja kod donošenja odluka o dugoročnoj investicijskoj politici.

Dosadašnja iskustva u po cijeni boniteta pokazala su da je najveći interes za bonitetnim informacijama onaj koji se odnosi na solventnost poduzeća. To zato što su te informacije najtraženije u kratkoročnim poslovnim odnosima poslovnih partnera. Tim pokazateljima dobivaju se informacije o stupnju podmirivanja obveza i različnosti ulaganja.

Šire i kvalitetnije poimanje boniteta (bonitet proširenog sadržaja) čiji je sadržaj proširen na kreditnu sposobnost i likvidnost poduzeća. U praksi je to oblik shvaćanja boniteta kod dobivanja kredita, garancija, avala, akreditiva i sl.

Bonitet najsloženijeg sadržaja obuhvaća sve koeficijente, kao i kompleksnu analizu svih kvantitativnih ali i kvalitativnih podataka vezanih za ostale raspoložive potencijale poduzeća.

Znanje i iskustvo analitičara od ključne su važnosti kod izbora pokazatelja primjerenih vrsti boniteta koja se analizira kao i vrsti i karakteristikama poduzeća koje se analizira. Potrebno je izabrati pokazatelje koji najbolje reprezentiraju ono što se želi analizirati, a da se istodobno zadovolji

kriterij ekonomičnosti. Odabir pokazatelja složen je i odgovoran posao i zahtijeva poznavanje cjeline ekonomske pojave, i procesa koji se zbivaju u poduzeću i njegovu okruženju.

Efikasnost poslovanja stoga je jedan od kriterija za ocjenu boniteta, tj. profitabilnost je jedan od najosnovnijih kriterija uspješnosti poduzeća.

Međutim, osiguranje kratkoročne i dugoročne stabilnosti i sigurnosti poslovanja preduvjet je za efikasnost poslovanja. Stoga su financijska zaduženost i stabilnost poslovanja te likvidnost početni kriterij za ocjenu boniteta.

1. POKAZATELJ LIKVIDNOSTI

Likvidnost sredstava u poduzeću razumijeva njihovu nesmetanu cirkulaciju u procesu promjene oblika. Sredstva mijenjaju oblik prelazeći iz novčanog u materijalni, završavajući taj ciklus vraćanjem u novčani oblik koji je uvećan za ostvareni dobitak. Dakle, **likvidnost poduzeća ovisi o likvidnosti sredstava u njemu.**

Kažemo da je **likvidnost poduzeća optimalna** onda kada okretaj obrtnih sredstava (radnoga kapitala) omogućuje nabavu, proizvodnju i prodaju bez zastoja i u planiranju obujmu i vremenu. **Da bi se postigla i ostvarila optimalna likvidnost, potrebno je ostvariti i poštovati pravila u odnosu između sredstava i njihovih izvora.**

Pravilan odnos između potrebnih obrtnih sredstava i njihovih izvora odnosi se na potrebu kratkoročnog financiranja - iz kratkoročnih izvora, samo onih obrtnih sredstava koja najbrže mijenjaju svoj oblik. Odnosno, kratkoročnim potraživanjima iz poslovanja trebale bi biti pokrivene sve kratkoročne obveze. Dugoročnim obvezama i trajnim kapitalom poduzeća trebao bi biti pokriven ostatak obrtnih sredstava- trajna obrtna sredstva i ostala stalna sredstva poduzeća.

Svrha pokazatelja likvidnosti i kreditne sposobnosti je da odredi stupanj financijskoga rizika koji snosi poduzeće prije i poslije realizacije projekta.

Poduzeće treba osigurati takav način financiranja koji omogućava da se s puno povjerenja može očekivati da prebrodi (preživi) sve nepovoljne okolnosti koje eventualno nastanu u određenom vremenu ili jednom proizvodno/prometnom ciklusu.

2. ODNOS TEKUĆIH SREDSTAVA I TEKUĆIH OBVEZA (Current Ratio)

Ovaj pokazatelj se dobiva kada se tekuća sredstva podijele s tekućim obvezama. U našem primjeru poduzeću "A" za 1995. godinu tekuća sredstva sastoje se od: novčanih sredstava - 110.000; kupaca - 130.000; i zaliha 180.000, što ukupno

iznosi 420.000. Tekuće obveze čine: dobavljači - 140.000, plus tekuće dospijeće dugoročnih kredita od 60.000. Odnos tekućih sredstava i tekućih obveza za 1976. bio bi 2,1:1 kao što je prikazano:

Tekuća sredstva		Tekuće obveze	
Novčana sredstva	110.000	Dobavljači	140.000
Kupci	130.000	Tekuć dospijeće dugoročnih kredita	60.000
Zalihe	180.000		
Ukupno	420.000	Ukupno	200.000

$$\begin{array}{l} \text{Odnos tekućih sredstava :} \\ \text{i tekućih obveza:} \end{array} = \frac{420.000}{200.000} = 2,1 \quad (2,1:1)$$

Komercijalnoj banci ovaj koeficijent pokazuje granicu do koje poduzeće može ići sa svojim tekućim sredstvima a da ne zapadne u poteškoće kod izmirivanja svojih tekućih obveza. U ovom primjeru, ako bi tekuća sredstva u slučaju likvidacije vrijedila samo 1/2 knjigovodstvene vrijednosti, poduzeće "A" bi još uvijek bilo sposobno izmiriti svoje obveze prema dobavljačima i kreditorima iz tih sredstava. Jednoj banci za razvoj ili investicijskoj banci ovaj koeficijent znači za nijansu nešto drugo. Ako je prilikom analize postojećeg poduzeća dobiven nizak odnos tekućih sredstava i tekućih obveza, recimo 1:1 ili ispod 1:1, to može upućivati da je razina ukupnih angažiranih sredstava niska i da poduzeće možda neće biti u stanju na vrijeme izmiriti svoje obveze prema vjerovnicima, te da će doći u situaciju da sastavlja kraj s krajem pomoću kratkoročnih kredita. U takvim slučajevima, poduzeće može poslovati na granici rentabiliteta ili će čak postati nerentabilno. Pored toga, poduzeće će možda koristiti praksu kupovine osnovnih sredstava iz sredstava osiguranih kratkoročnim kreditima, praksa koji se vrlo često susreće u zemljama razvoju.

Za održavanje tekuće likvidnosti potrebna je znatna veličina radnoga kapitala (working capital), koji predstavlja razliku između tekuće aktive i tekućih obveza. U literaturi često susrećemo i pojam neto radni kapital (net working capital), a u našoj literaturi isti pojam nazvan je stalna obrtna sredstva (vidi R.Braut, Ekonomska analiza poslovanja poduzeća, III.dio,izd. VPŠ, Zagreb, 1976.).

Ako je odnos tekućih sredstava i tekućih obveza nizak, poduzeće se nalazi u situaciji da živi samo od danas do sutra, što znači da je prisiljeno primjenjivati neekonomske mjere, koje gotovo uvijek negativno utječu na stabilnost i profitabilnost poslovanja. Tako npr. poduzeća u takvoj situaciji mogu biti prisiljena prodavati svoje proizvode po nižoj cijeni da bi mogla naplatiti realizaciju u gotovini ili možda neće moći izdržati konkurenciju drugih koji nude svoje proizvode po povoljnijim kreditnim uvjetima. Može se dogoditi da ne bude u stanju osigurati dovoljnu razinu zaliha da bi zadovoljilo zahtjeve svih kupaca. Također se može dogoditi da razina zaliha sirovina i materijala bude toliko niska da dovede do smanjenja efikasnosti proizvodnje. Poduzeće može biti prisiljeno da od posrednika kupuje uvozne sirovine i materijal u manjim količinama po višim cijenama, umjesto da kupuje veće količine izravno od stranih dobavljača po nižim cijenama.

Prema gruboj procjeni koju ponekad koriste tradicionalni bankari, ovaj odnos trebao bi biti 2 ili veći od 2, što drugim riječima znači da je odnos ukupne tekuće aktive i tekuće pasive 2:1. Međutim, kao i kod svih ovakvih procjena njihova primjena zavisiće od mnogo činilaca kao što su: grana djelatnosti i njezine dalje perspektive. Ako poduzeće ima brz obrt zaliha i ako može naplatiti svoju realizaciju bez problema, prihvatljivi odnos tekućih sredstava i tekućih obveza može biti i niži. Međutim, nikako ne bi trebalo biti 1:1. Posebno bi trebalo pažljivo analizirati trend ovog pokazatelja u posljednjih nekoliko godina, te posebno pripaziti ako ovaj koeficijent ima tendenciju stalnog pada.

3. KOEFICIJENT UBRZANE LIKVIDNOSTI (Quick Ratio or Acid Test)

Ovaj pokazatelj je sličan odnosu tekućih obveza, samo što je mnogo stroži, jer uspoređuje brzo unovčivu aktivu u koju ubrajamo gotovinu, brzo unovčive vrijednosne papire i potraživanja od kupaca, s ukupnim tekućim obvezama. Zalihe su isključive iz tekućih sredstava pod pretpostavkom da se ne mogu pretvoriti dovoljno brzo u gotovinska sredstva.

U primjeru našeg poduzeća "A" ovaj je pokazatelj u 1995. godini iznosio 1,2. Ovaj pokazatelj koriste prvenstveno komercijalne banke i drugi kreditori, a služi kao rano upozorenje na opasnost da dužnik neće moći izmiriti svoj obveze u roku dospijeca. Ukoliko je odnos likvidnih sredstava i tekućih obveza nizak, a odnos tekućih sredstava i tekućih obveza visok, to može značiti da poduzeće ima suviše visoku razinu zaliha i da možda nije u stanju prodati svoje gotove proizvode. Ovaj pokazatelj odnosa brzo unovčenih likvidnih sredstava i tekućih obveza ne smije biti ispod 1, odnosno da je taj odnos 1:1.

4. POKAZATELJI KREDITNE SPOSOBNOSTI

Ovi pokazatelji često su grupirani u pokazatelje likvidnosti. Treba reći da kod analize kreditne sposobnosti uzimamo u obzir sve ostale pokazatelje, ovisno o iznosu, roku i namjeni kredita koji se traži. Ovo naglašavamo zato da se ne bi razumjelo da su samo ovo pokazatelji kreditne sposobnosti. Odnos dugoročnih kredita i trajnih vlastitih sredstava)¹ (Debit : Equity Ratio - Debit Capitalization Ratio)

Ovo je osobito značajan pokazatelj koji koriste banke, posebno investicijske, a predstavlja odnos dugoročnih kredita i trajnih izvora vlastitih sredstava ili kako je ovdje opisan odnos dugoročnih kredita i ukupno angažiranih sredstava. Iznos vlastitih sredstava jednog poduzeća može se smatrati nekom vrstom rezerve "amortizera" koja će poslužiti da poduzeće preživi uvjete privređivanja i da pokrije početne gubitke. S obzirom na to da otplata kredita nosi fiksnu kamatnu stopu i ugovorene uvjete otplate glavnice, prevelik iznos duga može obvezati poduzeće na veći iznos otplate nego što je to ono u stanju podnijeti. Bolji pokazatelj za ovakvu rezervu "amortizer", za potrebe ocjene pokriva ove vrste duga, jest stopa otplativosti duga. Međutim, odnos dugoročnih kredita i trajnih izvora vlastitih sredstava pokazatelj je snage poduzeća u pogledu visine njegovih trajnih izvora vlastitih sredstava sa stanjem na određeni datum. Odnos dugoročnih kredita i trajnih izvora vlastitih sredstava izračunava se dijeljenjem dugoročnih kredita s ukupno angažiranim sredstvima. Dugoročni krediti podrazumijevaju dugovanja s dospijecem preko godinu dana. Oni obično uključuju robne kredite od dobavljača za osnovana sredstva, pošto ti krediti veoma često imaju rok otplate od 3 do 5 godina, ali isključuju kratkoročne kredite jer njihovo dospijecje može biti u bilo koje vrijeme u toku obračunskog razdoblja. Vlastita sredstva vlasnika uključuju izdate dionice, redovne i one s fiksnim, sve rezerve, neraspoređenu i zadržanu dobit vlasnika.

<u>Dugoročni krediti</u>		<u>Izvori vlastitih sredstava</u>	
Kredit od dobavljača	60.000	Kapital dioničara	500.000
Dugoročni financijski kredit	300.000	Zadržana dobit	200.000
Ukupno:	360.000	Ukupno:	700.000

$$\text{Odnos DK/TIVS} = \frac{360.000}{360.000 + 700.000} = 34 : 66$$

¹ Odnos dugoročnih kredita i trajnih izvora vlastitih sredstava ponekad se izražava kao relativna proporcija, npr. 1:2 značilo bi da na jedan dio duga dolaze dva dijela vlastitih sredstava. Kada je izražen u postocima, ovaj odnos pokazuje koliko je postotaka duga, odnosno postotaka vlastitih sredstava sadržano u ukupnim angažiranim sredstvima.

U granama gdje postoji visok stupanj rizika, na primjer u rudarstvu, stopu zaduženosti treba ispitati s najvećom pozornošću. Isti je slučaj i s poduzećima koje koriste sirovine ili prodaju gotove proizvode za koje postoji velika vjerojatnoća osjetnog kolebanja u cijeni. Ovo se posebno odnosi na poduzeća koja posluju s gumom, sjemenom uljarica, šećerom itd. U istu kategoriju spadaju i poduzeća za čiju proizvodnju najizravnije utječu vremenske prilike, kao što su poljoprivreda, turizam, graditeljstvo, ili pojava bolesti kod stoke. Takva poduzeća moraju imati solidniju, znatniju bazu vlastitih sredstava .

Kod analize ovog pokazatelja često se suočavamo s dilemom u slučaju da novi projekt podrazumijeva osnivanje novog poduzeća. U principu, stopa zaduženosti u odnosu na vlastita sredstva mora biti niža s obzirom na prisutnost većeg rizika kada je riječ o poduzeću u osnivanju: s druge strane, sredstva dioničara koja stoje na raspolaganju za financiranje ovog projekta i zbog samog početka poslovanja niže su od standarda ovog pokazatelja. Kod donošenja odluke kompromis bi se mogao učiniti jedino ukoliko su izgledi novčanih tokova u budućnosti dobri.

Tu nam se pojavljuje potreba za planiranjem novčanih tokova, a postupak planiranja i modela planiranja objašnjen je u prvom dijelu knjige.

5. STOPA POKRIĆA OBVEZA VRIJEDNOŠĆU SREDSTAVA (Assets Coverage Ratio)

Garancija za otplatu dugoročnih kredita često se osigurava hipotekom (založnim pravom) na osnovna sredstva koja se financiraju iz ovih kredita. Ovakve garancije se više traže iz pravnih a manje iz financijskih razloga, radi ustanovljavanja prava prioriteta ukoliko bi došlo do situacije da poduzeće padne pod stečaj i sprečavanje drugih da svoja potraživanja naplate iz tih osnovnih sredstava.

Većina osnovnih sredstava vrijedi daleko više dok je u upotrebi u slučaju likvidacije poduzeća, a samo se u vrlo ekstremnim slučajevima bankrota događa da se ovakva založna prava i stvarno realiziraju. Odnosno, vrijednosti osnovnih sredstava prema kreditima koje ona osiguravaju nije stoga u većini slučajeva od velike koristi.

Međutim, stopa pokrića obveza osnovnim sredstvima može se u nekim slučajevima koristiti i zato vrijedi znati kako se ona izračunava. Ona jednostavno pokazuje koliko puta neto vrijednosti osnovnih sredstava pokriva iznos dugoročnih kredita koje osigurava (hipotekom). **Neto vrijednost osnovnih sredstava definira se kao nabavna vrijednost osnovnih sredstava umanjena za stvoreni ispravak vrijednosti.**

Ukoliko postoji procijenjena vrijednost ovih osnovnih sredstava, utoliko će naravno postojati točnija osnovica za uspoređivanje.

Na primjeru poduzeća "A" osnovna sredstva u 1995. pokrivaju dug 2,3 puta.

<u>Osnovna sredstva</u>		<u>Dugoročni krediti</u>	
Zgrade i oprema neto umanjena za ispravak vrijednosti)	840.000	Kredit dobavljača	60.000
		Dugoročni krediti	300.000
Ukupno :	840.000	Ukupno:	360.000

$$\text{Pokriće obveza osnovnim sredstvima} = \frac{840.000}{360.000} = 2,3$$

Srednjoročni i kratkoročni krediti mogu se osigurati pravom zaloga na zalihe ili na određene vrste zaliha. Neke vrste zaliha, kao što su žitarice ili mineralne rudače, vrlo se lako mijenjaju za novac ili dugu vrstu robe pa su stoga dobra garancija. Naročito je važno u takvim slučajevima procijeniti postoje li zaista navedene količine tih zaliha i jesu li u dobrom stanju.

Na vrijednost zaliha iskazanih u bilanci utjecat će politika vrednovanja zaliha koju je poduzeće usvojilo. Vrijednost zaliha može se radikalno razlikovati u zavisnosti od toga koristi li se (FIFO) prva ulazna prava izlazna cijena ili (LIFO) posljednja ulazna prava izlazna cijena ili pak sistem prosječne cijene.

Zbog ovakvih različitih metoda vrednovanja zaliha, jedan dosta grub koeficijent zaliha i osiguranih kredita mora se tretirati s mnogo više pozornosti nego kada su u pitanju neki drugi financijski pokazatelji.

Vrijedilo bi još jednom naglasiti da će u slučaju da projekt ne uspije vrijednost sredstava u likvidaciji najvjerojatnije biti vrlo malo, obično daleko manja od vrijednosti sredstava koja su u redovnom poslovanju. To posebno vrijedi za strojeve i opremu. Iz tih razloga stopa pokrića obveza sredstvima danas se u praksi ne koristi tako mnogo kao pokazatelj. Mnogo pouzdaniji su dinamičniji pokazatelji kao što je ocjena priljeva i odljeva novčanih sredstava i odgovarajućih stopa otplativosti duga.

6. STOPA OTPLATIVOSTI DUGA (GLAVNICE I KAMATE) (DEBT SERVICE COVERAGE RATIO)

Jedan od najobuhvatnijih pojedinačnih pokazatelja kreditne sposobnosti investicijskih projekata jest stopa otplativosti duga. Ovaj pokazatelj, kao što je ovdje definiran, pokazuje koliko puta sredstva (dobit) iz poslovanja (prije kamate) pokriva otplate glavnice i kamate (dug) dugoročnih kredita.

Otplativost duga može se izračunati na osnovicu ili poslije plaćanja poreza. Analitičari koji gledaju na sposobnost otplate duga poslije stavke poreza, svoje stajalište argumentiraju time da je plaćanje poreza ustaljen red i neizbježan dio poslovanja i da, pored toga, u mnogim slučajevima porezni organi imaju pravo na prihode iz poslovanja prije izmirenja obveza poduzeća prema vjerovnicima. Oni analitičari koji zastupaju stajalište da se pri izračunavanju uzima u obzir prihod prije plaćanja poreza, daju svoje argumente da kreditnu sposobnost poduzeća treba promatrati s obzirom na njezine "stvorene" prihode iz poslovanja kojima treba izmiriti obveze, prije odbitka nekih stavki (kao što je amortizacija ili drugih stavki koje ne povlače uporabu sredstava) koje umanjuju visinu dobiti na koju plaća porez.

Prilikom izračunavanja stope otplativosti duga prije plaćanja poreza, dobit iz poslovanja se dijeli s tekućim dospeljima dugoročnih kredita plus kamata (kamata na kratkoročne kredite nije uračunata). U slučaju analize prije odbitka poreza, gleda se isključivo na sposobnost da se iz dobiti prije oporezivanja otplati dug. Kad bi izračunani koeficijent, tj. stopa otplativosti duga iznosila 2,5, to bi značilo da se iz dobiti iz poslovanja mogu pokriti otplatne glavnice i kamate 2,5 puta.

Stopa otplativosti duga od 2,5 znači da dobit iz poslovanja može biti manja i za 50 % a da kompanija još uvijek bude sposobna izmiriti svoje obveze. Jedan od načina da se ovo dalje ispita jest procjena utjecaja sljedećih pojava na dobit iz poslovanja: (a) opadanje prodaje; (b) povećanje cijena sirovina; (c) opadanje prodajnih cijena; (d) povećanje administrativnih-općih troškova. Ovdje se primjenjuje analiza osjetljivosti.

Bilo koja od ovih pojava može utjecati na pad dobiti, a više njih zajedno mogu izazivati da stopa otplativosti duga opadne na manje od jedan. Iz tih razloga procjena najvjerojatnije kombinacije ovih činilaca koja se može pojaviti isto je toliko značajna koliko je i ocjena mogućnosti pojave najekstremnijih negativnih efekata. **Ovo možemo nazvati analizom rizika.**

Praćenjem kretanja stope otplativosti duga dolazi se do informacija o korištenju duga u financiranju rasta poslovanja. Opadajući trend otplativosti u uvjetima relativno stabilnog tržišta može upozoriti na neefikasno rukovođenje ili da se radi o preambicioznim planovima proširenja poslovanja koje stoga treba preispitati. Stalno niska stopa otplativosti duga mogla bi signalizirati da je potrebno možda razmotriti mogućnost produžetka roka otplate duga.

7. POKAZATELJI ZADUŽENOSTI

Za osnivanje i rast poduzeća potreban je vlastiti, ali i tuđi kapital. Poduzeće teži za tim da oblikuje takvu **vertikalnu financijsku strukturu**, tj. odnos vlastitog i tuđeg kapitala, kod kojeg će se troškovi financiranja po jedinici ostvarenog prinosa

svesti na minimum. Troškovi financiranja su u biti oni troškovi koji određuju udjel tuđega kapitala u ukupnoj strukturi financiranja poduzeća. Za utvrđivanje udjela tuđega kapitala u strukturi financiranja poduzeća poznat je pojam **financijske poluge (leverage or gearing ratio)**. Ovi pokazatelji mjere odnos vlastitih i pozajmljenih sredstava.

Koliko je važan odnos u vertikalnoj financijskoj strukturi vlastitih i tuđih izvora sredstava vidi se iz slijedećeg primjera. U primjeru je prikazana stopa povrata na vlastita sredstva dviju kompanija s identičnim profitom. Kompanija A se financira isključivo iz vlastitih sredstava, a kompanija B se financira iz sredstava kredita i vlastitih sredstava u podjednakim iznosima.

	Kompanija A	Kompanija B
Dugoročni kredit	-	100.000
Vlastita sredstva (Sredstva dioničara)	190.000	90.000
Rezerve	10.000	10.000
Ukupno	200.000	100.000
Ukupno angažirana sredstva	200.000	200.000
Dobit prije kamate i poreza	48.000	48.000
Kamata	-	8.000
Dobit prije oporezivanja	48.000	40.000
Porez (40%)	19.200	16.000
Dobit nakon oporezivanja	28.800	24.000
Stopa povrata kapitala	14,4%	24,0%

Iako su ostvareni rezultati slični, prije bismo se opredijelili da budemo dioničari u poslovanju kompanije B. I pored toga što kompanija A ima mnogo veći profit nakon oporezivanja, taj profit se mora raspodijeliti na mnogo veći broj sudionika u raspodjeli, a rezultat je toga daleko niža stopa povrata kapitala.

Ovo je primjer odnosa sredstava koji se također naziva i “ odnos strukture uložених sredstava” **Koeficijent zaduženosti** (debit ratio) mjeri odnos ukupnih obveza u odnosu na ukupnu aktivu:

$$\text{Koeficijent zaduženosti} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{ukupna aktiva}}$$

Koeficijent pokazuje koliko sredstava financira iz tuđih izvora. Iskustvenim metodom mjereno ovaj koeficijent trebao bi biti **50% ili manji**. Sljedeći koeficijent koji je komplementaran ovom pokazatelju jest:

$$\text{Koeficijent vlastitog financiranja} = \frac{\text{vlasnička glavnica}}{\text{ukupna aktiva}}$$

Radi se o recipročnoj vrijednosti koeficijenata zaduženosti. Ovaj pokazatelj govori nam koliko se od ukupnih sredstava financira iz vlastitih izvor sredstava. Po istom pristupu ovaj koeficijent trebao bi biti **50% ili veći**.

U okviru financijske poluge izračunava se i odnos ukupnih obveza prema neto vrijednosti (kapital) poduzeća. Moglo bi se reći da se radi o koeficijentu koji govori o **stupnju samofinanciranja poduzeća**.

$$\text{Koeficijent mogućeg zaduženja} = \frac{\text{ukupne obveze}}{\text{neto vrijednost}}$$

Ovaj koeficijent mjeri sposobnost poduzeća za pozajmljivanje sredstava od drugih. Konzervativni pristup ovom pokazatelju govori da bi ove dvije veličine trebale biti uravnotežene ili bi neto vrijednost poduzeća (kapital) trebalo biti nešto veća od ukupnih obveza. Međutim, u današnje vrijeme mnoge kompanije posluju i s većim koeficijentom od omjera 1:1, što ovisi o stabilnosti kompanije, položaju na tržištu, pristupu financijskim tržištima, brzina obrta, stopi profitabilnosti.

Posljednji koeficijent zaduženosti o kojem ćemo mi govoriti ne pretendirajući da ih obuhvatimo sve, jest pokazatelj pokrića financijske analize poslovanja poduzeća. Ovaj pokazatelj računa se na sljedeći način:

$$\text{pokriće kamata} = \frac{\text{dobit prije oporezivanja + kamate}}{\text{godišnji troškovi i kamata}}$$

Ovdje je važno pripomenuti da se u brojniku nalazi bruto dobitak zato što se neto dobit dobije tako da se bruto dobit umanjuje za troškove kamate. To dalje znači da mogućnost kamata nije uvjetovana veličinom poreza na dobitak.

Ako bi npr. izračunati pokazatelj iznosio 5 , to bi značilo da su godišnji troškovi kamata pokriveni bruto dobitkom za 5 puta . To dalje znači da što je pokazatelj veći sigurnost kreditora je veća. Ovaj pokazatelj mogli bismo svrstati i u pokazatelje kreditne sposobnosti.

Na kraju dajemo nekoliko općih priprema u pogledu primjene pokazatelja likvidnosti, kreditne sposobnosti i zaduženosti.

1.Prilikom izračunavanja i promatranja odnosa duga i vlastitih sredstava i stope otplativosti duga, treba voditi računa o visini kratkoročnih kredita.Prema definicijama koje su korištene pri razmatranju pokazatelja proizlazi da ukoliko kompanija financira svoje poslovanje velikim dijelom iz kratkoročnih kredita, on može imati nerealno nizak odnos duga i vlastitih sredstava, a visoku stopu otplativosti duga. U takvim slučajevima odnos tekućih sredstava i tekućih obveza obično će biti nizak. Ovo zato što u različitim kombinacijama pokazatelja kratkoročni krediti sudjeluju, odnosno ne sudjeluju kao kategorija. Drugim riječima, nije rijedak slučaj da se i kratkoročnim kreditima financiraju nabave osnovnih sredstava. Zbog toga se ovi pokazatelji ne smiju koristiti izolirano, već u odgovarajućim kombinacijama s drugim pokazateljima.

2.Ako se u bilješkama uz bilancu prikazu i stavke potencijalnih obveza, potrebno ih je pažljivo ispitati s ciljem da se utvrde efekti ovih obveza na pokazatelje likvidnosti i kreditne sposobnosti (najčešće najamnine, zakupi, rezerve za loše kupce ili zajmove i sl.9.)

3.Poduzeća koriste različite računovodstvene politike, i to utječe na izračunavanje raznih pokazatelja, a naročito će utjecati za uspoređivanje više poduzeća, prosjeka grane ili najboljeg poduzeća u grani. Razlike u računovodstvenim politikama mogu utjecati na pozicije kao što je amortizacija dugotrajne materijalne i nematerijalne imovine, vrednovanje sredstava, vrednovanje zaliha itd. Ova pitanja moraju se najprije otkriti kao važna područja, pa zatim analizirati njihov utjecaj na realnost uspoređivanja s drugim poduzećima, grupacijama i sl.

4.Ponekad je teško odlučiti što treba činiti sa stavkama kao što su prihod od obveznice, kumulativnih prioritetnih dionica ili posebnih vrsta kredita (npr. krediti za obnovu što ih je dodijelila HKBO poduzećima koja su pretrpjela velike ratne štete od agresije na Hrvatsku). Ove prihode vjerovnici u pravilu mogu zanemariti prilikom izračunavanja stope otplativosti duga. Međutim, dioničar koji ocjenjuje prihod od dividendi mora biti svjestan da sve te stavke utječu na iznos dobiti za raspodjelu, što se mora imati u vidu prilikom izračunavanja stope povrata uložених sredstava i realnosti prihoda po osnovi dividendi.

5.Mnogi poslovi zavise od sezonskih prilika.Poslovanje poljoprivredno-prerađivačkih kombinata je sezonsko, a takav je slučaj i s proizvođačima nekih potrošačkih vrsta robe koji najbolje prodaju svoju robu u vrijeme godišnjih odmora. Ova sezonska kolebanja mogu znatno utjecati na sastav tekućih sredstava i obveza u bilanci i zato ih treba uzeti u obzir pri izračunavanju odnosa tekućih sredstava i tekućih obveza, odnosno likvidnih sredstava i tekućih obveza. Preporučljivo je izračunati posebno stope likvidnosti i kreditne sposobnosti na

vrhuncu sezone, u kojima se predviđaju najveće potrebe za obrtnim sredstvima, te isto to izračunati i za razdoblje najniže aktivnosti u izvansezoni.

8. POKAZATELJI AKTIVNOSTI (EFIKASNOSTI)

Pokazatelji aktivnosti ("activity ration"), kod nas još prevođeni i kao pokazatelji efikasnosti ili koeficijenti obrtanja, rabe se za ocjenu korištenja sredstava i kontrolu troškova. Pokazatelji o kojima ćemo ovdje govoriti jesu: broj dana vezivanja potraživanja, obrt zaliha, broj dana vezivanja zaliha, administrativni troškovi i troškovi poslovanja. Mnogi slični pokazatelji mogu se izračunati i promatrati; ovo su samo najčešći korišteni pokazatelji u praksi.

8.1. KOEFICIJENT OBRTAJA TEKUĆIH SREDSTAVA (current assets turnover)

Ovaj pokazatelj govori o tome koliko se puta u toku jednog promatranog razdoblja, npr. jedne godine, obrnu prosječna obrtna sredstva (prosječna tekuća aktiva). Pokazatelj je značajan zato što nam govori o učinku obrtnih sredstava, koja su s druge strane opterećena troškovima kamata, pa brži obrtaj znači veću efikasnost i niže troškove. Važno je primijetiti da se uzima prosječno stanje obrtnih sredstava, a ono se može dobiti tako da se stanje sredstava uzima na kraju svakog mjeseca, iz knjigovodstvenih evidencija, da se ta stanja zbroje i podijele s 12. Izračunava se na slijedeći način:

$$\text{Koeficijent obrta obrtnih sredstava} = \frac{\text{prihodi od prodaje}}{\text{prosječna obrtna sredstva}}$$

8.2. KOEFICIJENT OBRTAJA UKUPNIH SREDSTAVA (total assets turnover)

Ovo je pokazatelj korisnosti ukupne imovine poduzeća. Uvijek se koristi i uspoređuje s najboljim poduzećem u grani i s prosjekom grane. Ispodprosječan koeficijent pokazuje da poduzeće ne ostvaruje promet koji bi odgovarao veličini uložених sredstava u poduzeće. Analitičar u takvim slučajevima ispituje po kojim sredstvima se ostvaruje najslabiji obrtaj, kvalitetu uprave i njezinih pojedinih dijelova proširujući to i na niži menadžment. Ovaj koeficijent izračunava se kao odnos:

$$\text{koeficijent obrtaja ukupnih sredstava} = \frac{\text{prihodi o prodaje}}{\text{prosječno korištena sredstva}}$$

8.3. BROJ DANA VEZIVANJA POTRAŽIVANJA (day's Receivable)

Ovaj pokazatelj ukazuje na prosječan broj dana nenaplaćene realizacije. Na osnovi njega može se zaključiti do koje mjere su organi rukovođenja sposobni na vrijeme naplatiti potraživanja kao i to kakva je politika poduzeća u pogledu kreditiranja kupaca. Kod većine poduzeća broj dana vezivanja potraživanja je jedan do dva mjeseca. Kada se ova potraživanja ne naplate u roku od dva mjeseca, kvaliteta (tj. vjerojatnoća naplate) potraživanja opada i poduzeće može biti prisiljeno da osigura dodatna sredstva da bi moglo nadoknaditi znatne iznose koje nije uspjelo naplatiti. Visok stupanj nenaplaćenih potraživanja odražava se na troškove kamata za uzete kratkoročne kredite uz faktor rizika zbog kašnjenja u naplati potraživanja, jer postaje sve vjerojatnije da se neka potraživanja možda nikada neće ni naplatiti. Jedna od metoda dobivanja ovog pokazatelja jest uzimanje realizacije po osnovi prodaje na kredit, bilo da je ona četvrtina, tri četvrtine ili cjelokupna realizacija jednog poduzeća, i podijeliti je s 360 dana u godini; na taj način se dobiva dnevna prodaja na kredit. Često se radi pogodnijeg računanja uzima ukupna godišnja realizacija, bilo po osnovi prodaje na kredit ili za gotovinu. Potom se ukupna nenaplaćena realizacija dijeli s iznosom realizacije po jednom danu, i dobiva se broj dana vezivanja potraživanja. u našem primjeru ovi pokazatelji izračunavali bi se na slijedeći način:

$$\begin{aligned} \text{Realizacija po jednom danu} &= \frac{\text{Realizacija}}{360 \text{ dana}} = \frac{700.000}{360} = 1944 \\ \\ \text{Broj dana vezivanja} &= \frac{\text{Potraživanja}}{\text{Realizacija u danima}} = \frac{700.000}{1944} = 67 \text{ dana} \end{aligned}$$

Svi navedeni i izračunati podaci neće biti dostatni za donošenje konačnog zaključka te će sposoban analitičar svakako željeti još dalje. Analitičar će obično tražiti pregled potraživanja po starosti. Pregled potraživanja po starosti pokazuje raspored pojedinačnih konta prema broju dana nenaplaćenih dospjeća, ukazujući je li ovo problem koji je rasprostranjen ili se odnosi samo na nekoliko većih kupaca.

Također je vrlo važno procijeniti je li iznos nenaplaćenih potraživanja, čija je naplata sporna, znatan. Ovo može upozoriti na činjenicu da je uprava poduzeća loše organizirana i da nije u stanju naplatiti potraživanja na vrijeme; a to može značiti da poduzeće nema dobru prodajnu mrežu i da kreditira sve distributere koje može naći za prodaju svojih proizvoda. S druge, ovo može značiti da su neki od njezinih kupaca u teškoj financijskoj situaciji. Pored toga,

ukoliko se sva potraživanja ne mogu naplatiti, to znači da poduzeće, ukoliko nije osiguralo odgovarajuću ispravku za sva sumnjiva i sporna potraživanja, ima procijenjenu dobit.

Financijski analitičar će isto tako razmotriti koliki će iznos sredstava biti potreban za financiranje potraživanja, bilo da je riječ o novom poduzeću ili postojećem koje planira proširiti svoje kapacitete. Uprava mora sačiniti realan plan potreba za kreditima po ročnosti, a dužnost analitičara je da ispita koliko su ta predviđanja realna. Ako uprava pođe od pretpostavke da je jedan mjesec dovoljan za vezanje potraživanja, a mi znamo iz bilance drugih kompanija koje se bave istom djelatnošću ili se na osnovi provedenih ispitivanja intervjuiima i anketama utvrdi da je realna potreba za vezanje potraživanja dva mjeseca, bit će potrebno povećati iznose sredstava za financiranje projekata i povesti računa da poduzeće osigura dodatne izvore financiranja. Iznos dodatnih sredstava može biti dosta velik i može, u nekim slučajevima, znatno utjecati na uspješnost poslovanja. Ovo vrijedi za poduzeća za koja se očekuje da rapidno povećaju svoju realizaciju. Rapidan porast realizacije (i potraživanja) može uzrokovati kritičan položaj i potrebu za novčanim sredstvima čak i u slučajevima kada je stopa povrata (dobit) od realizacije dosta visoka.

8.4. OBRT ZALIHA (Inventory Turnover)

Stopa obrta zaliha pokazuje kojom brzinom kompanija obrće svoje zalihe i koja je razina zaliha potrebna da bi se održao potreban opseg realizacije. Ovaj pokazatelj se može izračunati na više načina. Najuobičajeniji je da se troškovi sadržani u realiziranju proizvodima. Proizvodni troškovi podijele sa zalihama na kraju financijske godine. Druga mogućnost je da se prihodi od prodaje podijele s zalihama ili prosječnim stanjem zaliha robe. Međutim, mišljenja smo da je najispravniji pokazatelj, zato što je konzistentan, onaj koji u brojnik stavlja troškove sadržane u realiziranim proizvodima na kraju razdoblja, s vrijednošću zaliha po cijeni koštanja.

$$\text{Obrt zaliha} = \frac{\text{Troškovi sadržani u realiziranim proizvodima}}{\text{Zalihe po cijeni koštanja}} = \frac{320.000}{180.000} = 1,8 \text{ puta}$$

Ovaj koeficijent znači da se u toku godine zalihe obrnu svega 1,8 puta. Što ako se ne radi o pojedinačnoj proizvodnji (brodogradnja, mostogradnja i sl.) znači da uprava ovog poduzeća nije u stanju efikasno kontrolirati zalihe.

Obrt zaliha je povezan s brojem mjeseci vezanja zaliha. Na primjer, ako kompanija mora vezati svoje zalihe tri mjeseca, obrt bi bio 4 puta (12 mjeseci/3

mjeseca). Ako kompanija mora vezati zalihe 4 mjeseca, obrt će biti 3 puta (12 mjeseci/4 mjeseca). Nizak broj obrta zaliha može značiti da poduzeće ima visoku razinu zaliha kojih se ne može osloboditi ili, pak, da je precijenila vrijednost svojih zaliha. Sve ovo upućuje na analizu kvalitete upravljanja zalihama i obrtnim sredstvima uopće, te metodama, tehnikama i načinu planiranja prodaje.

Nizak broj obrta zaliha, međutim, može isto tako značiti da je potrebna visoka razina zaliha da bi se osiguralo ostvarenje planirane proizvodnje. To je obično slučaj kada su u pitanju uvozne sirovine. Nizak broj obrta znači da su u zalihama vezana - umrtvljena znatna novčana sredstva; u slučajevima pojave inflacije, držanje sredstava u obliku zaliha često je razumna, čak nekad i neophodna poslovna politika. Visok broj obrta zaliha znači da je kompanija u stanju vrlo brzo nadoknaditi sredstva investirana u zalihe i da postoji dobra potražnja za njezinim proizvodima. Kada je broj zaliha daleko viši nego kod drugih kompanija iz iste industrijske grane, ili se povećava iz godine u godinu, to može upozoriti na činjenicu da kompanija nema dovoljno novčanih sredstava i da ne može podnijeti investiranje u zalihe. Takva situacija može prisiliti poduzeće da se odrekne povoljnijih uvjeta prodaje svojih proizvoda i da ih što je moguće prije proda. Svaki analitičar mora imati na umu da je neophodno vrlo pažljivo ispitati vrednovanje zaliha, naročito u doba inflacije, kada bude ovaj ili neki drugi pokazatelj kontrole nad zalihama.

8.5. BROJ DANA VEZANJA ZALIHA (Days' Inventories)

Alternativni pokazatelj, i nešto lakši za korištenje, jest broj dana vezanja zaliha (broj dana robe na zalihama). Zalihe se na kraju financijske godine dijele s troškovima prosječne realizacije. Na našem primjeru to bi bila sljedeća računica:

$$\begin{aligned}
 \text{Troškovi prosječne dnevne realizacije} &= \frac{\text{Troškovi sadržani u realiziranim proizvodima}}{360} = \\
 &= \frac{320.000}{360} = 888 \\
 \text{Broj dana vezanja zaliha} &= \frac{\text{Zalihe}}{\text{Troškovi prosječne dnevne realizacije}} \\
 &= \frac{180.000}{888} = 203
 \end{aligned}$$

Ovaj posljednji podatak, broj dana vezivanja zaliha, može se zbrojiti s brojem dana vezanja potraživanja koji smo ranije izračunali s ciljem da procijenimo koliki je vremenski interval potreban za konvertiranje svih obrtnih sredstava u gotovinu. Ne smije se zaboraviti da se zalihe sastoje od sirovina, proizvodnje u toku i gotovih proizvoda. No pored toga, na ovaj način se može odrediti likvidnost obrtnih sredstava poduzeća uopće:

Broj dana (za naplatu) potraživanja	=	67
Broj dana (prodaje) robe sa zaliha	=	203
Razdoblje konvertiranja obrtnih sredstava	=	270 dana (9 mjeseci)

8.6. KONTROLA ADMINISTRATIVNIH TROŠKOVA

(Administrative Expense Control)

Jedan od najvećih problema s kojima se suočavaju poduzeća koja rapidno razvijaju svoje poslove jest kontrola prodaje i općih troškova. Opći troškovi se često smatraju fiksnim ili polufiksnim. Tako se za povećanje realizacije za 10% opći troškovi trebaju povećati npr. samo 4 posto.

Na primjer poduzeće "A", realizacija se povećala za 700.000 u 1994. na 900.000 u 1995. godini, odnosno za 29% . U istom razdoblju ukupni opći troškovi i troškovi prodaje porasli su od 100.000 na 120.000, ili za 20%. To je više od očekivanog i vjerojatno bi bilo opravdano ispitati razloge za to. To može značiti da osnivač pokušava povećati plaće i broj zaposlenih prije nego što je kompanija stala na sigurne noge. S druge strane, to bi moglo značiti da osnivač povećava troškove propagande i reklame u okviru jedne dobre i zdrave politike sistemskog planiranja prodaje. Točne odgovore na pitanja kao što su ova mogu se naći pomoću analize analitičkih računa troškova prodaje i općih troškova. Ukoliko se raspolaže detaljnijim podacima iz računa dobiti i gubitka, neuobičajene promjene kod pozicija troškova mogu se vrlo lako uočiti tako što će se sve stavke tih troškova za svaku godinu pojedinačno podijeliti s ukupnom realizacijom za odgovarajuću godinu, a potom će se dobiveni pokazatelji kontrole općih troškova izgledati će kao što slijedi:

	1994.	1995.	Promjene u %
Troškovi prodaje	40.000	30.000	-25%
Opći troškovi	10.000	10.000	-0
Administrativni troškovi	50.000	80.000	+60%
	100.000	120.000	+20%

$$\begin{aligned} \text{Pokazatelj kontrole općih troškova} &= \frac{\text{Ukupni opći poslovi}}{\text{Realizacija}} \\ \\ \text{(za 1994.)} &= \frac{100.000}{700.000} = 14\% \\ \\ \text{(za 1995.)} &= \frac{120.000}{900.000} = 13\% \end{aligned}$$

Premda je postotak ukupnih troškova prodaje i općih troškova u odnosu na realizaciju opao od 1994. do 1995. godine, analitičar kao i uprava moraju vlasnicima, a i drugim zainteresiranima, razjasniti zašto su opći troškovi porasli za 60% dok su troškovi prodaje u isto vrijeme smanjeni.

8.7. ODNOS UKUPNIH TROŠKOVA POSLOVANJA I PRODAJE (Operating Ratio)

Ovaj pokazatelj čini zbroj troškova poslovanja (uključujući opće troškove) podijeljenih s prihodima od prodaje. To je recipročna vrijednost odnosa bruto dobiti i prihoda od prodaje (što je objašnjeno u pokazateljima profitabilnosti) i ponekad se rado koristi kod poduzeća koja pružaju javne usluge. Povećanje vrijednosti ovog pokazatelja može upozoriti na to da je potrebno povećati stope ili cijene, efikasnije nego pokazatelj odnosa bruto dobiti i prihoda od prodaje. Pokazatelj je također značajan da pokaže koliko je rukovodstvo sposobno kontrolirati troškove poslovanja. Na našem primjeru ovaj pokazatelj je 1995. godine, iznosio 69% kao što slijedi:

$$\frac{\text{Ukupni troškovi poslovanja}}{\text{Prodaja}} = \frac{480.000}{700.000} = 69\%$$

Ovaj pokazatelj je najkorisniji kada se uspoređuje poslovanje različitih kompanija koje se bave istom djelatnošću ili kad se uspoređuje i prati poslovanje iste kompanije u više godina. Ako se pokazatelj povećava, to može značiti da troškovi sirovina rastu, da rukovodstvo nije u stanju kontrolirati troškove radne snage ili da ima dosta škarta u proizvodnji. To također može značiti da je konkurencija veća i da je bilo neophodno sniziti cijene proizvoda. Ukoliko postoji neizvjesnost u pogledu toga je li povećanje ovog pokazatelja uzrokovano povećanjem troškova ili smanjenjem prodajnih cijena po proizvodu, odgovor se obično može naći tako što se cjelokupna prodaja izražena (u fizičkim jedinicama mjere) u jedinicama proizvoda podijeli s troškovima poslovanja. Ako su troškovi po proizvodu nepromijenjeni, uzrok povećanju je najvjerojatnije pad cijena proizvoda. Pojedinačni elementi troškova poslovanja također se mogu analizirati

detaljno i vrlo je korisno ponovno izvršiti analiziranje, promatrajući posebno troškove proizvodnje ili troškove sadržane u prodanim proizvodima.

Ovaj pokazatelj također može koristiti ako se promatra u apsolutnoj veličini. Općenito, što je veća razina kapitala poduzeća u odnosu na obujam prodaje to bi trebao biti niži ovaj pokazatelj. Ako je poduzeće uložilo velika sredstva, ona će biti u stanju nadoknaditi ih visokim priljevom i odljevom novčanih sredstava koji može jedino postići kroz nizak odnos ukupnih troškova poslovanja i prodaje. Kada investitor predlaže novi projekt a ne postoje nikakvi drugi komparativni podaci na osnovi kojih bi se izvršila analiza, budite oprezni u slučajevima kada je ovaj pokazatelj iznad 90% ili ispod 50%. Ako je vrijednost pokazatelja iznad 90%, mogu se pojaviti poteškoće odgovarajućeg povrata, ili ako je ispod 50%, vjerojatno je došlo do toga da su neki troškovi izostavljeni u izračunu, odnosno nisu uključeni u kalkulaciju. Kako je ranije rečeno, ovaj pokazatelj je recipročna vrijednost stope povrata (prije poreza i kamate) na ukupnu prodaju. Odnos ukupnih troškova poslovanja i prodaje prije obračuna poreza i kamate u visini od 90% značit će da je dobit od realizacije samo 10%. Vrijednost ovog pokazatelja od 50% znači da kompanija očekuje dobit od 50% za svaki prodani komad, što je prilično nevjerojatno.

8.8. DOPUNSKA OBJAŠNJENJA O POKAZATELJIMA AKTIVNOSTI (efikasnosti)

1. Za izračunavanje ovih pokazatelja moguće je koristiti podatke prikazane na kraju financijskog razdoblja kao i prosječne vrijednosti između podataka na početku i na kraju godine; na primjer, prosječne zalihe za to razdoblje mogu se izračunati zbrajanjem zaliha na početku i na kraju godine i dijeljenjem s dva. Ukoliko su aktivnosti poduzeća sezonske, u tom slučaju potrebno je izvršiti korekciju. Na primjer analizirano poduzeće obavlja velik dio svog posla u studenom i prosincu, što znači dva mjeseca prije kraja financijske godine. Njihova realizacija u ova dva mjeseca za 1995. godinu iznosila je 200.000 od ukupne godišnje realizacije koja iznosi 700.000. Potraživanja u knjigovodstvenim evidencijama na kraju godine (130.000) mogu se odnositi na realizaciju ostvarenu u zadnja dva mjeseca, pred zaključivanje knjigovodstvenih evidencija. Iznos realizacije po danu, u tom slučaju iznosi 200.000 podijeljeno sa 61 danom ili 3.278; umjesto podataka u iznosu od 1944, koji je ranije prikazan. Ovo znači da bi potraživanja izražena po danima stvarno iznosila $130.000 : 3.278$ ili 40 dana umjesto 67 kako je ranije prikazano; međutim, ovo bi moglo biti krajnje varljivo ako bi se to dogodilo na kraju sezonskog razdoblja.

2. Vrijednost pokazatelja mogu se na umjetan način mijenjati promjenama u visini cijena. Pojave kao što su inflacija (koja pogodi neke sektore industrije) ili promjene kod carina na uvoz ili poreza na promet utjecat će na pokazatelje aktivnosti (efikasnosti), posebno na pokazatelj koji se izražava odnosom ukupnih troškova poslovanja i prodaje. Tipičan primjer bio bi slučaj povećanja carina na uvoz sirovina i materijala. Ovakve situacije često prisiljavaju

proizvođača da povisi svoje cijene, a ukupni troškovi poslovanja ostaju isti. Čak iako se povećava carina na uvoz sirovina, proizvođač će još uvijek imati privremeno koristi od zaliha koje je ranije uvezao po nižim cijenama i dažbinama.

Zatim, vrednovanje zaliha, naročito u razdoblju inflacije, utjecat će na pokazatelje koji, kao jedan od elemenata, koriste troškove prodanih proizvoda i usluga. Analitičar treba ispitati politiku vrednovanja zaliha koju koristi uprava i razloge koji se kriju iza primjene takve politike. Prelazak s FIFO na LIFO sistem vrednovanja, na primjer, u razdoblju porasta cijena, rezultira smanjenjem dobiti, ponekad čak i drastično.

Primjena obračuna po prosječnim cijenama ima neutralniji efekt, ali ga je teže administrativno primijeniti u mnogim industrijskim oblicima.

9. POKAZATELJI PROFITABILNOSTI

Dugoročni uspjeh poduzeća zavisi od sredstava koja može akumulirati za ponovno ulaganje i razvoj, zajedno sa sposobnošću osiguranja zadovoljavajuće stope povrata uložених sredstava.

Ostvareni dobitak i stopa profita rezultat je cjelokupne poslovne aktivnosti koja se provodi u poduzeću, kao i čitavog niza odluka koje su donijeli vlasnici i uprava, kojima se osigurava provedba utvrđene poslovne politike. Pokazatelji profitabilnosti daju odgovor na djelatnost utvrđene poslovne politike i uprave koja je angažirana da tu politiku i provede, te osigura stabilan rast i razvoj poduzeća.

U ovom dijelu materijala razmatraju se pokazatelji koji se mogu koristiti za mjerenje (rentabilnosti) profitabilnosti ulaganja sredstava u neko poduzeće.

9.1. ODNOS AKUMULACIJE I REALIZACIJE (Return on sales)

Ovaj indikator pokazuje koliku stopu bruto dobiti poduzeće ostvaruje u odnosu na prodaju. Što je niža marža, stopa akumulacije to je potrebno ostvariti veću prodaju da bi se postigla odgovarajuća stopa povrata na uložena sredstva. Ovaj pokazatelj je recipročan u odnosu na pokazatelj ukupnih troškova poslovanja i prodaje koji je razmatran u prethodnom odjeljku, kad se izračunava na osnovicu prije oporezivanja.

To je uobičajeni način izračunavanja koji osigurava eliminiranje efekta promjena u stopama za plaćanje poreza. Međutim, pošto, se većina drugih pokazatelja profitabilnosti (rentabilnosti) izračunava na osnovicu poslije oporezivanja, ovaj pokazatelj treba računati i tako da se uzme dobit poslije oporezivanja pri izračunavanju i ovog pokazatelja. Ovo u prvom redu međusobne usporedivosti pokazatelja profitabilnosti.

U našem primjeru izračunat ćemo ovaj pokazatelj stavljajući u omjer prodaju s dobiti poslije oporezivanja:

$$\begin{aligned}\text{Odnos dobiti i prodaje} &= \frac{\text{Dobit poslije oporezivanja}}{\text{prihodi od prodaje}} \\ &= \frac{140.000}{700.000} = 20\%\end{aligned}$$

Ovaj pokazatelj je najkorisniji kad se uspoređuju poduzeća iste vrste poslovanja ili grane, ili kad se analiziraju rezultati prethodnih razdoblja poslovanja i uspoređuju planirane projekcije budućih razdoblja.

9.2. STOPA POVRATA KAPITALA (Return on equity)

Jedan od najvažnijih pokazatelja jest stopa povrata kapitala - vlastitih sredstava. Stopa povrata kapitala dobiva se stavljanjem u odnos dobiti poslije oporezivanja s kapitalom ili neto vrijednošću poduzeća na kraju godine, ili što je mnogo pravilnije prema prosječnom ulaganju kapitala u toku godine.

Ovaj pokazatelj često se koristi jer je jedan od glavnih kriterija kojim se vlasnici rukovode u svojim odlukama o ulaganju sredstava; važno je i za analitičare projekta da razumiju pobude i stimulacije vlasnika kapitala.

U našem primjeru poduzeća "A" stopa povrata kapitala izračunava se na sljedeći način :

$$\begin{aligned}\text{Stopa povrata kapitala} &= \frac{\text{Dobit poslije oporezivanja}}{\text{ulaganje kapitala + zadržani dio}} \\ &= \frac{140.000}{500.000 + 200.000} = 20\%\end{aligned}$$

Svrha ovog pokazatelja je da se izračuna stopa povrata vlasnicima nakon podmirenja svih poreza i kamata. Ulaganja vlasnika obuhvaćaju više od udjela u kapitalu u visini od 500.000. Jer u kapital, odnosno neto vrijednost poduzeća treba uključiti i dobit koju je poduzeće zaradilo ranijih godina ali nije

isplatilo vlasnicima, već je ostalo u poduzeću i sve druge rezerve kapitala (trajnih izvora vlastitih kapitala).

Vlasnici time što su zadržali dobit u poduzeću dodatno su uložili (iako možda samo privremeno, a ne trajno) ova sredstva (200.000) u poduzeće i zbog toga se dobit dijeli s ukupnim uloženim kapitalom da bi se dobila stopa povrata.

Za svrhu financijskih projekcija-predviđanja stope (rentabilnosti) profitabilnosti izračunavaju se za svaku poslovnu godinu i prikazuju u projekcijama financijskih izvještaja.

Kada se ta stopa analizira, najprije treba utvrditi u kakvim uvjetima je poduzeće poslovalo prethodne godine. Ako su uvjeti poslovanja bili "normalni", onda se takva stopa stavlja u odnos sa stopama ostvarenim u prethodnim razdobljima, sa stopom ostvarenom kao prosjek grane, u odnos s najboljim poduzećem iz iste grane djelatnosti, te eventualno sa stopom koju ostvaruje poduzeće iz inozemstva, a koje bi moglo u skoroj budućnosti postati konkurent.

9.3. STUPANJ POVRATA NA UKUPNO ANGAŽIRANA SREDSTVA (Return on Capitalization)

Efekt financijske moći (odnos između vlastitih i pozajmljenih sredstava) razmatran je u ovom odjeljku prije. Zapravo veliki iznos dugovanja u financijskoj strukturi može povećati stopu povrata na kapital - vlastita sredstva. Stopa povrata na ukupna angažirana sredstva pokazuje dobit koju poduzeće ostvaruje na ukupnim sredstvima koja koristi za investicije. Ovaj moment može biti važan kod uspoređivanja ovog poduzeća s konkurentskim poduzećima kako bi se vidjelo koliko efikasno koristi sredstva iz kredita. Ukupno angažirana sredstva su ovdje definirana kao krediti uvećani za kapital (vlastita sredstva), pa bi stopa povrata ukupno angažiranih sredstava za naše poduzeće "A" u 1995. godini iznosila:

$$\begin{aligned} \text{Stopa povrata na ukupno} & \quad \text{Dobit poslije oporezivanja +} \\ \text{angažiranih sredstava} & \quad \text{kamata (na dugoročne kredite)} \\ & = \frac{\text{angažirana sredstva}}{\text{vlastita sredstva + dugoročni krediti}} \\ & = \frac{140.000 + 50.000}{700.000 + 360.000} = 18\% \end{aligned}$$

Kod ovog izračunavanja kamata na dugoročne kredite mora se dodati dobit poslije oporezivanja kako bi se dobila stopa povećanja. Razlog je taj što je kamatna stopa povrata na dugoročne kredite, upravo kao što je stopa povrata na uloženi kapital.

9.4. STOPA POVRATA NA UKUPNA SREDSTVA (AKTIVU) (Return on Total Assets)

Sposobnost poduzeća da zarađuje od vitalnog je značenja za njegov uspjeh, a temeljni način za obračunavanje ove sposobnosti je da se izračuna stopa povrata na ukupna sredstva. Stopa povrata obično se obračunava dijeljenjem dobiti prije oporezivanja i kamate s ukupnim sredstvima prikazanim u bilanci stanja na kraju godine. Stopa povrata za naše poduzeće "A" za 1995. godinu iznosi.

$$\begin{aligned} \text{Stopa povrata na ukupna sredstva (aktivu)} &= \frac{\text{Dobit prije odbitka kamata i poreza}}{\text{ukupna sredstva}} \\ &= \frac{200.000}{1.260.000} = 17\% \end{aligned}$$

Od svih financijskih odnosa stopa povrata na ukupna sredstva 8 aktivu) najviše se približava koncepciji stope povrata koja se koristi u ekonomskoj analizi investicijskih projekata.

Stopa povrata na ukupna sredstva (aktivu) vrlo je lako izračunati i ona služi kao prva, gruba procjena tekuće ekonomske stope povrata. Ona zbog toga prema gruboj procjeni, obično treba biti viša od stope povrata koja bi se ostvarila ulaganjem u drugu vrstu projekata.

9.5. DOBITAK ZA RASPODJELU PO OBIČNOJ DIONICI (“Earnings per Share or Common Stock”)

Uobičajeno je da se u dioničkoj ekonomiji i kod dioničkih društava utvrdi prinos po običnoj dionici. Ovaj pokazatelj izračunava se na slijedeći način:

$$\text{Dobit po običnoj dionici} = \frac{\text{Neto dobit-prioritetne dividende}}{\text{prosječan broj običnih dionica}}$$

Osim ovog pokazatelja, mogu se računati i dividenda po običnoj dionici, ukupni rentabilitet obične dionice i sl.

10. POKAZATELJI NOVČANIH TIJEKOVA

Ovo je posljednja grupa pokazatelja o kojima ćemo govoriti. Po svom sadržaju najbliži su pokazatelji likvidnosti i njih nadopunjuju. Da bi dobili kompletnu procjenu sposobnosti trgovačkog društva, o mogućnosti izvršavanja svojih obveza u rokovima dospijeća, moramo sagledati i njegov novčani tok.

Najjednostavnije izračunavanje novčanog toka je ako neto dobit povećamo za amortizaciju i druge eventualne deprecijacije imovine.

10.1. NOVČANO POKRIĆE KAMATA (Cash Interest Coverage)

Ovaj pokazatelj daje informacije o tome koliko su puta novčani izdaci za kamate pokriveni novčanim tokom od poslovne aktivnosti, a računa se:

$$\text{Novčano pokriće kamata} = \frac{\text{novčani tok od poslovne aktivnosti prije kamata i poreza}}{\text{kamate}}$$

Ovaj pokazatelj daje odgovor na pitanje koliko se puta može smanjiti novčani tok a da poduzeće nema problema s plaćanjem kamata.

10.2. NOVČANO POKRIĆE DUGOVA (Cash Debt Coverage)

Ovaj pokazatelj izračunava se kao odnos :

$$\text{Novčano pokriće dugova} = \frac{\text{novčani tok - isplaćene dividende}}{\text{ukupne obveze}}$$

Pokazatelj govori koliko je u poduzeću ostalo sredstava za reinvestiranje nakon što su od novčanog toka isplaćene dividende.

10.3. NOVČANA POKRIĆA DIVIDENDI (Cash Dividends Coverage)

Ovaj pokazatelj se izračunava kao odnos :

$$\text{Novčano pokriće dividendi} = \frac{\text{novčani tok iz poslovne aktivnosti}}{\text{novčani izdaci za isplatu dividendi}}$$

Ovim pokazateljem mjerimo sposobnost poduzeća da isplati tekuće dividende dioničarima, ovisno o usvojenoj politici isplate dividendi.

10.4 ZAKLJUČNA RAZMATRANJA OCJENE POKAZATELJA POSLOVANJA

Da bi se pokazateljima za ocjenu boniteta odredila mjera vrijednosti, potrebno ih je najprije usporediti sa standardiziranim vrijednostima, do kojih se najčešće dolazi izračunavanjem srednjih vrijednosti. Ako je kao neprihvatljiva usporedba veličina uzeta grana djelatnosti, tada je za svaki pokazatelj nužno izračunati srednju vrijednost određenog pokazatelja. Ona može biti jednostavna aritmetička sredina ili kombinacija nekih srednjih vrijednosti (medijana, mod.).

I. i II. grupa pokazatelja likvidnosti i kreditne sposobnosti-mjera vrijednosti može biti minimum, prosjek ili maksimum, pa je potrebno odrediti optimum kojem treba težiti kod analize boniteta konkretnog poduzeća.

III. grupa pokazatelja zaduženosti - mjera vrijednosti određena je minimumom, odnosno maksimumom .Za usporedbu najbolje je uzeti prosjek grane i prosjek najboljeg poduzeća u grupi.

IV. grupa pokazatelja obrtaja - mjera vrijednosti određena je maksimumom.

V. grupa pokazatelja profitabilnosti - teži ka maksimalizaciji poslovnog rezultata u odnosu na ulaganja, pa je mjera vrijednosti određena maksimumom.

Na kraju bismo rekli da metodološki pristup ocjenjivanja boniteta odabiru i izračunu pokazatelja boniteta. Analiza informacijske baze, a to su najčešće financijski izvještaji, tipski ili posebno pripremljeni za potrebe procjene boniteta, provodi se raznim spomenutim metodama i tehnikama (usporedna metoda, metoda trenda, dinamička analiza, modeli za ekonomsko planiranje-prognoziranje itd.). Zatim se pristupa izboru pokazatelja, određivanju baze za usporedbu i utvrđivanju mjera vrijednosti svakom pojedinom pokazatelju. Na kraju se određuje sadržaj i format sintetizirane ocjene boniteta .

SEDMI DIO

1. KRATKOROČNO FINANCIRANJE

1.1. PRIRODA KRATKOROČNOG FINANCIRANJA

Kratkoročno financiranje ("shirt-term financing") obuhvaća posuđivanje novčanih sredstava na vrijeme do godine dana. Kratkoročno financiranje razlikuje se od dugoročnog po tome što dugoročno financiranje, u većini slučajeva, podrazumijeva i stjecanje imovine poduzeća. Sudjelovanje vlasnika, partnera i dioničara u kapitalu poduzeća klasificira se kao trajno financijsko ulaganje u poslovnu aktivnost poduzeća i samim time automatski se isključuje iz definicije kratkoročnog financiranja odnosno kreditiranja. **Kod kratkoročnog, srednjoročnog i dugoročnog kreditiranja uvijek je preuzeto i obećanje poduzeća, koje kapital posuđuje tj. preuzima, da će u određenome roku i uz određenu kamatu, i vratiti posuđeni kapital.**

1.2. PREDNOSTI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA

Kratkoročni izvori novčanih sredstava koriste se češće, u odnosu na srednjoročno i dugoročno financiranje, zbog elementarnih prednosti koje proizlaze iz vremenskog čimbenika. Te se prednosti manifestiraju u:

- a) lakšem odobravanju kredita, b) u cijeni kapitala, te c) u fleksibilnosti.**

a) Poduzećima je u pravilu lakše osigurati kratkoročne kredite od dugoročnih ulaganja, jer vjerovnici koji posuđuju kapital općenito smatraju da plasman kapitala na par tjedana ili na par mjeseci predstavlja **manji financijski rizik od dugoročnog financiranja**. Takav stav vjerovnika **zasniva se na njihovoj ocjeni da je za kraće vrijeme manja i mogućnost bitnijih promjena u kreditnoj sposobnosti dužnika odnosno da je manja i mogućnost promjena u njihovoj konkurentnosti i u općim gospodarskim uvjetima.**

b) **Neki kratkoročni krediti poduzeća proizlaze, međutim, iz oblika i karaktera poslovne djelatnosti poduzeća.** Pri tome razlikujemo tri osnovna oblika.

Prvo, većina prodajnih aranžmana koji se odvijaju između proizvođača, veletrgovaca i trgovaca na malo ima **karakter prodaje na kredit**, što znači da se robe i sluge isporučuju a naplata slijedi kasnije. Kupac u svojim poslovnim knjigama evidentira nabavljenu opremu ili sirovine i materijal odnosno izvršenu uslugu, te uvodi obveze prema dobavljačima. **Period od nastanka obveze do plaćanja ne predstavlja ništa drugo nego kratkoročno kreditiranje dužnika sa strane njegovog dobavljača odnosno vjerovnika.**

Drugo, većini zaposlenih u poduzećima može se plaća isplaćivati tjedno, dvotjedno ili mjesečno. U intervalu između dvije novčane isplate radnici poduzeću povećavaju vrijednost predmeta rada, pretvarajući sirovine u gotov proizvod puno veće vrijednosti. U trgovini na veliko ili na malo, zaposleni radnici, prodajom ili bavljenjem neophodnih usluga vezanih za prodaju robe po višoj cijeni od one po kojoj je ona kupljena, zapravo povećavaju ukupnu vrijednost trgovačke robe. Vrijednost ovih usluga pojavljuje se u bilanci u stavci obveza prema zaposlenima. **Zaposleni radnik, kojem se plaća obračunava i isplaćuje svaka dva tjedna, zapravo odobrava kredit svome poslodavcu za iznos prosječne plaće.**

Treća vrsta kratkoročnoga kredita koji se, tijekom normalnog poslovanja, manje ili više automatski ostvaruje, jeste **kredit koji se javlja kao rezultat drugih troškova što se stvaraju u periodu od njihova nastajanja do plaćanja**. Takvo kumuliranje novčanih iznosa pojavljuje se kao **obračunata stavka u tekućim obvezama**. Osim stavke poreza na poslovni dobitak, to su **obično manji novčani iznosi**. Zbog povremene nesigurnosti u utvrđivanju iznosa poreznih obveza, ta se stavka obično pojavljuje kao stavka rezervnih novčanih sredstava za porez na poslovni dobitak odnosno obračunata a nedospjela obveza plaćanja poreza na poslovni dobitak. Do momenta njihovog namjenskog korištenja, poduzeće ova novčana sredstva može koristiti za povećanje zaliha ili za plaćanje tekućih dospjelih obveza.

S obzirom na to da se kratkoročni kredit, kao što je već rečeno, dobije lakše, može se dogoditi da takav kredit predstavlja i jedini raspoloživi kredit poduzeća. Naime, poduzeće s osrednjim ili s lišim kreditnim položajem, lako može doći u poslovnu situaciju u kojoj neće biti u stanju osigurati dugoročni kapital, ni vlasnički ni kreditni. Međutim, ako poduzeće nije na samome rubu solventnosti, vjerojatno će moći, od dobavljača koji žele povećati svoju prodaju, dobiti trgovački kredit.

b) Cijena kapitala iz kratkoročnih izvora u većini slučajeva je niža od cijene kapitala iz dugoročnih izvora. Pod cijenom se podrazumijevaju kamate ili naknade koje dužnik plaća za korištenje vjerovnikovoga kapitala. Ovdje ćemo istaći samo glavne čimbenike što utječu na cijenu kapitala. To su: 1) razina "čiste" kamatne stope, 2) stupanj financijskoga rizika, 3) troškovi vjerovnika i 4) visina kreditnog iznosa.

1) Čista kamatna stopa rezultira iz uzajamnog djelovanja ponude i potražnje na novčanome tržištu i kod nje nema financijskog rizika. Najbliža stopa čistoj kamatnoj stopi je kamatna stopa državnih obveznica.

Stupanj financijskog rizika izražen je većom ili manjom vjerojatnošću da će dužnik u ugovorenom roku vjerovniku podmiriti

dospjelu obvezu. Što je stupanj financijskog rizika po vjerovnikovoj ocjeni viši, viša će biti i kamatna stopa koju će on zaračunati na plasirana novčana sredstva. Ako pak vjerovnik smatra da je stupanj financijskog rizika previsok, on neće ni odobriti plasman svojega kapitala, a da se financijski rizik povećava s povećanjem trajanja kreditne obveze, zbog veće mogućnosti pojave nepredviđenih okolnosti koje mogu znatno promijeniti kreditnu poziciju dužnika, već smo upozorili. Dakle, **što je kraći kreditni period, to je manji i financijski rizik, a slijedom toga su niži i troškovi što nastaju temeljem financijskog rizika.**

3) Kod svih kredita postoje i određeni troškovi koji terete kreditora, a proizlaze iz ispitivanja boniteta dužnika. U slučaju kad vjerovnikova kreditna služba utroši malo vremena na utvrđivanje kreditnoga položaja korisnika kredita, jer je taj korisnik evidentiran u kreditnim priručnicima i evidencijama, iznos ovih troškova može biti relativno nizak. No, kad se radi o značajnim potencijalnim kupcima odnosno korisnicima kredita, kad se više radnika vjerovnika u dužem periodu mora angažirati na ispitivanju boniteta potencijalnog korisnika kredita, jer su oni zatražili i visoka kreditna sredstva, tada ti troškovi mogu biti prilično visoki. Ako se pak radi o kreditu pokrivenom određenim oblikom garancije, tada se javljaju i troškovi te garancije, a sve te troškove, koje početno snosi vjerovnik, na kraju plaća dužnik, jer su najčešće sadržani u kamatnoj stopi. To pak znači da i takvi troškovi znatno utječu na cijenu kredita.

4) Visina kreditnog iznosa usko je povezana s prethodnom točkom. Budući da su mnogi troškovi kredita relativno fiksni, troškovi kojima je povodom uzimanja kredita izložen kreditor ne mijenjaju se proporcionalno s visinom kreditnog iznosa. Dapače, **kako se povećava visina kredita, troškovi po jedinici kredita tendiraju smanjivanju, pa kreditor u tom slučaju, najčešće, smanjuje kamatnu stopu za određeni postotak.** Zato neki kreditori i ne odobravaju kredite ispod određenog minimalnog iznosa.

Dakle, nakon razmatranja čimbenika koji djeluju na kratkoročno financiranje kao relativni troškovi, može se reći **da kratkoročno financiranje već zbog svoje cijene ima prednost u odnosu na dugoročno financiranje, i to u mjeri u kojoj je financijski rizik što rezultira iz kraćeg roka dospijeca kredita - niži.** Međutim, ostali čimbenici mogu prevagnuti nad ovim čimbenikom, pa se kod mnogih kratkoročnih kredita ponekad plaća viša kamatna stopa nego kod dugoročnih izvora kapitala. S druge strane, kao što je već rečeno, kratkoročni krediti mogu često puta predstavljati jedino dostupne vrste kredita, jer dugoročni krediti, ako se i odobre manjim i nestabilnim poduzećima, mogu subsumirati previsok stupanj financijskoga rizika.

Ima, **nekoliko izvora kratkoročnog financiranja koji ne uključuju nikakve troškove za poduzeće.** Te smo izvore već spomenuli: **odnose se na ona novčana**

sredstva koja poduzeće duguje zaposlenim radnicima (obračunate a nedospjele nadnice i plaće), **državi** (obračunati a nedospjeli porez na dobitak) ili **vjerovnicima** (obračunate a nedospjele obveze prema dobavljačima), a opseg i trajanje takvog "besplatnog" kratkoročnog kredita ovisi o praksi platnog prometa, o kreditnim uvjetima dobavljača i o uvjetima pod kojima se obračunavaju nadnice i plaće te porez na dobitak.

c) **Kratkoročno financiranje mnogo je fleksibilnije od dugoročnog. Fleksibilnost podrazumijeva sposobnost poduzeća da, kad ima potrebe, osigura odgovarajuća novčana sredstva, te da ih vrati vjerovniku u ugovorenom roku, odnosno čim ta potreba prestane.** Ukupna imovina većine poduzeća stalno se mijenja, a uslijed toga mijenjanja se i potreba poduzeća za novčanim sredstvima koja je izražena ukupnim obvezama prema njihovim izvorima. Neophodne novčane potrebe, dnevne, tjedne, mjesečne ili sezonske, obično se najpovoljnije mogu riješiti uzimanjem kratkoročnih financijskih kredita, a novčana sredstva ostvarena transformacijom pojedinih oblika nepotrebne imovine, mogu se upotrijebiti za podmirenje određenih kratkoročnih obveza.

Dugoročno financiranje nije fleksibilno. Bilo bi financijski vrlo rizično isplatiti nedospjele obveze prema dugoročnim kreditima radi posjedovanja trenutnih financijskih viškova novčanih sredstava, odnosno, radi trenutnih kolebanja prema stvarno utvrđenim potrebama za dugoročnim novčanim sredstvima. **Sposobnost ekspanzije i kontrakcije kratkoročnih kredita po potrebi je povoljna i sa stajališta troškova. Troškovi dugoročnog financiranja nastaju bez obzira na to da li se novčana sredstva koriste ili ne, a troškovi kratkoročnog financiranja nastaju samo kad se ta novčana sredstva stvarno koriste.** Kad se novčana sredstva ne koriste za namjenu za koju su pribavljena, kratkoročni krediti se vraćaju svojim izvorima.

1.3. NEDOSTACI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA

Nedostaci kratkoročnog financiranja mogu se definirati kao: a) učestalost dospijea obveza i b) promjenjivost cijene kapitala.

a) **najveći rizik koji proizlazi iz kratkoročnih obveza predstavlja učestalost dospijea glavnice i kamata. Obveze se moraju podmiriti po dospijecima, inače vjerovnici mogu blokirati žiro-račun dužnika i time zaustaviti (financijsko) poslovanje toga poduzeća.**

Najočitiji ili najneposredniji simptomi većine financijskih promašaja izražavaju se u nesposobnosti poduzeća da uredno podmiruje svoje dospjele obveze, a glavne uzroke tome može se potražiti u lošem menadžmentu, u lošem poslovnom položaju poduzeća, u promjenama navika potrošača, u neadekvatnom obujmu prodaje, u lošoj naplati

potraživanja i sl. Navedene pak okolnosti uvijek vode tehničkoj insolventnosti i neposredno se manifestiraju kao nedostatak slobodnih

novčanih sredstava za podmirenje dospjelih obveza. Time je krug samo prividno zatvoren, jer spomenute okolnosti iznova naglašavaju potrebu za stvaranjem adekvatnog financijskog plana radi pravovremenog podmirjenja dospjelih obveza.

b) Drugi nedostatak kratkoročnog financiranja može se očitovati u skupoći takvih novčanih sredstava, koja ponekad i u određenim okolnostima mogu biti opterećena dosta visokom kamatnom stopom. Na prvi pogled to može izgledati kontradiktornim u odnosu na ranija razmatranja u kojima su navedene prednosti kratkoročnog financiranja. **Određeni uvjeti poslovanja, koji se odnose na kreditni rizik, a zatim razni oblici osiguranja, opća gospodarska situacija i visina kredita, mogu bitno utjecati na visinu kamatne stope koju određuju vjerovnici.**

1.4. OPTIMALNO FINANCIRANJE

Ukupne potrebe za poslovnom imovinom mijenjaju se tijekom godine i tijekom poslovnog ciklusa, a brzina i ritam tih promjena ovise o prirodi poslovnog procesa. U poduzeću sa sezonskom fluktuacijom imovine, osobito tekuće imovine, više nego fiksna, iskazuje praktički sve te promjene. Zalihe se, tako moraju povećati uoči poslovne sezone, a kad dođe period velikih prodaja, zalihe se pretvaraju u potraživanja i na kraju se potraživanja pretvaraju u novčana sredstva. S povećanjem obujma poslovanja se dakle, povećavaju i novčana sredstva, a ona se mogu koristiti za povećanu kupovinu sirovina i materijala, za smanjenje obveza, za isplate vlasnicima, za kupovinu vrijednosnih papira i sl.

Kad se prodaja ostvaruje vrlo slabo, poduzeće tijekom poslovne godine mora održavati barem minimum zaliha, kako bi svojim komitentima osiguralo određene proizvode ili pružalo zadovoljavajuću uslugu. Dok god se prodaje na kredit, bez obzira na opseg te prodaje, u poslovnim knjigama se moraju voditi i određeni, makar minimalni iznosi dospjelih potraživanja, a moraju postojati i barem minimalna novčana sredstva za uredno podmirivanje dospjelih obveza. **Trajne minimalne potrebe za tekućom imovinom u poduzeću mogu se označiti izrazom "trajna tekuća imovina"** ("permanent current assets"). Ta trajna tekuća imovina, mora biti stalno prisutna ako se poslovanje želi uredno voditi. No, tijekom poslovanja, u bilo koje doba poslovne godine, mogu se pojaviti i veće potrebe za tekućom imovinom od minimalnih, a nazivaju se "privremenom tekućom imovinom" ("temporary current assets"). Ona je karakteristična uglavnom samo u određenim periodima poslovanja.

Fluktuacija u potrebama za tekućom imovinom koja do određene granice prati većinu poduzeća, osnova je za teoriju o razgraničenju između kratkoročnog i dugoročnog poslovnog financiranja. Ranije razmatranje ukazalo je na opasnost donosno na nedostatke kratkoročnoga kredita koje proizlaze iz

kratkoga roka dospijeća. Vidjeli smo da je sve potrebe poduzeća za fiksnom i trajnom tekućom imovinom poželjno financirati trajnim kapitalom vlasnika ili dugoročnim kreditima. S obzirom na to da navedene dvije kategorije poslovne imovine traju dok traje i poslovanje, njihovo financiranje ne bi bilo poželjno izvršiti iz tekućih izvora. Ako iz bilo kojeg razloga kratkoročni vjerovnici, koji su financirali trajnu tekuću imovinu, ne bi obnovili kredite nakon njihovog dospijeća ili ako se ti krediti ne bi mogli prolongirati ili zamijeniti novim kratkoročnim izvorima kapitala, poduzeće bi zapalo u teške financijske probleme sa solventnošću, koje bi rezultiralo stečajem odnosno likvidacijom poduzeća. Ako bi pak poduzeće tu trajnu tekuću imovinu u potpunosti financiralo iz dugoročnih izvora novčanih sredstava, opisani problemi ne bi postojali ili bi se rjeđe pojavljivali. S druge strane, ako postoje trajne tekuće obveze, one se mogu koristiti i za financiranje dijela potreba za trajnom tekućom imovinom. Iznos takvih obveza je, u odnosu na potrebe za trajnom tekućom imovinom, u većini slučajeva dosta nizak, ali ga zbog realnosti procjene treba uzeti u obzir.

Privremena tekuća imovina izražava se kao financijski problem na drugačiji način. Jedna od prednosti kratkoročnog financiranja u odnosu na dugoročno očituje se u fleksibilnosti takvog financiranja spram zadovoljavanja vrlo promjenjivih potreba. Praksom angažiranja dodatnih novčanih sredstava samo u trenutku kad se za takvim angažiranjem ukaže potreba, mogu se postići znatnije uštede nego kontinuiranim financiranjem koje se ne može ni reducirati ni povećati u skladu s trenutnim potrebama. Kad poduzeće u svome poslovanju treba privremenu tekuću imovinu za period kraći od godine dana, logično je da će svoju potrebu za takvom imovinom financirati kratkoročnim kreditima. Kako se povećavaju potrebe za privremenom tekućom imovinom, povećavaju se i tekuće obveze; kako se smanjuju zalihe i potraživanja i pretvaraju u novčana sredstva, višak tako dobivenih novčanih sredstava može se koristiti i za podmirenje tekućih obveza. Pažljivim planiranjem i usklađivanjem rokova dospijeća, tako stečeni višak novčanih sredstava može se koristiti i za isplatu obveza što proizlaze iz kratkoročnih kredita, čime se i kamatni trošak svodi na minimum. Ovakva fleksibilnost ne bi bila ostvarena da je ekspanzija privremene tekuće imovine financirana trajnim ulaganjima partnera ili emisijom obveznica i dionica.

Zbog korištenja većih iznos kratkoročnih kredita od potrebnih, većina malih poduzeća teži udaljenju od "optimalnog" koncepta poslovnog financiranja. Takva poduzeća karakterizira tendencija ka prekoračenju sigurnosnog optimuma koja proizlazi iz prevelikog korištenja kratkoročnih izvora financiranja, a kratkoročni se izvori izdašno koriste jer se poduzeća nadaju ostvarenju većega poslovnog uspjeha koji bi trebao proizaći iz većeg obujma poslovanja. Objašnjenje može biti i u činjenici da je tekući dug izmaknuo kontroli, jer poduzeće gubi novčana sredstva zbog lošega poslovanja i kreće u pravcu insolventnosti.

Među vlasnicima poduzeća i menadžmenta postoji mišljenje da je uspješno poduzeće ono koje ostvaruje znatniji obujam povećane prodaje, pa se stalno teži ka određenom stupnju poslovne ekspanzije. Ekspanzija

podrazumijeva veći obujam prodaje zahtijeva višu razinu zaliha i veća potraživanja, a to se odražava na povećanje salda novčanih sredstava. Više novčanih sredstava omogućit će veća ulaganja u poslovni proces, a u većini slučajeva lakše je pribaviti kratkoročni od dugoročnog kapitala. Kod malih poduzeća obično se radi o tome koja novčana sredstva je lakše dobiti, jer kratkoročni kapital, kao što smo već naglasili, može predstavljati i jedinu vrstu kapitala koju mogu pribaviti, osim onih koja su vlasnici spremni reinvestirati iz ostvarenog financijskog rezultata poduzeća.

Drugi slučaj korištenja kratkoročnih kredita za financiranje fiksne imovine pojavljuje se u poduzećima najvišeg kreditnog položaja koja, od banaka ili od drugih izvora financiranja, posuđuju takav kapital za financiranje zamašnije **ekspanzije fiksne imovine**.

Nasuprot brojnim poduzećima koja pojedine segmente svoje fiksne imovine financiraju iz tekućih izvora, postoje i poduzeća koja za financiranje svih ili većine svojih potreba za privremenom imovinom, koriste sigurnije, dugoročne izvore. Vlasnici ili menadžeri takvih poduzeća žrtvuju određeni dodatni dobitak za veću poslovnu sigurnost. S time u vezi, moglo bi se reći da je vjerojatnost korištenja takvog načina poslovnog financiranja veća što je oprezniji menadžment. Moglo bi se reći i to da mnoga poduzeća dolaze u financijsku krizu zato što se oslanjaju isključivo na kratkoročne bankovne kredite koje ima banka obnavlja s vremena na vrijeme. Kad im banka konačno odbije obnavljanje takvih kredita, na koje mnoga poduzeća gledaju kao na stalne izvore financiranja, ta se poduzeća najedanput nađu u strašnom financijskom šoku s nesagledivim poslovnim posljedicama.

Cijena dugoročnog kapitala i okolnost da li ga uopće ima na tržištu, znatno utječe na odnose u korištenju dugoročnog i kratkoročnog kapitala. Velika poduzeća lakše prodiru na tržište kapitala. Ona lakše prodaju i vrijednosne papire, pa im je i potreba za kratkoročnim financiranjem manja. Što je dugoročni kapital, mjereno dugoročnom kamatnom stopom ili stopom povrata koju zahtijevaju dioničari niži, to je vjerojatnije da će poduzeće preferirati dugoročne u odnosu na kratkoročne izvore kapitala. Ako je tržište vrijednosnih papira razvijeno, tada korporacije i vrijednosne papire mogu prodavati pod povoljnim uvjetima, a lakše je potaći i nove poslovne partnere na investiranje u partnersko poduzeće.

1.5. IZVORI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA

U današnjem izlaganju obradili smo i objasnili neke od izvora kratkoročnog financiranja koji poduzeću često stoje na raspolaganju, a sada ćemo ukratko prikazati još neke izvore kratkoročnog financiranja, koje u dosadašnjem izlaganju nismo obradili. To su: a) **trgovački krediti**, b) **komercijalne banke**, c) **financijske kompanije**, d) **faktoring**, e) **komitent**, f)

kuće komercijalnih papira, g) privatne kreditne kompanije, h) vladine agencije i i) ostali izvori .

a) Trgovački odnosno komercijalni krediti, robni krediti ili krediti dobavljača predstavljaju formu kratkoročnog financiranja koju osiguravaju trgovci , proizvođači ili druga uslužna poduzeća. Ta poduzeća odobravaju kredite u nastojanju da povećaju svoju prodaju ili da održe odgovarajuću poslovnu praksu i ugled. Ovdje se ne radi o gotovinskom kreditu, nego o prodaji robe ili usluga koje se ne moraju platiti po preuzimanju, već kasnije, uz izvjestan poček. U svakom slučaju, trgovački krediti predstavljaju najvažnije pojedinačne izvore kratkoročnog financiranja i to bez obzira na to mjeri li se njihova važnost novčanim iznosom kredita u opticaju u određenom periodu, novčanim iznosom kredita neplaćenog na određeni dan ili brojem poduzeća koja taj vid kredita koriste ili ga odobravaju.

b) Komercijalne banke predstavljaju drugi po važnosti izvor kratkoročnog kapitala. Kreditiranje poslovanja poduzeća jedna je od osnovnih njihovih funkcija. Prikupljajući depozite, koji su po svojoj prirodi najčešće novčana sredstva, te banke ih svojom kreditnom politikom i aktivnošću multipliciraju, dakako pod budnom kontrolom centralne banke, i tako ostvaruju novčana sredstva i za kratkoročne plasmane. Njihovi se poslovni krediti općenito odnose na periode do jedne godine i otplaćuje se u ratama.

c) Financijske kompanije su specijalizirane financijske institucije, naročito i osnovane za posuđivanje novčanih sredstava poduzećima. Iz ove su kategorije isključene privatne kreditne kompanije, koje pojedincima posuđuju manje novčane iznose, uglavnom za osobnu potrošnju. Financijske kompanije su manje poznate kao izvor novčanih sredstava u odnosu na banke i većina njihovih kredita je osigurana. No, krediti koji se dobiju od financijskih kompanija uglavnom su skuplji od bankovnih kredita, jer su kompanije specijalizirane za posebne vrste financiranja, pa su im i troškovi korištenja kredita veoma visoki .

d) Faktoring predstavlja dio poslovnih aktivnosti specijalizirane financijske institucije, u domeni kupovine potraživanja od poduzeća, koja se naziva “faktorom”(“factor”). Ove se aktivnosti razlikuju od uobičajenih poslovnih aktivnosti po tome što faktoring podrazumijeva i preuzimanje određenog stupnja rizika zbog moguće nenaplativosti sumnjivog i spornog potraživanja i po tome što svako dodjeljivanje kredita korisniku mora proći određenu kontrolu toga potraživanja.

e) Komitenti ponekad osiguravaju poduzeću kratkoročna novčana sredstva unaprijed, na osnovi ugovora. Radi, se u zapravo, o plaćanju robe ili usluga prije nego je roba isporučena ili prije nego je usluga obavljena. Komitenti mogu, na osnovi ugovora, poduzeću dati predujam novčanih sredstava jer se, na primjer, radi o velikoj narudžbi, koja od proizvođača robe ili dobavljača usluge zahtijeva vezivanje novčanih sredstava za zalihe u znatno većoj mjeri nego što ih proizvođač (prodavalac) obično ima na raspolaganju. U takvom slučaju

proizvođač, trgovac odnosno isporučilac usluge možda ne može posuditi sredstva od banke ili od drugih izvora financiranja zbog svoga slaboga kreditnog položaja, zbog toga što se radi o malome poduzeću ili iz nekog drugog poslovnog razloga. Ako pak komitent, na primjer, robu koju traži ne može nabaviti od nekog drugog poduzeća, on će izvršiti predujam novčanih sredstava poduzeću kako bi pravovremeno dobio željenu robu. K tome, proizvođači zahtijevaju avansno plaćanje osobito prilikom naručivanja neke posebne opreme. U tom slučaju, navedeni avans služi i kao zaštita proizvođača opreme od eventualnog otkazivanja narudžbe nakon što je posao već započet ali i kao izvor tekuće imovine.

f) Kupnju komercijalnih papira najčešće obavljaju kuće komercijalnih papira. To su specijalizirane financijske agencije koje kupuju komercijalne papire korporacije, a zatim prodaju te vrijednosne papire bankama ili drugim investitorima koji, svoja tekuća novčana sredstva žele plasirati u kratkoročna likvidna sredstva.

g) Privatne kreditne kompanije gotovo u cijelosti predstavljaju potrošačke kreditne agencije. Maksimalna visina njihovih kredita ograničena je pozitivnim propisima, ali povremeno kad manja poduzeća hitno trebaju novčana sredstva, ona se mogu kreditno zadužiti i kod ovakvih kompanija.

h) Određeni broj vladinih agencija, ako realno društvene potrebe to zahtijevaju, posuđuje poduzećima novčana sredstva. Njihova je važnost u financijskom menadžmentu vrlo velika. Neke od tih kredita vlada plasira kratkoročno međutim većina vladinih kreditnih aranžmana spada u srednjoročno ili dugoročno financiranje i to najčešće s veoma povoljnim uvjetima otplate i kamatnom stopom.

i) Pod ostalim izvorima podrazumijevaju se direktni novčani krediti koja mala poduzeća ponekad dobivaju od svojih partnera, dioničara, radnika, rođaka ili od svojih bliskih prijatelja. Zbog veličine poduzeća ili zbog slaboga kreditnog položaja, krediti poput ovih ponekad su malim poduzećima i jedini izvori kratkoročnih novčanih sredstava koje mogu pribaviti. Kredit od partnera ili dioničara često puta započinje kao kratkoročni, ali se, zbog potreba poslovanja i bliskih osobnih odnosa vjerovnika i poduzeća ponekad transformira u srednjoročno ili dugoročno financiranje.

1.6. INSTRUMENTI KRATKOROČNOG FINANCIRANJA

Prije upuštanja u proučavanje različitih vrsta kratkoročnog financiranja potrebno je upoznati se s uobičajenim instrumentima kratkoročnog financiranja koji se primjenjuju u općoj poslovnoj praksi. **Instrumenti kratkoročnog financiranja mogu se podijeliti na dvije osnovne grupe. To su: a) dokazi dugovanja i b) dokumenti osiguranja povrata kredita.**

1.6.1. Dokazi dugovanja

Mnogi od dokumenata što se koriste u poslovanju imaju karakteristike vrijednosnih papira koji se mogu unovčiti. To im povećava prenosivost i pogodnost za prodaju, a osigurava i bolju pravnu osnovu njihovom imaoču ili posjedniku. Većina robe u zakonskom smislu nije utrživa. Npr. kupac ukradenog automobila nema pravo na ukradeni automobil bez obzira što u vrijeme kupovine nije da je automobil ukraden. Pravi vlasnik može ga dobiti natrag. S druge strane, nedužni kupac utrživog vrijednosnog papira, ako su ti dokumenti ispravno potvrđeni i potpisani, može podnijeti tužbu protiv počinitelja pod uvjetom da nije znao da se radi o nelegalnim dokumentima. Novac pak posjeduje prenosivost u najpotpunijem smislu riječi, pa ga osoba koja ga (i) nezakonito posjeduje, može neograničeno koristiti za kupovinu roba ili usluga, pri čemu i primalac takvoga novca ima puno zakonsko pravo na njega, ako je djelovao s dobrim poslovnim namjerama.

Pravne se norme moraju precizno poštivati da bi se dokumenti učinili zakonski prenosivim i unovčivim. Ukratko, da bi instrument bio unovčiv, on mora:

- a) biti potpisan sa strane izdavaoca odnosno trasanta, b) sadržani bezuvjetni nalog za isplatu određenoga iznosa, c) imati datum izdavanja i oznaku roka dospelosti, d) biti plativ po naredbi remitenta ili donosioca, e) imati određeno mjesto plaćanja i f) sadržati ime onoga tko treba platiti (trasata).**

Vrijednosni papiri prenose se **indosiranjem i predajom** ili samo predajom, a financijskom menadžmentu osobito je važna prenosivost jer mu ta osobina vrijednosnih papira kod mnogih financijskih instrumenata olakšava prikupljanje novčanih sredstava. Bez takvih mogućnosti, promet roba i usluga, financiranje proizvodnje i distribucije bilo bi znatno sporije.

U grupu dokumenata kojima se dokazuje dugovanje spadaju:

- a) knjiga računa prodaje, b) komercijalni papiri, c) vlastita mjenica, d) trasirana mjenica, e) trgovački akcept i f) bankovni akcept.**

a) Knjiga računa prodaje predstavlja vjerovnikovu evidenciju potraživanja koja rezultiraju iz odobrenja trgovačkih kredita evidentiranih na temelju ispostavljenih računa. Što se tiče dužnika, oni svoje dugovanje evidentiraju na osnovi primljene robe ili izvršene usluge odnosno na osnovi primljenog od vjerovnika. Npr. račun za isporučenu robu sadrži popis robe i njihovih cijena, datum otpreme, kreditne uvjete odnosno njegovo dospijanje.

b) Komercijalni papiri ("commercial papers") su dužnički vrijednosni papiri koje izdaju korporacije radi pribavljanja kratkoročnih novčanih sredstava, a najčešće se prodaju u blokovima, kućama komercijalnih papira. Ti papiri investitoru nose kamatni prinos, odnosno češće se prodaju uz popust - diskont. Kupac vrijednosnog papira zarađuje tako što kupuje vrijednosni papir po nižoj vrijednosti od nominalne, a zatim ga drži do datuma dospijanja i naplati cijenu

njegovog nominalnog iznosa. Kako pozajmljivanje novčanih sredstava na osnovi komercijalnih papira što cirkuliraju na otvorenom novčanom tržištu nije rezultat izravnih pregovora između dužnika i vjerovnika, kao kod uzimanja bankovnih kredita, ime kreditora ne pojavljuje se na takvim vrijednosnim papirima. Oni su plativi po naredbi izdavaoca, a zatim indosirani zapisom na poleđini, kako bi bili unovčivi, kao što npr. pojedinac napiše ček u svoju korist, odnosno indosira ček na sebe kada dođe u banku da ga unovči. Posuđeni iznos naznačen je na vrijednosnom papiru jer dužnik, pomoću određenog broja izdatih vrijednosnih papira koji glase na prikladno zaokružene novčane iznose, obično odjednom posuđuje velike novčane iznose.

Vlastita imenica ("promissory note", "single bill", "note of hand", "sola bill", "sola of exchange") predstavlja pismenu bezuvjetnu samostalnu obvezu izdavaoca mjenice odnosno trasanta, da će na zahtjev korisnika ili na njegovu naredbu drugom imaocu mjenice, točno utvrđenoga datuma, isplatiti sumu novaca utvrđenu mjenicom. Mjenica obvezno ima oznaku da je mjenica, bezuvjetno obećanje da će se određena svota platiti, oznaku dospelosti, mjesto gdje će se plaćanje izvršiti, ime onoga kome se ili po čijoj se naredbi mora platiti, oznaku dana i mjesta izdavanja, te potpis izdavaoca mjenice. Iz navedenoga se vidi da ova mjenica nema trasata pa se i ne akceptira, a obveza njezinog trasata odgovara obvezi akceptanta trasirane mjenice.

d) Trasirana ili vučena mjenica ("bill of exchange", "draft") predstavlja bezuvjetnu pismenu naredbu kojom trasant nalaže trasatu da remitent, ili po njegovoj naredbi drugom imaocu mjenice, u određenom trenutku isplati naznačeni iznos. Mnogo sličnosti imaju obični bankovni čekovi. Ček je u suštini pismena naredba banci da se svota novca naznačena na čeku isplati osobi u čiju je korist ček izdan, te da se taj iznos odbije s računa izdavaoca naredbe.

Trasirana mjenica dolazi u funkciju nakon što je trasat odnosno osoba na koju je mjenica vučena prihvati i time postane glavni mjenični dužnik odnosno nakon što izvrši akcept mjenice, pa remitent tek tada može ostvarivati različita prava s osnova izdate mjenice, osobito ako je avalirana.

Trasat akceptira mjenicu stavljanjem svoga potpisa na lice mjenice. Najčešće se mjenica akceptira stavljanjem potpisa trasata u donji desni kut ispod potpisa trasanta, s lijeve strane poprečno, ali ne preko mjeničnog teksta. Međutim, potpis trasata može biti na bilo kojem dijelu lica mjenice, s time da uz potpis trasata bude oznaka "akceptirano" ili "prihvaćam" ili "priznajem" ("accepted"), odnosno neka druga riječ koja ima isto značenje. Također se dodaje ime banke kod koje je mjenica naplativa i datum plaćanja.

Da bi mjenica bila osigurana, ona mora sadržavati i prazan prostor za potpis avaliste; avalist se potpisom obvezuje da će na prvi poziv remitenta isplatiti mjeničnu sumu, ako to ne učini trasat.

Mjenica se može prenositi putem indosmenta ("endorsement") odnosno potpisom indosmenta na poleđini vrijednosnog papira ili na dodatnom listu mehanički povezanim s vrijednosnim papirom, ako na njemu više nema mjesta za potpis. Taj se dodatni list naziva alonž ("counterstock", "renewal coupon"). Novi vjerovnik može svojim indosmentom, dalje prenesti vrijednosti papir u korist sljedećeg vjerovnika odnosno indosatra, čime dosadašnji vjerovnik postaje indosantom u odnosu na novog vjerovnika. Ako je vrijednosni papir indosiran, indosator može od indosanta tražiti plaćanje dospjele tek ako dužnik ne podmiri svoju obvezu.

Mjenica može ali i ne mora sadržavati kamate. Ako ih sadrži, mjenični prihod novog imaoaca rezultira iz diskontirane nominalne vrijednosti mjenice kao i kod kupovine komercijalnih papira na otvorenom novčanom tržištu.

e) Trgovački akcept predstavlja prihvata trgovačke ili robe (trasirane) mjenice koja je namijenjena samo jednoj posebnoj namjeni - trgovačkim transakcijama koje zamjenjuju knjigu računa prodaje. Trasirana mjenica koju je izdao prodavalac u vrijeme prodaje, kako bi osigurao posebnu pošiljku ili transakciju, kad je akceptira kupac, za prodavaoca postaje i priznanjem da je kupac primio robu odnosno priznajem duga sa strane kupca.

f) Bankovni akcept je prihvata kojim se mjenica, umjesto na dužnika, vuče na banku akceptanta. Koristi se gotovo isključivo za vanjsku a rjeđe za unutarnju trgovinu. O stranim se komitentima uglavnom manje zna nego o domaćim i teže je dobiti adekvatne kreditne informacije o njima. Zato im prodavaoci obično ne žele odabrati trgovački kredit kao što bi to učinili domaćim komitentima. Kako su banke sigurniji komitenti, prodavalac će biti spreman poslati robu kada komitent od svoje banke bude u stanju ishoditi akcept mjenice koja je vučena na njezino ime. Banka koja je izvršila akcept mora se tada pobrinuti da joj kupac dostavi potrebna novčana sredstva prije nego dospije njegova obveza na temelju akcepta. Ako pak banka izvrši plaćanje, ona odmah tereti i račun kupca.

1.6.2. Dokumenti osiguranja povrata kredita

Kreditni položaj mnogih poduzeća je takav da ona često puta ne mogu posuditi novčana sredstva bez određenih garancija, ili bez garancija mogu posuditi samo ograničeni novčani iznos. Određena imovina poduzeća ili vlasnika može biti prikladna kao instrument osiguranja povrata posuđenog novčanog iznosa, ali u većini slučajeva nije praktično vjerovniku predati fizičko vlasništvo nad tom imovinom, jer vjerovnici nemaju objekte za njihovo uskladištenje ili za vođenje brige o toj imovini, a dužnici u mnogim slučajevima moraju zadržati pravo vlasništva kako bi nesmetano obavljali svoje poslovanje. Ove poteškoće mogu se ukloniti upotrebom dokumenata pravnog potraživanja odnosno dokazima o vlasništvu nad određenom imovinom. U tom smislu postoje različite vrste dokumenta koji omogućuju opterećenje takve imovine i predstavljaju prikladno osiguranje povrata kredita. U takve dokumente spadaju: a) skladišna potvrda, b)

brodski tovarni list, c) potvrda o zalogu, d) hipoteka na pokretnu imovinu, e) cesija, f) asignacija i sl.

a) Skladišna potvrda ili skladišnica je dokument koji izdaje skladišno poduzeća za robu uskladištenu u javnome skladištu. Tim dokumentom se potvrđuje da je u tom skladištu pohranjena određena količina navedene i opisane robe. Skladišnice mogu glasiti na ime ili na donosioca, a kao takve mogu biti i instrument osiguranja povrata kredita.

b) Brodski tovarni list, konosman ili teretnica je pismeni sporazum između pomorskog vozača i špeditera kojim se vozač obvezuje da će uz određenu naknadu primaocu naznačenom u pomorskom konosmanu prevesti i isporučiti određenu robu. Teretnica služi kao potvrda da je roba isporučena vozaču, kao ugovor za prijevoz i isporuku robe primaocu, te kao dokaza prava vlasništva nad poslanom robom. Prijenosom konosmana na drugu osobu prenosi se i pravo raspolaganja robom koja se prevozi i za koju je konosman izdan. Da bi imalac konosmana mogao što bolje prodati robu na raznim tržištima, indosiranje se obavlja na originalnom primjerku konosmana. Kad brod stigne u odredište, kapetan izdaje robu onoj osobi koja raspolaže originalnim primjerkom konosmana odnosno osobi na koju je konosman indosiran.

c) Potvrda o zalogu je dokument koji vjerovniku daje pravo vlasništva nad robom, pri čemu, ako se radi o velikim količinama, fizičko vlasništvo ostavlja dužniku. Potvrda o zalogu daje mogućnost i pravo vjerovniku da imovinu na koju se potvrda odnosi može prodati, uskladištiti ili preraditi, a prihod od prodaje upotrijebiti za naplatu duga, čime vjerovnik štiti svoj poslovni interes.

d) Hipoteka na pokretnu imovinu sastoji se od izdate vlastite mjenice potpisane od strane dužnika i davanja pokretne imovine kao garancije za izdatu mjenicu. U općeprihvaćenoj svakodnevnoj praksi smatra se da se hipoteka odnosi na nekretnine, zemlju ili zgrade. Hipoteka na pokretnu imovinu znači davanje pokretne imovine kao garancije za razliku od nepokretne imovine. U svakom pogledu ta je hipoteka slična hipoteci na nekretnine. Pokretna imovine može biti u pojedinim oblicima fiksne i tekuće imovine. Ako je imovina služila kao instrument osiguranja povrata kredita, u slučaju nepoštivanja dogovorenih uvjeta, vlasnik hipoteke stječe pravo na tu imovinu.

e) Cesija ili ustupanje potraživanja predstavlja prijenos potraživanja dosadašnjeg vjerovnika na novog vjerovnika, a da pritom dužnik i samo potraživanje ostaju isti. Pravna osnova cesije može biti različita: kupoprodaja, kreditiranje, zalaganje, darivanje i sl., a objekt cesije mogu biti postojeća i buduća potraživanja, ako su dovoljno određena i izvjesna.

f) Asignacija predstavlja pravni posao kojim dužnik ovlašćuje svog dužnika da on svoj dug ne isplati njemu, nego njegovu vjerovniku. Poduzeće

obično u stavkama aktive imaju potraživanja koja se mogu koristiti kao određeni vid osiguranja za traženi kredit.

Druga uobičajena vrsta asignacije, koju koriste manja poduzeća, je asignacija osiguranja kojima poduzeće osigurava živote svojih radnika, odnosno asignacija osobnih životnih polica vlasnika. Ustupanjem police kao dodatnog osiguranja, daje se kreditoru pravo ubiranja naknade koju pruža polica za slučaj pojave osiguranog slučaja ili se daje pravo vlasništva nad policom osiguranja u slučaju ne vraćanja kredita.

Dionice u vlasništvu poduzeća, njegovih radnika ili vlasnika uobičajena su vrsta dodatne garancije. Kreditor neće izvršiti plasman novčanih sredstava, uz dionice kao garanciju, ako mu dužnik ne da mogućnost izričitog prava vlasništva nad njima. To se postiže tako da vlasnik ispuni obrazac o asignaciji u korist kreditora i uruči mu ga zajedno s dionicom i mjenicom čim se provede kreditna transakcija. U slučaju neplaćanja dospjelih obveza kreditor na osnovi obrazaca o asignaciji i posjeda dionica, kod ovlaštenih posrednika za prijenos, prenosi dionice na svoje ime. Ako se kredit podmiri po dospijeću, asignacija se poništava i dionice se vraćaju dužniku.

2. TRGOVAČKI ROBNİ KREDITI

U analizi trgovačkih kredita prvenstveno ćemo poći sa stajališta dužnika, poduzeća koje koristi trgovački kredit. S toga stajališta trgovački kredit predstavlja jedan od brojnih izvora novčanih sredstava. Nakon potpunije definicije sagledat ćemo stupanj njegove važnosti kao izvora kratkoročnih novčanih sredstava. Zašto se koristi? Zašto se odobrava? Koji čimbenici uvjetuju visinu trgovačkog kredita? Kolika je njegova cijena? Odgovori na ova pitanja moraju biti poznati da bi se potpuno objasnio trgovački kredit kao izvor novčanih sredstava. Osim toga, da bi u potpunosti iskazali pogodnosti koje pruža trgovački kredit, financijski menadžeri moraju, u domeni određivanja iznosa i uvjeta pod kojima se kredit odobrava, poznavati vjerovnikov način poslovnog razmišljanja.

2.1. DEFINICIJA TRGOVAČKOG (ROBNOG) KREDITA I NJEGOVA VAŽNOST

Trgovački kredit ("trade credit") je kredit koji prodavač odobrava kupcu na svim razinama proizvodnog i distributivnog procesa. Razvojem tehničko-tehnološke, proizvodnje i uslužne specijalizacije, roba prolazi kroz mnoge proizvodne i distributivne procese prije nego konačno stigne do potrošača. Trgovački kredit može se koristiti za kupovinu sirovina i materijala, odnosno za nabavu roba ili usluga što će se koristiti u različitim etapama procesa proizvodnje i distribucije.

Da nema široke upotrebe trgovačkih kredita, nije sigurno da bi cjelokupno gospodarstvo dostiglo adašnju razinu industrijske proizvodnje, nacionalnog dohotka i nacionalnog blagostanja. Uz postojeće stroge uvjete o posuđivanju novčanih sredstava odnosno uz aktualne stroge zahtjeve i financijskih kompanija, njihovi krediti ne bi mogli popuniti prazninu koja bi nastala ukidanjem trgovačkih kredita.

2.2. INSTRUMENTI TRGOVAČKOG KREDITA

U instrumente trgovačkog kredita spadaju: a) knjiga računa prodaje, b) trgovački akcept i c) vlastite mjenice.

a) Knjiga računa prodaje, o kojoj smo već govorili u prethodnome poglavlju, odnosno ispostavljeni računi, osnova su za dokazivanje potraživanja većine neplaćenih dospjelih kreditnih obveza. Kreditor, na kontima glavne knjige, evidentira iznose odobrenoga kredita i troškove po svakome dužniku. Dužnik računovodstveno evidentira svoje obveze na osnovi računa koji je primio za isporučenu robu. U nekim slučajevima kreditori šalju komitentima mjesečne izvode u kojima je naveden saldo duga po odobrenom kreditu.

b) Trgovački akcept koristi se samo u određenim trgovačkim transakcijama. On za kreditora ima veću vrijednost od knjige računa prodaje jer ga snabdijeva vjerodostojnom pismenom potvrdom o potraživanju. Kako je dužnik stavio svoj potpis na trasiranu mjenicu, koja predstavlja formalno-pravni dokument, na njega će biti izvršen i jači pritisak da podmiri svoje dospjele obveze. Akceptirana trasirana mjenica prezentira se na naplatu putem bankovnih kanala, pa će banka dužnika biti upoznata ako je dužnik odbio platiti obvezu. Daljnja prednost koju trgovački akcept donosi kreditoru je u tome što akceptirana trasirana mjenica od strane dužnika predstavlja unovčivi kreditni instrument. Ako su kreditoru potrebna novčana sredstva prije dospeljeća mjenice, on može ponuditi banci da ona otkupi mjenicu odnosno da izvrši eskontiranje mjenice. Metodom prodaje putem računa prodaje, trgovačka se potraživanja također mogu pretvoriti u novčana sredstva, ako se prodaju ili daju kao garancija za određeno kreditno dugovanje, ali uglavnom uz znatno veće probleme i uz veće troškove osiguranja povrata kredita.

c) Vlastite se mjenice rijetko koriste u direktnoj i konstantnoj kupovini roba od stalnih prodavalaca ili isporučilaca usluga, i to iz istih razloga iz kojih se ne koriste trgovački akcepti. Vlastite mjenice imaju određene prednosti za kreditore jer predstavljaju neodgodive naloge kupcima da o roku dospeljeća podmiru dospjele obveze. Inače se vlastite mjenice, u poslovanju s trgovačkim kreditima, koriste kao sredstvo reguliranja naplate kredita. Tako, ako kupac ne može isplatiti svoju dospjelu obvezu unutar regularnog ili ugovorenoga kreditnoga roka, ako je uručio potpisanu mjenicu, može mu se odobriti dodatni period u kojem mora podmiriti svoje dospjele obveze. Očekuje se da će izdata mjenica, o

novome roku dospijeća, izvršiti veći pritisak na dužnika kako bi podmirio već odavno dospjelu kreditnu obvezu.

2.3. EKONOMIKA TRGOVAČKIH KREDITA

Ekonomika trgovačkih kredita može se promatrati kroz: a) razloge za korištenje trgovačkoga kredita, b) razloge za odobravanje trgovačkoga kredita, te kroz c) supstitutni kredit.

a) U razmatranju razloga za korištenje trgovačkog kredita posebnu pozornost treba posvetiti: 1) prikladnosti i neformalnosti, 2) dostupnosti i 3) cijeni kapitala.

1) Trgovački kredit odobrava se prilikom kupovine robe koju kupcu isporučuje vjerovnik nakon narudžbe koja se može dati usmeno ili pismeno.

Odobrenje odnosno doznaka novčanih sredstava poduzeća, financijska institucija uvjetuje i izdavanjem instrumenata za osiguranje povrata kredita odnosno za podmirenje obveze u roku dospijeća. Ako dužnik u roku dospijeća ne podmiri dospjelu obvezu, vjerovnik može dati na naplatu ranije dobiveni instrument osiguranja povrata kredita, a to pak može poduzeće dovesti do likvidacije ili mu može znatno narušiti ugled i reputaciju koju je stjecalo godinama. Neplaćanje dospeloga duga na osnovi trgovačkoga kredita, nema po kupcu (dužniku) tako teške financijske posljedice. Ako je poduzeća (dužnik) s kojim je uspostavljena dugotrajna poslovna suradnja par dana ili tjedana insolventno, i ako se to ne događa često, vjerovnik ne mora odmah pokrenuti postupak za prisilnu naplatu duga. Takav nenaplaćeni dug može se u kreditnom izvještaju vjerovnika prikazati kao "usporeno plaćanje". Ako je to rijedak slučaj, imat će i neznatan utjecaj na opće kreditno mišljenje vjerovnika o svome dužniku.

2) Trgovački kredit predstavlja vrstu kredita koja se najlakše dobije: najlakše u smislu da se može pribaviti i onda kad su poduzeću svi drugi izvori kapitala nedostupni. Postoje tisuće malih poduzeća čiji je kreditni položaj takav da se ne mogu kreditno zadužiti kod neke standardne kreditne institucije. S druge strane, i veća poduzeća, koja od banaka, financijskih kompanija ili drugih institucija mogu dobiti kratkoročna novčana, nalaze da su ti institucijski izvori kapitala previše ograničeni i kruti u usporedbi s trgovačkim kreditima.

Nakon sveobuhvatne analize menadžeri će potencijalnim kupcima ponuditi prodaju putem trgovačkih kredita, jer kad takvi vjerovnici jednom dobiju novog kupca, oni će se nadati i novim budućim prodajama koje će im donijeti dodatnu profitabilnost. Kad se kupac ustali, i financijski se rizik u smislu eventualnoga kreditnoga gubitka - smanjuje. S druge strane, većina financijskih institucija najčešće i ne pridaje ono značenje profitabilnosti buduće aktivnosti s dužnikom koju joj pridaju proizvođači, trgovci na veliko ili isporučioци usluga.

3) U nekim slučajevima poduzeće koristi trgovački kredit jer je njegova cijena niža od ostalih izvora kapitala ili se barem čini nižim. Kod posuđivanja novčanih sredstava od banaka ili od financijskih kompanija kamatna stopa je u pravilu unaprijed utvrđena, a u toj varijanti zaduženja mogu postojati i troškovi druge vrste koji proizlaze iz zahtijeva kreditora za osiguranjem povrata kredita sa strane dužnika.

Nasuprot tome, vjerovnici svojim kometentima za prodane proizvode, robu ili za isporučene usluge mogu na novčana plaćanja odobriti razne oblike moratorija. Osim toga, vjerovnici odobravaju komitentima određene popuste za gotovinska plaćanja unutar određenog perioda, a omogućuju im i odlaganja plaćanja ako to osobito negativno ne djeluje na financijsko poslovanje vjerovnika i sl. Ako vjerovnik želi pozitivno poslovati, njegova prodajna cijena tijekom vremena mora pokriti sve troškove poduzeća, pod čime se podrazumijevaju i troškovi odobrenoga kredita.

U izvjesnim slučajevima, zbog nedostatka slobodnoga kapitala za financiranje trgovačkih kredita, vjerovnici se i zadužuju kod banke. Cijena takvoga trgovačkoga kredita mora sadržavati i visinu kamatne stope na primljena kreditna sredstva od banke s kojom se podržava odobreni kredit.

b) Trgovački kredit može se odobriti radi: 1) ostvarenja povećanog neto dobitka i 2) poslovnih običaja.

1) Osnovni razlog za odobravanje kredita kupcima je ostvarivanje većeg neto dobitka. Ako se kupcima dozvoli da preuzetu robu kasnije plate, poduzeće može prodavati robu i onima koji momentalno nemaju novčanih sredstava. S povećanjem prodaje vjerovnik može i sniziti svoju prodajnu cijenu, jer smanjena neto poslovna marža uz veći obujam prodaje može donijeti i veći ukupni neto dobitak prodavaocu odnosno pozitivne neto novčane tokove, pri čemu određenu korist stječe i kupac.

2) Većina novih proizvođača, distributera i isporučilaca usluga u okviru poslovne grupacije ne može slobodno birati da li će svoje proizvode, robe i usluge prodavati na kredit ili samo u gotovom, a niti može određivati svoje uvjete za prodaju odnosno za odobravanje kredita. Ako žele prosperirati u grupacijskom okruženju, moraju se prilagoditi već postojećim kreditnim kondicijama i običajima. Ako poslovna grupacija svima osim financijski nediscipliniranim kupcima odobrava kredite, novo poduzeće neće privući mnogo, ako istovremeno zahtijeva gotovinsko plaćanje, osim ako unatoč postojećoj konkurenciji nije u mogućnosti ponuditi velike popuste za takav vid plaćanja. A novo poduzeće najčešće nije u financijskoj poziciji da to učini. Zato nova poduzeća u pravilu prihvaćaju kreditnu praksu koja vlada u okviru poslovne grupacije.

c) Sljedeći aspekt ekonomike trgovačkoga kredita odražava međusobni odnos trgovačkog i ostalih vrsta poslovnih kredita. Kredit dobiven od dobavljača predstavlja, kao što smo već rekli, samo jedan od brojnih izvora novčanih sredstava poduzeća. Mnogi čimbenici, međutim utječu na iznos trgovačkog kredita, pri čemu je jedan od glavnih čimbenika raspoloživost alternativnih novčanih sredstava. Već samo izbor jednog izvora novčanih sredstava umjesto drugog može izravno utjecati na proizvođače, distributere, isporučioce usluga i kupce.

Ako trgovina na malo raspolaže velikim iznosom vlastitoga kapitala, ona će od trgovine na veliko koristiti samo beznačajne iznose trgovačkoga kredita. Takva situacija pak znači da će poduzeća nabavku sirovina i materijala financirati iz vlastitih novčanih sredstava, pri čemu će minimizirati upotrebu trgovačkih kredita, a time i obveze prema svojim vjerovnicima. S druge strane, ako poduzeća ekstenzivno koriste trgovačke kredite, njihovi će vjerovnici biti prinuđeni držati relativno velika novčana sredstva u potraživanjima. Ako nemaju vlastiti kapital, oni moraju pribaviti kapital iz nekog tuđeg izvora, vjerojatno korištenjem trgovačkih kredita od svog vjerovnika, odnosno prosuđivanjem od banaka ili od drugih financijskih institucija.

Dakle, trgovački kredit predstavlja važno sredstvo poslovnog financiranja. On prebacuje teret pribavljanja novčanih sredstava s poduzeća koje koristi trgovački kredit na poduzeće koje takav kredit može pružiti. Poduzeća koja imaju slobodni vlastiti kapital, odnosno koja imaju solidan kreditni položaj, mogu mnogo lakše odobravati trgovačke kredite svojim komitentima. Takvi kreditori, motivirani povećanjem prodaje radi minimiziranja fiksnih troškova, posebno su zadovoljni svojom tržišnom pozicijom, poznavanjem uvjeta prodaje, te ekonomičnim upravljanjem takvom vrstom kredita.

2.4. ČIMBENICI KOJI ODREĐUJU VISINU TRGOVAČKOGA KREDITA - SA STAJALIŠTA DUŽNIKA

Na visinu trgovačkog kredita, globalno gledano sa stajališta dužnika, mogu djelovati sljedeći čimbenici, a) sezonske oscilacije zaliha, b) vrsta poslovanja aktivnosti, c) veličina poduzeća, d) solventnost i e) ostali čimbenici.

a) Kad postoje sezonske oscilacije u količinama potrebnih zaliha, javljaju se i veće potrebe za kratkoročnim kreditima za financiranje odnosno za pokrivanje tih oscilacija. Visina trgovačkoga kredita ovisit će o cijeni kapitala i o spremnosti vjerovnika da financira povećanje poslovne potrebe dužnika.

b) Poduzeća koja se bave trgovinom, proizvodnjom odnosno poduzeća čija su ulaganja u stavkama aktive znatna, koristit će veće iznose trgovačkih kredita od poduzeća koja proizvode dobivaju iz velike količine uloženoga ljudskoga rada.

c) Općenito govoreći, što je poduzeće manje, veća je i potreba za trgovačkim kreditima. To je zbog općenito lošijeg kreditnog položaja malih poduzeća u usporedbi s velikim poduzećima. Mnoga mala poduzeća imaju tako loš kreditni položaj da ne mogu očekivati nikakve bankarske kratkoročne kredite, a trgovci su jedini koji će preuzeti izvjestan stupanj financijskoga rizika kako bi prodali svoju robu.

d) Dobrovoljno ograničenje upotrebe trgovačkoga kredita je ograničenje kupovanja na kredit koje menadžer nameće sam sebi. On bi trebao, bolje od neke neupućene osobe, ocijeniti mogućnost poduzeća da o rokovima dospijeća kredita podmiri dospijeće obveze. On će, prema tome, svoju kupovinu uglavnom ograničiti prema stvarnim potrebama i mogućnostima poduzeća. Dakle, menadžer neće u skladištu nagomilavati robu koja se u bližoj budućnosti ne može prodati, ako se, da bi podmirio svoje dospjele obveze, mora osloniti isključivo na gotovinsku prodaju.

e) Ostali čimbenici koji mogu značajno utjecati na upotrebu trgovačkoga kredita sa stajališta dužnika su uvijek kreditiranja, raspoloživost ostalih oblika financiranja i sl.

2.5. ČIMBENICI KOJI ODREĐUJU VISINU TRGOVAČKOGA KREDITA - SA STAJALIŠTA VJEROVNIKA

Na visinu trgovačkoga kredita, sa stajališta vjerovnika, mogu djelovati sljedeći čimbenici: a) kreditni položaj dužnika i vjerovnikova motivacija, b) trgovački običaji, c) dostupnost potrebnih novčanih sredstava vjerovniku i d) potreba za prodajom .

a) Kao i kod drugih kreditnih institucija, kreditni položaj dužnika osnovni je čimbenik što i kod trgovačkih kredita utječe na odobravanje kredita i na određivanje visine iznosa i kreditnih uvjeta. Prije donošenja odluke o kreditu vjerovnici posebnu pažnju posvećuju analizu: prvo, neto poslovne marže koja se uglavnom pojavljuje prilikom prodaje proizvoda, roba ili usluga, drugo, svojeg budućeg poslovanja s dužnikom odnosno kupcem u smislu ocjene da li će to i doprinijeti daljnjem povećanju novčanih primitaka odnosno neto dobitku, te treće, mogućnost preuzimanja financijskog rizika što proizlazi iz angažiranja vlastitoga kapitala.

Da bi nadomjestili izdatke usmjerene u trgovačke kredite i da bi osigurali dovoljno novčanih sredstava za daljnju prodaju na kredit, vjerovnici ponekad posuđuju novčana sredstva od banaka ili koriste trgovački kredit od svojih vjerovnika, ali ipak, većinu poslovne imovine koja tom vjerovniku služi za kreditiranje kupaca predstavlja njegov vlastiti kapital.

Kreditni položaj dužnika i vjerovnikova motivacija mogu se promatrati, procjenjivati i sagledavati kroz: 1) probleme pribavljanja kreditnih informacija, 2)

izravno utvrđivanje boniteta, 3) trgovačke agencije i kreditne urede, 4) informacije iz glavne knjige, 5) ostale izvore kreditnih informacija i kroz 6) analizu financijskih izvještaja.

b) Trgovački ili proizvođački običaji predstavljaju također čimbenik koji značajno utječe na odluku o kreditnoj prodaji i na visinu iznosa kredita. Kod većine prodavalaca se npr. javlja tendencija standardizacije rokova prodaje koja proizlazi iz višegodišnjeg iskustva. Tako poduzeća s dugim kreditnim rokovima imaju u pravilu veće iznose nenaplaćenih dospjelih potraživanja nego poduzeća s kraćim rokovima dospjeća otplate.

c) Vjerovniku je iznos kredita koji može odobriti kupcu ograničen visinom vlastitog i tuđeg kapitala koji je već uložen u poduzeće i visinom dodatnoga kapitala koji se može dobiti. Ova dostupnost kapitala značajno je ovisna o poslovnom ponašanju konkurencije. Ako konkurencija teži prodaji na kredit uz određene rokove dospjeća, vjerovnik bi morao imati dovoljno vlastitog ili tuđeg kapitala da bi prodavao poput njegovih konkurenata i da bi opstao na tržištu.

d) Kredit se može koristiti kao konkurentsko sredstvo tijekom promocije prodaje. Kreditni uvjeti, prihvatljiviji od onih u konkurentskih poduzeća, ponekad se koriste kao poticaj za privlačenje kupaca i za povećanje prodaje. Ako se cijene i kvaliteta ponuđenih proizvoda, roba ili usluga kod istih vjerovnika iste, posao će dobiti vjerovnik koji odobri duži rok povrata kredita.

2.6. KREDITNI ROKOVI I NJIHOVO ZNAČENJE

2.6.1. Kreditni period

Duljina perioda na koji se kredit odobrava, u znatnoj mjeri ovisi o poslovnoj djelatnosti poduzeća. U praksi postoje znatne razlike u duljini rokova otplate kredita koje nude različiti vjerovnici iste proizvodne grupacije, a razlikuju se i rokovi povrata kredita, koje različitim kupcima nude isti prodavaoci. Neki od važnijih razloga koji utječu na razlike u rokovima povrata trgovačkih kredita su: a) obrt zaliha, b) kreditni rizik, c) konkurentski položaj vjerovnika, d) financijsko stanje vjerovnika, te e) promjene u ciklusu poslovanja.

a) Kreditni termini teže se usklađivaju usporedo s vremenom koje je potrebno da se roba koja je prodana kupcu transformira u novčana sredstva. na primjer, kupac prima robu s obvezom da će podmiriti svoje obveze prema vjerovniku kad robu proda i kad je naplati od svog dužnika. Kraći kreditni period doveo bi do toga da bi kupac, radi nesmetanog držanja zaliha, morao, osigurati kapital iz vlastitih ili iz tuđih izvora. Duži rokovi za podmirenje obveza što proizlaze iz preuzete i prodane robe, značili bi da vjerovnik mora financirati i druge financijske aktivnosti kupca, za koje on nema posebnog interesa. Zato je u praksi uobičajeno da rok povrata kredita bude nešto kraći od razdoblja

transformacije zaliha u novčana sredstva, kako bi kupac dijelom i sam financirao dio svojih zaliha .

b) Radi smanjenja mogućega kreditnoga rizika, kupci će, ako nemaju drugih mogućnosti, prihvatiti i rokove koji su kraći od standardnih rokova plaćanja. Takav termin odnosno rok može biti "plaćanje prilikom isporuke", i ono (plaćanje) ne uključuje kreditiranje kupca.

c) Proizvođači, trgovci na veliko i isporučioци usluga koji imaju stalne kupce, mogu nametnuti i povoljnije rokove povrata kredita od rokova koje nude nova poduzeća ili poduzeća koja uvode novi proizvod ili uslugu.

d) Poduzeće čiji je poslovni kapital vrlo malen, a mogućnosti dobivanja bankovnih kredita nesigurna ili ograničena, može biti prisiljeno skratiti kreditne rokove i time smanjiti obujam svoga poslovanja. Druga alternativa takvome poduzeću može biti zadržavanje uobičajenih rokova uz smanjenu prodaju zbog nemogućnosti pribavljanja kvalitetnih izvora financiranja.

e) U ulaznoj fazi ciklusa novoga proizvoda potraživanja za robom je velika i takvu je robu u pravilu lako prodati. Prodavač je tada u položaju da diktira rokove plaćanje. No, on može biti primoran i smanjiti svoja novčana ulaganja u potraživanja kako bi financirao ekspanziju ostalih poslovnih aktivnosti. Silazna faza proizvoda nudi upravo obrnutu situaciju. Unatoč smanjenoj potražnji, kreditni rokovi mogu se produžiti zbog potrebe za održavanjem profitabilnog nivoa prodaje.

2.6.2. Klasifikacija kreditnih termina

Kreditni termini mogu se klasificirati na: a) plaćanje unaprijed, b) plaćanje prilikom isporuke, c) plaćanje u gotovom, d) odgodu plaćanja, e) valutiranje i na f) ostale termine.

a) Termin "plaćanje unaprijed" ("cash before delivery" - "C:B:D:") koristi se kad je kreditni rizik tako velik da prodavač ne želi poslati robu prije nego što je kupac plati. Ovaj termin ne uključuje kreditiranje.

b) Termin "plaćanje prilikom isporuke" podrazumijeva i termin "uz predočenje i uručenje originalne teretnice" ("sighting bill of lading" - "S.B.L."), a primjenjuje se u slučajevima kad se roba šalje putem pomorskog vozara. Ovaj termin uključuje određenu vrst kreditiranja i kao takav smatra se povoljnijim od termina "C.B.D.". Dakle, u ovome slučaju, prodavač šalje originalni brodski tovarni list banci kupca koji je od nje otkupljuje i uručuje brodaru prilikom preuzimanja robe.

c) Termin "plaćanje u gotovom" ("cash"), kao kreditni termin, obično podrazumijeva plaćanje u okviru unaprijed utvrđenog perioda, npr. u roku od 10 dana. Ovo odgođeno plaćanje odobrava se kako bi se omogućio prijevoz i

pregled robe te provjera računa. Kad prodavač isporučuje robu kamionom, kao na primjer za trgovinu mješovitom robom, kreditni termini mogu značiti "plaćanje prilikom isporuke robe".

d) Veletrgovina najčešće odobrava malotrgovini određenu vremensku odgodu za plaćanje računa. Ponuđena odgoda može podrazumijevati plaćanje računa nakon prodaje isporučene robe. Ovaj termin obično teče od datuma izdavanja računa, a navodi se kao "neto 30 dana" ili "neto 60 dana". Oznaka "5/30/60" ili "5/30 neto 60" znači da prodavalac odobrava kupcu neto period od 60 dana. Ako kupac plati robu u roku od 30 dana, ima popust od 5% .

e) Valutiranje se primjenjuje kako bi se odobrili duži kreditni rokovi , a podrazumijeva da će se na računu za isporučenu robu ispisati kasniji datum od datuma stvarne isporuke robe. Valutiranje se često koristi kod sezonskog poslovanja, gdje proizvođač valutira račune za razdoblje od narednih 60 ili 90 dana. Na primjer, turistička sezona zahvaća ljetne periode. Valutiranjem proizvođači potiču hotelijere da većinu narudžbi izvrše u proljeće, što proizvođačima omogućuje proširenje proizvodnje tijekom zimskog i proljetnog perioda. Roba se isporučuje tijekom ljetnih mjeseci, a računi se plaćaju, budući da su valutirani, tijekom mjeseca srpnja, kolovoza, rujna i listopada.

f) U onim djelatnostima u kojima je uobičajeno kupcima slati više pošiljaka tijekom mjeseca, za plaćanje se koriste termini kao što se "kraj mjeseca" ("end of month"), "sredina mjeseca" ("middle of month"), "sljedeći mjesec" ("proximo " ili "followong month") i sl. To također predstavlja jednu vrstu valutiranja, jer se vrijeme ne počinje računati od datuma navedenog na računu , nego od kraja mjeseca, sredine mjeseca ili od dana navedenog u sljedećem mjesecu. Ovi su termini povoljni za kupce jer im dozvoljavaju plaćanje odjednom, čime se kupac oslobađa plaćanja prilikom svake isporuke.

2.6.3. Popust za prijevremeno plaćanje

Popust odnosno **diskont** podrazumijeva izvjestan novčani iznos koji se odbija od cijene koja je navedena na računu, ako se račun prijevremeno podmiri. Ako se popust nudi, on se na računu i navodi, i to u obliku postotka za određene rokove prijevremenog plaćanja.

Popust za prijevremeno plaćanje ne smije se zamijeniti s trgovačkim popustom ("trade discount") ili s količinskim popustom ("quantity discount"). Trgovački popust predstavlja ponudu različitih cjenika različitim skupinama kupaca, a količinski popust predstavlja popust koji se kupcima daje prilikom kupovine većih ili velikih količina proizvoda.

Na primjer, ako kupac kupi robu u vrijednosti od 100 novčanih jedinica, dobije i račun na iznos od 100 novčanih jedinica. Primljeni računa ga poziva na

plaćanje u roku od 30 dana, a u drugoj varijanti mu nudi popust od 3% ako račun plati u roku od 10 dana. Kupac, dakle može birati hoće li platiti iznos od 100 novčanih jedinica za 30 dana ili 97.

3. BANKARSKI I DRUGI IZVORI KREDITA

Pored trgovačkih kredita, značajni izvor kratkoročnog financiranja poduzeća predstavljaju bankovni krediti. Izvori kratkoročnog financiranja predstavljaju i komercijalni vrijednosni papiri, kratkoročni krediti, osobno u manjim poduzećima, koje tim poduzećima daju vlasnici, radnici, te njihovi rođaci ili prijatelji i sl.

Odluka o podnošenju zahtijeva za korištenje bankarskog kredita, kao alternative nekom drugom obliku kredita, počiva na relativnim prednostima i nedostacima koji proizlaze iz bankarskog kredita u odnosu na ostale izvore kapitala. Prije nego menadžer banci podnese zahtjev za posudbu novčanih sredstava, mora se poslovno povezati s bankom, a to najčešće čini otvaranjem depozitnog računa. Osim toga, menadžer, u tom slučaju mora prihvatiti poslovne uvjete, odnosno poslovnu politiku koju banka nameće svojim komitentima. U ovome dijelu knjige prikazuju se ti opći odnosi što se uspostavlja između poduzeća i banke kad poduzeće zatraži bankarski kredit.

3.1. BANKARSKI KREDITI

3.1.1. Priroda bankarskih kredita

Zahtjev za kredit prvi je korak u posuđivanju novčanih sredstava od banke. Ako banka taj zahtjev ocijeni povoljno, podnosilac zahtijeva i banka zaključit će ugovor o kreditu i banka će podnosiocu zahtijeva doznačiti ugovoren novčana sredstva.

Većina bankarskih kredita odobrava se uz predočenje vlastite mjenice, koju, kao garanciju banci da će vratiti primljeni kredit, izdaje dužnik. Ugovor o kreditu mogu se utvrditi i drugi oblici osiguranja povrata kredita kao što su: a) akceptni nalog ("acceptance order"), koji predstavlja nalog za prijenos sredstava, b) materijalna odnosno stvarna imovina, na primjer, oprema ili zgrade, c) teretnica ili skladišnica, što podrazumijeva vlasništvo nad materijalnom imovinom, d) vrijednosni papiri poput dionica ili obveznica, e) garancija neke treće osobe da će vjerovniku vratiti dug ako to ne učini dužnik i sl.

U ovome dijelu knjige objasnit ćemo i okolnosti pod kojima se od poduzeća traži izdavanje garancije te način i metode rukovanja imovinom koja je dana kao garancija.

Kao što je ranije rečeno, vlastita mjenica obično sadrži datum povrata kredita. Međutim, u izvjesnim slučajevima banka može plasirati novčana sredstva

na rok koji nije unaprijed utvrđen, pri čemu se datum povrata kredita ugovara klauzulom "kredit plativ na zahtjev vjerovnika", što znači da banka u tom slučaju može pozvati dužnika na povrat kredita u bilo koje vrijeme. Ovakav oblik kredita za vjerovnika i dužnika sadrži nešto veći stupanj poslovnoga rizika.

Kratkoročni bankarski krediti obično se vraćaju odjednom, a mogu se vratiti i u jednakim ratama, najčešće mjesečnim.

Kreditni definirani kao kratkoročni, ako se u rokovima dospelosti obnove ili prolongiraju, mogu alternirati u trajne kredite s nepoznatim stvarnim rokom dospelosti. Kamata na kredit može se platiti po dospelosti kredita ili u utvrđenim vremenskim razmacima, a ako vjerovnik od dužnika traži da kamatu plati na samome početku, tj. kad počne koristiti kredit, tada se radi o diskontiranom kreditu (plasman je umanjen za iznos kamate).

3.1.2. Relativne prednosti i nedostaci bankarskih kredita

Kao oblik kreditne imovine bankarski kredit ima, u odnosu na vlasnikov kapital, određene prednosti i nedostatke. Ovdje ćemo pak bankarske kredite sagledati sa stajališta njihove relativne dostupnosti malim poduzećima u usporedbi s vlastitim kapitalom. Većinu malih poduzeća, organiziranih u inokosna i partnerska poduzeća, ne karakterizira ni dugoročna postojanost ni neograničena odgovornost, a to za takva poduzeća predstavlja veliki nedostatak prilikom želje za dugoročnim financiranjem. Za banku, koja novčana sredstva posuđuje na kraći period, dugoročna postojanost poduzeća i nije previše ozbiljan čimbenik, jer s banka u tom slučaju oslanja uglavnom na kratkoročno financijsko poslovanje poduzeća. Zato će malim poduzećima sa zadovoljavajućim kreditnim položajem i s osiguranim instrumentima povrata kredita, banke spremno odobriti plasman novčanih sredstava, koja mogu biti čak i znatno veća od vlastitoga kapitala tih poduzeća. Uslijed toga, takvim je poduzećima omogućeno vođenje većeg broja poslovnih aktivnosti nego što bi to mogla samo na osnovi vlastitoga kapitala koji se na taj način indirektno povećava.

U usporedbi s dugoročnim kreditnim sredstvima, kratkoročni bankarski krediti imaju veće prednosti, a i određene nedostatke. Kratkoročna kreditna sredstva se, kao prvo, obično lakše dobiju i mnogo su fleksibilnija. Kratkoročni bankarski krediti obično se i uzimaju radi zadovoljavanja neposrednih i privremenih novčanih potreba, pa se samo taj kratki (privremeni) period i plaća kamata. Nasuprot tome, kod dugoročnih kredita kamata se mora plaćati i za one periode unutar ukupno ugovorenoga roka kad trenutna realna potreba za novčanim sredstvima možda i ne postoji, ali se zbog karaktera dugoročnoga kredita i financijskoga plana kapital mora koristiti.

Osnovna opasnost što se pojavljuje kod kratkoročnog bankarskog kreditiranja, u usporedbi s dugoročnim, je u ranoj dospelosti kreditnog iznosa. No, ovaj se nedostatak ublažuje mogućnošću obnove ili prolongacije kratkoročnog kredita. Kad se poduzeće zadovoljavajuće poslovno razvija, banka

u većini slučajeva neće oklijevati u pozitivnom rješavanju njegova zahtjeva za obnovom ili prolongacijom kredita.

Pri usporedbi bankarskog s trgovačkim kreditom nalazimo da su razlike u prikladnosti, jer se bankarski kredit prima u novcu koji se može koristiti u bilo koju poslovnu svrhu. Trgovački kredit, pak proizlazi iz jedne posebne transakcije - kupovine proizvoda, roba ili usluga. U razvijenim zemljama, statistička dominacija trgovačkoga kredita sugerira zaključak da je, kao alternativna metoda poslovnog financiranja poduzeća, ta vrsta kredita u većini slučajeva prikladnija i dostupnija od bankarskog kredita.

3.1.3. Preliminarni pregovori o kreditu

3.1.3.1. Izbor banke

Svako poduzeće mora uspostaviti poslovni odnos s bankom. Banke nude različite i specifične poslovne usluge bez kojih poduzeće ne bi moglo funkcionirati. One služe kao mjesto pohrane novčanih sredstava, plasiraju ih i omogućuju njihov i prikladan povrat. Banke djeluju kao posrednici za naplatu raznih vrijednosnih papira i predstavljaju objekte za sigurno čuvanje vrijednosnih papira. Putem bezgotovinskih instrumenata plaćanja one omogućuju unapređenje plaćanja između poduzeća i korespondentnih banaka u zemlji i u inozemstvu, te izdaju razne vrste garancija za potrebe svojih komitenata. K tome, banke su izvor kreditnih informacija o svojim komitentima.

U najvažnije osnovne bankarske poslove spadaju kreditni poslovi. Pri uspostavljanju poslovnih veza s bankom, poduzeće, u tom trenutku, ne mora imati potrebe za bankarskim kreditom. Međutim, menadžment mora znati da će poduzeće u kasnijim etapama poslovanja i razvoja, imati potrebe za kreditnim sredstvima ili za uslugama banke. Zato je potrebno izabrati onu banku koja će poduzeću biti najsklonija prilikom podnošenja zahtjeva za kreditnim sredstvima ili u pružanju bankarskih usluga. U tom smislu, između, pojedinih banaka postoje značajne razlike. Neke su spremne većinu kapitala svojih deponenata investirati u državne obveznice i plasirati ih poduzećima s visokim kredibilitetom. Druge ulažu intenzivne napore kako bi zadovoljile potrebe za kreditnim sredstvima svih svojih komitenata, vodeći istovremeno brigu o sigurnosti svojih deponenata. Na podnesene zahtjeve za kredit one gledaju kao na mogućnost pomaganja banke komitentima i zajednici, dakako, vodeći računa prvenstveno o prihodima banke. Navedeni se stavovi mogu unaprijed saznati raspitivanjem o poslovanju banke, kontrolom bankarskih godišnjih izvještaja, te uvidom u poslovnu politiku banke, a to je mnogo bolje nego u neizvjesnosti čekati na odgovor banke kad su poduzeću novčana sredstva neophodno potrebna.

Komitent će preferirati onu banku koja je dobro upoznata s njegovom poslovnom problematikom i s poslovnom problematikom grupacije kojoj pripada komitent, a ne onu koja s tom problematikom nije upoznata. Banke koje imaju

iskustvo u posuđivanju novčanih sredstava sličnim poduzećima, sklonija su posuđivanju novaca dotičnim poduzećima, i možda će im i posuditi novčana sredstva samo zato što su upoznate s poslovanjem takvih poduzeća. One će, osim toga, u plasmanu novčanih sredstava, poduzeću ponuditi takve uvjete kreditiranja koji će zadovoljiti znatan dio njegovih potreba, jer se pri tome vode svojim iskustvom o tome poduzeću. U slučaju pak da dužnik dođe u teškoće pri vraćanju kredita, takva će banka imati više razumijevanja prilikom zahtjeva za prisilnom naplatom ili će dužniku ponuditi savjet o drugim financijskim mogućnostima.

Pri poslovnom izboru banke, kao mogućeg izvora budućih financijskih sredstava poduzeća, poduzeće mora voditi računa i o veličini banke, mjereno iznosom njenog ukupnog dioničkog kapitala i ostvarenim dividendama. Pozitivni propisi ograničavaju iznose bankovnih garancija i novčane iznose koje banke mogu plasirati pojedinačnom dužniku. Taj se limit često puta određuje postotkom u odnosu na bankovni kapital. Više granice plasmana mogu se utvrditi za kredite osigurane državnim obveznicama, kredite osigurane transportnim dokumentima, skladišnicama ili dokazima prava na trgovačku robu, te za kredite osigurane supergarancijama i sl.

Za velik broj malih poduzeća, međutim, ni veličina izabrane banke neće biti važna, jer će maksimalni iznos koji ta poduzeća mogu posuditi od banke biti ograničen njihovim vlastitim kapitalom, a ne zakonskim ograničenjem bančinih plasmana. Međutim, za srednja i velika poduzeća te za mala poduzeća koja očekuju brz poslovni rast, to može biti značajni čimbenik prilikom poslovnog odlučivanja o izboru banke. Zato se, prilikom poslovnog odlučivanja o izboru banke, osim zakonskog ograničenja njezinih plasmana, u obzir uzeti i bankarska poslovnost i bankarska spremnost za izvođenjem "financijske gimnastike" (ako osjeti da se radi u financiranju profitabilnoga posla).

Drugi čimbenik o kojem poduzeće mora voditi računa pri izboru banke je mogućnost bliskih i osobnih odnosa s menadžmentom banke, jer što menadžeri banke bolje poznaju svoga komitenta, komitent će biti u povoljnijoj poziciji pri zahtjevu za kredit. Za razvijanje takvih bliskih odnosa između poslovnih ljudi poduzeća i menadžmenta banke znatno je bolja vjerojatnost kod malih i srednjih nego kod velikih banaka. Tim bliskim poslovnim vezama i odnosima bitno doprinosi i period koji je poduzeće provelo u banci. To navodimo zato što menadžment banke često misli kako mu je preča dužnost brinuti o starim nego o novim komitentima, dakako pod pretpostavkom da je kreditni položaj starih komitenata dovoljno dobar. Tako će npr. ako je banka plasirala previše kredita i ako bankovne vlasti od menadžmenta banke zahtijevaju ograničenje iznosa i broja kreditnih plasmana, menadžment banke relativno malo pažnje posvetiti kreditnim zahtjevima novih komitenata.

Poslovna lokacija banke također značajno utječe na poslovnu odluku poduzeća o izboru banke. Zbog mnogih usluga koje banka daje poduzeću, s njom je lakše poslovati ako se nalazi blizu menadžmenta poduzeća. Nakon

češćih poslovnih kontakata između menadžmenta poduzeća i menadžmenta banke, kojima doprinosi i blizina banke, uspostaviti će se i bolje međusobno poslovno razumijevanje, koje rezultira povoljnijim odnosom banke prema financijskim zahtjevima poduzeća. Međutim, menadžment nekog poduzeća može opravdano smatrati da mu je pak povoljnije raditi s većom bankom iz udaljenijeg poslovnog centra, nego s manjom lokalnom bankom, i to zbog prednosti koje upravo ta banka može pružiti tome poduzeću. Te prednosti proizlaze iz većeg broja mogućih bankarskih usluga, iz brzina pružanja tih usluga i njihove kvalitete, iz ograničenja visine plasmana banke, iz nedostatka povjerenja u sigurnost i u menadžment lokalnih institucija ili iz previše bliskih veza između konkurenata i menadžmenta lokalne banke.

Srednja i velika poduzeća obično su komitenti dviju ili više banaka jer iz takve pozicije očekuju mogućnost za dobivanje kredita, ako im bude trebao, odnosno veću mogućnost za dobivanje drugih bankovnih usluga. Poduzeća čiji su pojedini dijelovi ili cjeline dislocirani na širem prostoru, obično ulaze u poslovne odnose s bankama u mjestima svoje poslovne aktivnosti. Nasuprot tome, mala poduzeća, s ograničenim novčanim sredstvima, smatraju da je njihov poslovni odnos s jednom bankom i njihova prednost. Ako pak budu trebali kredit veći od onoga koji ima može odobriti njihova banka, kredit će im odobriti njihov banka u suradnji s drugom bankom, s kojom je razvila poslovne odnose.

Poduzeće koje traži bankovni kredit nije ograničeno već utvrđenim bankarskim vezama. Naprotiv, ako želi ostvariti povoljnije kreditne uvjete, poduzeću se isplati pažljivi odabir banke, a njegova šansa da to i postigne ovisi o određenim unutarnjim i vanjskim čimbenicima. Npr., što je povoljniji kreditni položaj poduzeća to, je i ono poželjnije za svaku banku. Naprotiv, poduzeće s osrednjim ili sa slabim kreditnim položajem, u pravilu će ostati ograničeno na svoju dosadašnju banku, a možda ni od nje neće dobiti kreditna sredstva. Veličina prosječnog salda depozitnih sredstava i profitabilnost kreditirane poslovne aktivnosti značajno utječe na dosadašnje odluke o kreditu i na poslovanje određene banke. Banke ostvaruju značajni dobitak plasmanom depozitnih sredstava svojih ulagača. Sa stajališta banke profitabilnost depozitnog računa značajno ovisi o prometu računa i njegovom prosječnom saldu. Što je depozitni račun aktivniji, što se tiče obrta novčanih sredstava i nestabilnosti dnevnoga salda, to je taj račun za banku manje poželjan.

U vanjske uvjete koji djelomično utječu na poduzeće pri odabiru banke spadaju opći kreditni položaj banke i stanje njenih rezervi. Banke koje nisu maksimalno iskoristile mogućnost svojih plasmana obično prihvaćaju plasman sredstava novih komitenata, koji traže kreditiranje visoko profitabilnih poslovnih aktivnosti.

Dakle, ako postoji mogućnost izbora banke, menadžer će radije dati prednost financijski stabilnoj banci koja će biti spremna i sposobna njegovome poduzeću odobriti kredit i u otežanim financijskim uvjetima (ako ocijeni da se radi o visoko profitabilnom poslu), nego banci s promjenljivom poslovnom politikom

na koju utječu njena vlastita slabost ili nepostojanost i nefleksibilnost menadžmenta banke.

3.1.3.2. Planiranje novčanih potreba

Poduzeće kojem su potrebna kreditna sredstva može povećati izgleda za dobivanje bankarskoga kredita ako unaprijed predvidi i banci najavi svoje potrebe. Visinu potrebnih novčanih sredstava i rok korištenja poduzeće predviđa svojim financijskim planom. Ako je takav financijski plan pravovremeno dostavljen banci, predstavnik poduzeća može doći u banku i razgovarati o dostavljenom joj kreditnom zahtjevu. Postupajući tako, poduzeće ostavlja banci više vremena za njeno kreditno preispitivanje, koje zauzvrat povećava izgleda poduzeća za dobivanje povoljnog odgovora. Banke imaju komitente, koji se ubrzo nakon odobrenja jednoga kredita obraćaju banci sa zahtjevom za dodatnim financiranjem, ili komitente koji tek o dospijeću kredita traže obnovu ili prolongaciju kreditnih obveza, jer nisu dovoljno pazili kod posuđivanja budućih neto novčanih tokova. Ponavljanje takve prakse izaziva neraspoloženje u dijelu financijskog menadžmenta banke, što može nepovoljno utjecati na rješavanje budućih komitentovih zahtjeva za kredit. Zato, ako poduzeće ima namjeru tražiti obnovu ili prolongaciju odobrenoga kredita, ono bi to banci trebalo staviti na znanje već prilikom podnošenja zahtjeva za kredit.

Prilikom preliminarne razgovora o kreditu isto je tako važno da menadžment poduzeća koje posuđuje novčana sredstva dobro poznaje poslovnu politiku banke. Ako dobro poznaje standarde i kriterije koje banka propisuje kao uvjet za dobivanje kredita, financijski menadžer u traženju kredita za svoje poduzeće može; a) procijeniti vjerojatnost pribavljanja bankarskoga kredita, b) povećati izgleda poduzeća za njegovo dobivanje prilagođavanjem navedenim standardima i kriterijima, te c) ubrzati dobivanje kredita u smislu da u času podnošenja zahtjeva već ima spremnu svu potrebnu dokumentaciju koju zahtijeva banka.

Preduvjet za promptno ili brže ishodovanje kredita je i postojanje odgovarajućeg i postojanog sustava poslovne evidencije u poduzeću. Naime, kad poduzeće zatraži kreditna sredstva, bilo od banke bilo od koje druge financijske institucije, menadžment potencijalnog kreditora će od poduzeća prvo zatražiti njegovu financijsku sliku, a ta se slika može dati samo ako poduzeće ima jasan i uredan sustav računovodstvenih evidencija. Dakako da prikladna ili odgovarajuća evidencija, složenija ili jednostavnija, nije nešto što poduzeće može uvesti u nekoliko dana, nakon što donese odluku o pribavljanju vanjskoga kapitala. Bez adekvatne računovodstvene evidencije i financijske dokumentacije, menadžment poduzeća ne može obavljati ni kontrolu poslovanja, a bez nje nema ni podobnih informacija za banke i druge kreditore koje oni traže prije donošenja odluke o kreditu. Zato se može reći da se neadekvatna poslovna evidencija nepovoljno reflektira i na ukupni bonitet poduzeća.

3.1.4. Uobičajeni zahtjevi banaka

Uobičajeni zahtjevi koje banka prilikom odobravanja kredita postavlja zainteresiranim komitentima mogu se podijeliti u dvije skupine: prvo, na one koji su povezani s analizom kreditnog položaja poduzeća i predstavljaju osnovu za odobravanje ili za uskraćivanje kredita i drugo, na one koje banka traži od dužnika tijekom korištenja kredita. Za menadžera koji traži kreditna sredstva, prvospomenuti zahtjev banke svakako je najvažniji, ali on mora biti upoznat i s ovim drugim zahtjevima, jer oni mogu značajno utjecati na upotrebu kreditnih sredstava. Od svakog potencijalnog kredita, banka ili kreditor zahtijevaju dostavu financijskog plana i temeljnih financijskih izvještaja koji osiguravaju većinu informacija potrebnih za ocjenu financijskih čimbenika. No, banka će često puta tražiti i dodatne podatke i pokazatelje radi dopune ili radi razjašnjenja informacija prikazanih u financijskom planu i u temeljnom financijskom izvještaju.

3.1.4.1. Kreditna sposobnost dužnika

Suštinski razlog ispitivanja kreditne sposobnosti poduzeća prije rješavanja njegovog zahtjeva za kredit je u tome da banka odnosno kreditor, prije zaključenja ugovora o plasmanu novčanih sredstava, barem s približnom točnošću utvrdi sposobnost i spremnost poduzeća odnosno budućeg dužnika da vrati primljena novčana sredstva, i to pod uvjetima što se predviđaju ugovorom. Svrha te ocjene da se odluka o kreditu, u uvjetima neodredivosti, maksimalno zasniva na racionalnim financijskim načelima. Financijskom analizom kreditne sposobnosti poduzeća obuhvaćaju se sve pojave iz poslovne prošlosti i iz poslovne sadašnjosti poduzeća za koje se, u svakom pojedinom slučaju, može posebno pretpostaviti da utječu na poslovnu budućnost poduzeća. Pored analize performansi dužnika, financijskom analizom njegove kreditne sposobnosti obuhvaćaju se, osobito kad je vremenski horizont predviđanja udaljeniji, i ekonomsko-financijska situacija u ukupnom gospodarstvu, te promjene na tržištu inputa i outputa od posebnog značenja za poslovno funkcioniranje poduzeća.

Svaka procjena kreditne sposobnosti poduzeća najčešće obuhvaća sljedećih pet čimbenika: a) karakteristike dužnika, b) kapacitet dužnika, c) kapital dužnika, d) uvjete poslovanja dužnika i e) osiguranje povrata novčanih sredstava.

U tradicionalnoj koncepciji financijske analize kreditne sposobnosti poduzeća dovoljnim su se smatrali karakter, kapacitet i kapital tražioca novčanih sredstava. Ova koncepcija analize kreditne sposobnosti poznata je u američkoj ekonomsko-financijskoj literaturi kao "3 C" /"character", "capacity", "capital"), dok je moderna koncepcija ove analize proširena na "5 C" odnosno dopunjena sa "collateral" i "conditions", ali širi smisao kreditne sposobnosti obuhvaća i druge čimbenike, među kojima je i "rizik zemlje".

Relativno značenje svakog od pet naznačenih "C's of credit" ovisi o samim karakteristikama poduzeća, tražioca kreditnih sredstava, a također i o obuhvaćanju financijske analize kreditne sposobnosti dužnika. U pravilu,

financijska analiza kreditne sposobnosti dužnika je obuhvaćanje što je procijenjeni financijski rizik kreditnoga posla veći. Razina poslovnoga rizika zavisi o visini i vrsti kredita te o rejtingu tražioca kreditnih sredstava. Cilj financijske analize čimbenika kreditne sposobnosti je u tome da utvrdi izvore povrata kreditnih sredstava i da utvrdi razinu poslovanja rizika svakoga kreditnog posla. Ako se utvrdi da je financijski rizik izrazito velik, doći će do prekida financijske analize i do preporuke tražiocu kredita o nepodobnosti danoga zahtjeva. Najsloženije financijske analize izvode se u pravilu u graničnim slučajevima odnosno onda kad je potrebno pribaviti dodatne argumente za donošenje pozitivne ili negativne ocjene o plasmanu kreditnih sredstava banke.

3.1.4.2. Godišnji povrat kredita

Banke obično prakticiraju da dužnik kojem je plasman kratkoročni kredit, najmanje jednom godišnje podmiri odnosno u potpunosti isplati svoj kratkoročni dug. Godišnjim povratom kratkoročnoga kredita dužnik dokazuje banci da koristi bankovna sredstva za privremene kratkoročne potrebe, zbog kojih su i posuđena, te da banka nije poduzeće snabdjela trajnim kapitalom. Međutim, učestalost obnavljanja i produživanja roka korištenja kredita ukazuje na to da se ovaj "zahtjev" ne nameće svim dužnicima. Zbog toga kod nekih kratkoročnih kredita, koji su osigurani kvalitetnima instrumentima osiguranja povrata kredita, banka može zanemariti pravilo o godišnjem povratu kredita.

U periodu brze poslovne ekspanzije poduzeća, krediti koji nastaju kao kratkoročni lako se pretvaraju u srednjoročne ili u relativno trajne. Ako je povećanje prodaje i neto dobitka izvjesno, poduzeće posuđuje novčana sredstva od banke kako bi povećalo svoje zalihe sirovina i materijala i proširilo proces proizvodnje. Međutim, do trenutka prodaje gotovih proizvoda i povrata kredita, povećano poslovanje zahtijeva dodatne zalihe, dakle i dodatni kapital. u takvim slučajevima banka može odbaciti zahtjev poduzeća za obnovom kredita ili za uzimanjem većega kreditnog iznosa, sve dok se poslovanje poduzeća bude povećavalo. U takvim uvjetima poslovanja, ako potreba za dodatnim kapitalom nije sezonskoga karaktera, ono što je poduzeću stvarno potrebno predstavlja zapravo dugoročno financiranje, koje bi poduprlo veće financijske potrebe za trajnom tekućom imovinom. Ako je cijena bankarskoga kredita niža od dodatnog vlasničkog ulaganja odnosno kapitala, menadžeri će smatrati da je bolje što duže održavati i opravdano povećavati dosadašnju razinu kreditnoga zaduženja. Međutim, ako banka na poduzeće konačno izvrši financijski pritisak u smislu podmirenja njegovih dospjelih obveza, poduzeće tada možda neće imati raspoloživoga trajnoga kapitala za podmirenje tih dospjelih obveza. Ako se poslovanje poduzeća smanji, to najčešće može biti uslijed smanjene potražnje za proizvodima i uslugama poduzeća ili uslijed nedostatka slobodnih novčanih sredstava. Također, ako se poduzeće maksimalno zadužilo kod banke, može se dogoditi da ostane bez realnih izvora novčanih sredstava za otklanjanje tekućih kriznih financijskih situacija kad mu to bude najpotrebnije.

Brzi rast cijena u inflatornim uvjetima privređivanja, u nekim slučajevima ima isti financijski efekt. Ukoliko prodajne cijene ne prate ulazne cijene sirovina i materijala, potrebna su veća novčana sredstva za pokrivanje viših troškova poslovanja. Veća potreba za novčanim sredstvima dovodi do povećane tražnje za bankovnim kreditima. Mnoge banke tada se nađu pod pritiskom, jer ako ne mogu plasirati nove kredite, od njih se traži obnova ili prolongacija postojećih. Do toga dolazi zato što poduzeća nisu vršila pravilnu procjenu sirovina i materijala odnosno nisu iz kvalitetnih izvora financirala povećanje trajne tekuće imovine, a sve zbog povećanih ulaznih cijena sirovina i materijala te ostalih troškova. U takvim okolnostima, svako povećanje zaliha, koje je rezultat inflacije odnosno neadekvatnog odnosa izlazno-ulaznih cijena, poduzeće bi trebalo u što većoj mjeri financirati iz vlastitoga kapitala a što manje iz kreditnoga zaduženja.

Dakle, ako se želi obnoviti ili prolongirati kredit, poželjno se o tome pravovremeno dogovoriti s bankom (a ne u trenutku dospijeca kreditnih obveza). Skladni financijski planovi za smanjenje bankovnih dugova koji nisu sezonskoga karaktera, predstavljaju dobru financijsku praksu svakog bankarskog dužnika. kada menadžment banke uoči dužnikovu spremnost za podmirenje dospjelih obveza, on može promijeniti i svoju odluku za godišnjim podmirenjem dospjelih kratkoročnih kredita. Poduzeće koje ovisi o obnovi ili prolongaciji kredita, a nije se o tome uspjelo sporazumjeti s bankom, riskira svoju solventnost, osim ako može smanjiti razinu svoje tekuće imovine ili angažirati druge izvore kapitala.

3.1.5. Metode kreditiranja

U praksi se redovno primjenjuju četiri metode kratkoročnog bankovnoga kreditiranja poduzeća: a) kratkoročna kreditna linija ("credit line" ili "stand-by credit"), b) kontokorentni kredit ("credit on current account"), c) pojedinačni kredit ("separate loan"), i d) obnavljajući kredit ("revolving").

a) Kratkoročna kreditna linija predstavlja okvirni kreditni aranžman između banke i dužnika koji često treba kreditna sredstva. Dakle, kreditna linija predstavlja maksimalan okvirni kreditni iznos koji je banka, u bilo koje vrijeme tijekom nekog perioda, obično na godinu dana, spremna dati svom komitentu u obliku kredita. Banka odobrava kreditnu liniju svome komitentu nakon intenzivnog ispitivanja njegovih stvarnih potreba i njegove kreditne sposobnosti. Odobrena kreditna linija pruža mogućnost komitentu da u bilo kojem trenutku podnese zahtjev banci i da dobije određeni iznos novčanih sredstava bez velikih formalnosti. Na kraju perioda za koji je kreditna linija odobrena, na zahtjev dužnika, banka može obnoviti isti, manji ili veći iznos, nakon još jedne kreditne provjere dužnika.

Kreditna linija je povoljniji oblik kratkoročnoga kredita od fiksnoga kredita, jer dužniku omogućava bolje usklađivanje kreditnih obveza s dinamikom svojim kratkoročnih potreba.

b) Kontokorentni kredit predstavlja kratkoročni kredit banke odobren na principima tekućega računa do ugovorom utvrđenog iznosa i do određenoga roka. Dakle, odobrenjem ove vrste kredita banka dozvoljava korisniku kredita da izdaje naloge za plaćanje do određenog iznosa preko raspoloživoga pokrića ("crveni saldo") na svom žiro računu. Svi primici i izdaci novčanih sredstava obavljaju se preko žiro računa, što banci omogućuje kontinuirano praćenje poslovanja svoga komitenta. Kamatu korisnik plaća na iskorišteni dio kredita, a na neiskorišteni dio plaća proviziju.

c) Poduzeće koje nema redovne potrebe za kratkoročnim kreditnim sredstvima, podnosi banci zahtjev za kreditnim sredstvima jedino u slučaju stvarnih potreba. Nakon toga banka obavlja kreditno ispitivanje dužnika i donosi odluku o svakom kreditnom zahtjevu. U ovu kategoriju spadaju kratkoročni krediti većine poduzeća.

d) Posljednja metoda kreditiranja je obnavljajući kreditni sporazum koji predstavlja prilično trajnu vrstu poslovnoga kreditiranja poduzeća, koja može potrajati i nekoliko godina bez prekida, pa kao takav spada u grupu srednjoročnih kredita.

3.1.6. Osiguranje povrata kredita

Većina kredita koje banke odobravaju poduzećima čine krediti na osnovi mjenice potpisane samo od dužnika. Ako banka ni nakon procjene osobnih, financijskih i ekonomskih čimbenika poduzeća ne stekne povjerenje da će joj kredit biti vraćen, onda će pored primljene mjenice zahtijevati i dodatnu garanciju koja se može dati i u obliku **realne imovine**.

Dakako da mogućnost posuđivanja kreditnih sredstava, bez dodatnih garancija, poduzeću osigurava dodatni prestiž i jača njegov kreditni ugled i položaj kod ostalih vjerovnika. Međutim, za banku to može predstavljati značajan financijski rizik.

Dužnici koji, kao instrument povrata kredita koriste vlastite mjenice, najčešće kreditna sredstva posuđuju putem kreditne linije. To je prikladna metoda kreditiranja u uvjetima manjih kreditnih rizika, a opravdava se i češćim posuđivanjem novčanih sredstava. Ako je financijski položaj poduzeća povoljan, menadžment banke može odlučiti da se za to poduzeće obavi jedno kreditno ispitivanje na početku godine, kada su dostupni i temeljni financijski izvještaji. To menadžment banke može zahtijevati i zato jer su tijekom perioda za koji se kredit odobrava mali izgledi za bitne promjene. U slučaju većeg financijskog rizika menadžment banke zahtijevat će pak ispitivanje kreditnoga položaja dužnika prije svakog odobrenja kredita i nastojat će da se adekvatno osiguraju kreditni plasmani.

3.2. KOMERCIJALNI PAPIRI

Među vrijednosne papire financijskog tržišta spadaju i komercijalni papiri raznih poduzeća koja žele pribaviti kratkoročna likvidna novčana sredstva. Komercijalni papiri slični su kreditima koji nemaju posebnoga osiguranja. Njihovo plaćanje, po dospelju, počiva na općem kreditnom položaju poduzeća koje ih je izdalo. Komercijalni papiri obično dospijevaju u roku do godinu dana.

Velika poduzeća više koriste dugoročne izvore financiranja jer, za razliku od malih i srednjih poduzeća, imaju povoljniji kreditni položaj, bolji pristup tržištu komercijalnih papira, te bolji pristup dugoročnim bankarskim kreditima i tržištu obveznica i dionica. Smanjenjem kreditnih iznosa i skraćenjem roka dospelja kredita, smanjuje se i financijski rizik kreditora.

Značajna prednost komercijalnih papira je u tome što i onda kad banke ne mogu ili nisu zainteresirane za plasman svojega kapitala, poduzeća na financijskom tržištu mogu samostalno pribaviti potrebni kapital. S druge strane, i banci će, kad nije u mogućnosti zadovoljiti kreditne potrebe svojih komitenata, koristiti prebacivanje dijela ovoga tereta na financijsko tržište, osobito ako to ne predstavlja i gubitak vrijednosnih depozita u korist konkurentskih banaka.

U nekim slučajevima, mogućnost pribavljanja novčanih sredstava putem komercijalnih papira, za poduzeće predstavlja i značajan prestiž. Budući da se ti papiri mogu prodavati i svim bankama, to rezultira upoznavanjem banaka s financijskim položajem poduzeća. Ako se poduzeće kasnije želi financirati dugoročnim vrijednosnim papirima, publicitet koji je steklo emisijom komercijalnih papira značajno mu može koristiti u budućoj poslovnoj aktivnosti.

Za poduzeće koje izdaje komercijalne papire, najveći nedostatak komercijalnog papira očituje se u tome što taj papir mora biti plaćen u roku dospelja. No, to obično i nije značajno, jer se stari komercijalni papiri mogu podmiriti iz novčanih sredstava prikupljenih od izdatih novih komercijalnih papira. Međutim, u vrijeme jače kreditne oskudice, poduzeće se ne može pouzdati u novčana sredstva financijskoga tržišta. U takvim uvjetima, ako postoje dugogodišnja poslovna suradnja i bliski osobni odnosi između menadžmenta banke i komitenata, poduzeće koje koristi bankarski kredit, moglo bi s većim pouzdanjem računati na obnovu svoga kredita. U izvjesnim poslovnim situacijama, poduzeću je, zbog veće financijske sigurnosti, bolje, kao izvore novčanih sredstava, koristiti komercijalne papire nego bankarske kredite, koje može zadržati za rezervu. Sa stajališta poduzeća glavni je nedostatak komercijalnih papira kao izvora novčanih sredstava u njihovoj nedostupnosti velikoj većini malih poduzeća.

Trgovci komercijalnih papira, zbog općih troškova, ne kupuju i ne prodaju male količine komercijalnih papira.

Velika poduzeća s dobrim kreditnim položajem, vidljivo iz temeljnih financijskih izvještaja, te poduzeća s kvalitetnim menadžmentom i uspješnim

poslovanjem, koja pristupaju emisiji komercijalnih papira visokih nominalnih iznosa, Tom vidu prikupljanja kapitala obično pristupaju u slučaju velike sezone potražnje za dodatnim kapitalom. Usklađenje emisije i prodaje komercijalnih papira s vremenom pojave novčanih potreba, predstavlja izvršnu financijsku poslovnost u zadovoljavanju povećanih novčanih potreba.

Zbog prirode potreba za tekućom imovinom najčešći izdavaoci komercijalnih papira su poduzeća ugostiteljsko-turističke djelatnosti, proizvodna poduzeća, trgovine na veliko i malo i sl. U izvjesnim slučajevima se, kao izdavaoci vrijednosnih papira, pojavljuju i financijske kompanije.

3.3. OSTALI IZVORI KREDITA

Kratkoročni krediti mogu se, kao što smo vidjeli, dobiti iz različitih institucionalnih i neinstitucionalnih financijskih izvora. Ovi ostali izvori kratkoročnog financiranja, po svojoj visini, za poduzeća nemaju takvo značenje kao trgovački i bankovni krediti. Međutim, u pojedinačnim slučajevima, jedan ili više ovakvih kreditnih izvora može poduzeće snabdjeti i značajnim iznosom novčanih sredstava. Ova se vrsta kredita plasira na kraće ili duže periode. Obično ih dijelimo na: a) kredite primljene od radnika, vlasnika, poslovnih partnera, rođaka i prijatelja, b) obračunate a nedospjele obveze, c) osobne kredite, d) depozite i predujmove i na e) kredite povezanih poduzeća.

a) Za mala poduzeća kredit dobiven iz jednog od navedenih financijskih izvora često puta predstavlja i jedini dostupni izvor kapitala, osim određenih iznosa trgovačkoga kredita. Zato ovaj izvor novčanih sredstava ima izuzetnu primjenu u malim poduzećima.

b) Obračunate a nedospjele obveze predstavljaju za poduzeća, do njihovog plaćanja, značajni izvor novčanih sredstava. Ovakva vrst izvora novčanih sredstava proizlazi iz metode obračuna i plaćanja pojedinih vrsta troškova, kao što su nadnice i plaće, porezi, obveze prema vjerovnicima i sl. Uvažavajući ove specifičnosti, poduzeće ih ne može smatrati takvim izvorom novčanih sredstava za kojim može posegnuti kadgod mu kreditna sredstva trebaju.

c) Za svoje poslovne svrhe vlasnik poduzeća može dobiti relativno male iznose kredita iz kategorije potrošačkih kredita, no ovi se krediti, zbog svoje visoke cijene, koriste kao posljednji izvor novčanih sredstava. Ovakvu vrst kredita banke najčešće odobravaju uz određene instrumente osiguranja povrata kredita, pri čemu kao osiguranje obično služi tekuća i fiksna imovina vlasnika na rokove od nekoliko godina.

d) Mnoga poduzeća tijekom svoga poslovanja naplaćuju svoje proizvode i usluge od komitenata prije nego što si ih isporučili odnosno izvršili. Tako npr. restorani prodaju bonove za obrok koji služi kupcu da naknadno može

konzumirati određena jela i pića u tome restoranu, željeznica prodaje karte za određeni period, autobusna i tramvajska poduzeća prodaju karte i sl. Opseg u kojem se ovi izvori financiranja mogu koristiti ovisi o vrsti poduzeća i prirodi poslovanja. Kreditni iznos se smanjuje za iznos izvršene usluge. Ova su novčana sredstva za izvjestan period beskamtna jer poduzeće na njih, do izvršene usluge, ne plaća kamate. S druge se strane, popust za kupovinu bonova za obroke ili za određeni broj autobusnih karata, može smatrati troškom. Moguće je da takav popust bude odobren i kao stimulacija prodaje.

Kupac na veliko ponekad daje predujam proizvođaču, naročito ako mu on treba isporučiti posebno dizajnere, atraktivne ili vrlo skupe proizvode. Proizvođaču takva plaćanja, izvršena unaprijed, mogu biti vrlo značajna za financiranje proizvodnje u toku, i kao zaštita od otkazivanja ugovora.

e) Poduzeće ili institucije, osnivač nekoga drugoga poduzeća, mogu dati kredit svom (osnovnom) poduzeću ili obratno. Dakle, jedno poduzeće može posuditi novčana sredstva drugom, na osnovi običnog vlasničkog odnosa ili zbog međusobne poslovne povezanosti menadžmenta poduzeća.

4. OSIGURANJE POVRATA KRATKOROČNIH KREDITA

4.1. PRIRODA I VAŽNOST OSIGURANJA POVRATA KREDITA

Kako bi se vjerovnicima osigurala veća sigurnost naplate njihovih potraživanja, krediti se otpočetka osiguravaju određenim oblikom imovine dužnika. Opći instrument osiguranja povrata kredita je hipoteka na nekretnine, a ostale vrste instrumenata osiguranja povrata kredita su zalihe, razna potraživanja, mjenice, čekovi, akceptni nalozi, dionice, obveznice i sl. Osim toga, kao instrument osiguranja povrata kredita, pored poduzeća koje je pribavilo kredit, može biti i pojedinačna osoba ili neko drugo poduzeće. Smatra se da su takve kredite osiguravala dva ili više garanata, jer i glase na dva a ne na jedno ime. Najčešće ih koriste mala, međusobno blisko povezana poduzeća, pri čemu financijske institucije, pri odobravanju kredita, traže instrumente osiguranja povrata kredita od jednog ili od više vlasnika poduzeća.

4.2. RAZLOZI ZA OSIGURANJE POVRATA KREDITA

Razloge za osiguranje povrata kredita možemo grupirati u četiri osnovne grupe: a) **kreditni položaj**, b) **visina kredita**, c) **kamatna stopa** i d) **prodaja potraživanja**.

a) Kreditni položaj mnogih poduzeća je takav da ne mogu pronaći financijsku instituciju koja bi im odobrila kredit bez pokrića. Da bi pribavila potrebni kapital, ona zalažu imovinu odnosno izdaju instrumente osiguranja povrata kredita.

b) Instrumenti osiguranja povrata kredita najčešće se koriste prilikom pribavljanja većih kreditnih iznosa.

c) U određenim okolnostima, ako poduzeće daše kreditoru odgovarajući instrument osiguranja povrata kredita, ono "razmjerno" smanjuje i rizik kreditora, pa se kreditor može odlučiti za posudbu novčanih sredstava uz nižu kamatnu stopu.

d) Faktori, i u manjoj mjeri komercijalno-financijska poduzeća, dotičnom poduzeću (komitentu) ne posuđuju samo novčana sredstva (na osnovi prodanih potraživanja), već za poduzeće obavljaju i računovodstvene i operative poslove, te poslove fakturiranja i naplate duga, preuzimaju pojedinačni ili cjelokupni rizik posla i sl. Poduzeća dakle, posuđuju novčana sredstva od tih institucija da bi mogla koristiti i ostale usluge koje nudi faktor, a koje su najčešće povezane s prodanim potraživanjem.

Potreba za pronalaženjem nekog od instrumenata osiguranja povrata kredita najčešće proizlazi iz samoga karaktera poduzeća. Tako su npr. s kreditnog stajališta manja poduzeća financijski riskantnija od velikih. Ona obično imaju lošiju računovodstvenu evidenciju, što kreditnoj instituciji otežava procjenu financijskoga plana poduzeća. S druge strane, ta su poduzeća najčešće mlađa, postoje kraće vrijeme, pa kreditor o njima dobiva i kraću povijest, iz koje je onda teže ocijeniti iskustvo i sposobnost menadžmenta. Nasuprot tome, upravo mala poduzeća, budući da teško dolaze do financijskih izvora, često puta, u odnosu na svoju neto imovinu, žele dobiti veći iznos kredita od većih i starijih poduzeća. Da bi se u takvim situacijama poslovno osigurao, vjerovnik, uz plasman kapitala, u pravilu zahtijeva određeni oblik dodatne garancije. To proizlazi i iz okolnosti što banka, za mala, lakše i pouzdanije određuje visinu dodatne garancije, nego što realno može ocijeniti njihovu kreditnu sposobnost.

Poduzeća s velikim sezonskim oscilacijama u proizvodnji i prodaji, kao što smo već vidjeli, imaju i velike potrebe za novčanim sredstvima za nabavu sirovina i održavanje zaliha. Kako u takvoj situaciji iznos potrebnih novčanih sredstava može i premašiti neto vrijednost poduzeća, čak i po nekoliko puta, vjerovnik u takvom slučaju neće poduzeću posuditi novčana sredstva bez adekvatnog osiguranja. To zato što bi takva posudba za vjerovnika bila previše rizična.

Nagli poslovni razvitak poduzeća predstavlja još jednu situaciju u kojoj je poduzeće prisiljeno koristiti kredite s garancijom. Tijekom investicija i poslovne ekspanzije, poduzeće gotovo kontinuirano treba dodatni kapital koji može pribaviti

emisijom obveznica ili dionica odnosno uzimanjem kredita izvanjskih izvora. U takvoj situaciji dostupne su mu i određene vrste kredita za financiranje zaliha i potraživanja, koje se, iako su relativno stalne prirode, klasificiraju kao kratkoročni odnosno kao revolving krediti.

4.3. IZBOR INSTRUMENATA POVRATA KREDITA

Pod instrumentima osiguranja povrata kredita podrazumijevaju se zakonski utvrđena sredstva koja kreditor može koristiti da bi se osigurao prioriteto pravo na iskorištenje dobivenih garancija u slučaju insolventnosti dužnika. U daljnjem izlaganju o različitim oblicima kreditiranja objasniti ćemo i okolnosti pod kojima se instrumenti osiguranja povrata kredita primjenjuju, te ukazuju na njihov kreditni utjecaj. Ovdje ćemo nabrojati samo opće čimbenike koji se odnose na prezentiranu problematiku.

Visina kreditnog iznosa, priroda poslovnih operacija, namjena kredita, te pozitivni propisi koji reguliraju odnose između kreditora i dužnika, veoma su bitna za izbor instrumenata osiguranja povrata kredita. Koji će se instrument osiguranja povrata kredita koristiti u većini slučajeva određuje kreditor. S obzirom na svoj kreditni položaj, poduzeća su distribuirana u širokom rasponu. Na jednom su kraju toga raspona poduzeća koji kapital mogu posuditi i bez garancije, a na drugom se polu nalaze poduzeća čiji je kreditni položaj tako loš da kreditor gotovo čitavo svoje pouzdanje mora zasnovati na dodatnim garancijama, ako želi osigurati povrat kredita. U prvome slučaju, sve dok poduzeće dobro posluje, nema ni poteškoća u korištenju kreditnih novčanih sredstava. U drugom slučaju, kreditor može, kao uvjet za plasman kreditnih sredstava, postaviti pravo na fizičko posjedovanje određene imovine potencijalnoga dužnika ili na pohranjivanju dijela imovine dužnika u ruke treće stranke - depozitara ili izvršitelja, kako je dužnik u nekim drugim okolnostima ne bi protupravno prisvojio.

4.4. METODE OSIGURANJA POVRATA KREDITA

U nastavku govorimo o metodama osiguranja povrata kredita, pri čemu je glavni naglasak stavljen i na praksu kreditnih institucija. Menadžer koji poznaje te zahtjeve i tu praksu lakše će i bolje procijeniti mogućnost i udovoljiti uvjetima za pribavljanje kredita.

4.4.1. *Kratkoročni krediti osigurani s više potpisnika zalihama i ostali instrumenti*

4.4.1.1. *Kreditni osigurani s više potpisnika*

U ovu kategoriju spadaju krediti čije su osiguranje obećala i preuzela dva ili više pojedinaca ili institucija pa će se na instrumentu osiguranja povrata kredita pojaviti dva ili više supotpisnika ili indosmenta. Razlike između supotpisnika i indosanta uglavnom su tehničke i zakonske prirode. Supotpisnik se potpisuje na prednjoj stranici vrijednosnog papira zajedno s dužnikom, dok se indosment osigurava potpisom indosanta na poleđini vrijednosnog papira.

Nakon dospijeca kredita, ako se kreditna obveza ne podmiri, vjerovnik predočava vrijednosni papir bilo kojem potpisniku i traži podmirenje dospjele obveze.

Ako kreditiranje nekoga poduzeća, potencijalnog dužnika, predstavlja prevelik financijski rizik za kreditora, kreditor će od dužnika zahtijevati da nađe adekvatnog potpisnika ili da indosira vrijednosni papir. U nekim slučajevima kreditor zahtijeva indosiranje vrijednosnih papira premda se kredit osigurava i imovinskim pokrićem. Uobičajena je i praksa da se od glavnih dioničara korporacije zahtijeva da indosiraju vrijednosne papire svoga poduzeća. Kod kreditiranja inokosnih i partnerskih poduzeća, potpis na instrumentu osiguranja povrata kredita traži se od vanjske osobe, jer će i osobnoj imovini vlasnika, ako bude trebalo, pribjeći vjerovnik. Dakako da će kreditor ispitati i bonitet supotpisnika ili indosanta kako bi se uvjerio u stvarnu valjanost i pouzdanost ponuđenog instrumenta osiguranja povrata kredita.

Prednost ove metode osiguravanja dodatnih garancija na plasirani kredit je u tome što se vjerovnik u ovom slučaju izravno ne miješa u redovno poslovanje dužnika, pa, ako se može dobiti prihvatljiv potpisnik, tada ovaj oblik kredita predstavlja najprikladnije rješenje. Glavni pak problem pri zatvaranju ove vrste kreditiranja je u tome što nije lako pronaći prihvatljivog vanjskog potpisnika, jer mogući potpisnici u pravilu pružaju refleksni otpor, bojeći se da dođu pod stvarni udar kreditne obveze dužnika.

4.4.1.2. *Kreditni osigurani zalihama*

Kreditni osigurani zalihama odobravaju se za financiranje zaliha, proizvodnje ili potraživanja. Kad god im je to moguće poduzeće, zbog nedostataka vlastitoga kapitala, nastoje od raznih kreditora posuditi novčana sredstva bez pokrića, da bi financirala svoj zalihe. U mnogim slučajevima poduzeća posuđuju novčana sredstva uz davanje svoje ostale imovine kao pokrića, a pri tome mogući prijenos vlasništva nad tom imovinom na vjerovnika, može utjecati na dužnikovo korištenje date imovine kao garancije. Sa stajališta kreditora, mnogi kratkoročni krediti bez garancije na određeni način predstavljaju

kredite s pokrićem u obliku zaliha, ako su odobreni za pokriće zaliha. Izravni ili neizravni krediti, koji su poduzeću odobreni za praćenje zaliha, vjerovniku omogućuju i praćenje njegovih potraživanja.

Na korištenje zaliha kao oblika garancije i na postotak vrijednosti zaliha koji će vjerovnik odrediti kao garancijsko pokriće mogućega kredita utječe određen broj čimbenika kao što su: a) kreditna sposobnost dužnika, b) perspektivnost proizvoda, c) mogućnost prodaje, d) stabilnost cijene i e) mogućnost zapljene.

a) kreditna sposobnost dužnika odnosno njegova sposobnost da u ugovorenim rokovima uredno podmiruje svoje dospjele obveze, u mnogome utječe na vjerovnika pri donošenju poslovne odluke o visini kredita i o vrsti osiguranja povrata kredita.

b) Proizvodi kratkog vijeka trajanja predstavljaju i veći financijski rizik. Ne samo da im se mora posvetiti više pažnje kod dorade, uskladištenja i otpreme, nego, ako ne prodaju unutar uobičajenoga roka, njihova se tržišna vrijednost može znatno smanjiti. Zato takvu robu nije primjereno preuzeti kao oblik garancije.

c) Mogućnost prodaje predstavlja glavni uvjet za odobrenje kredita. Financijske institucije odobravaju velike kreditne iznose na osnovi roba kao što su pšenica, kukuruz, šećer itd., dakle roba koje imaju stalno i razvijeno tržište. Nasuprot tome, poluproizvodi u procesu proizvodnje primjer su zaliha koje se ne mogu prodavati pa se u većini slučajeva ne mogu koristiti ni kao kvalitetna garancija. Zato će poduzeća koja koriste osnovne sirovine imati bolju osnovu za prosuđivanje novčanih sredstava od onih koja koriste poluproizvode ili gotove proizvode. K tome, i priroda poslovanja određuje manju ili veću mogućnost prodaje gotove robe. Tako trgovac građevnim materijalom prodaje kurentniju robu od npr. proizvođača pojedinih kozmetičkih proizvoda, i zato njegova roba u zalihama predstavlja i bolju garanciju za davaoca kredita.

d) Stabilnost cijena proizvoda također utječe na donošenje odluke o upotrebi određenog proizvoda u zalihama kao instrumenta osiguranja povrata kredita. Npr., vjerovnik na osnovi ponuđenih zaliha gotovih proizvoda, neće poduzeću odobriti relativno veći iznos kredita ako tijekom korištenja novčanih sredstava postoji realna mogućnost pada cijena, koja bi objektivno mogla dovesti do toga da vrijednost zaliha kao garancija bude manja od odobrenog i plasiranoga kredita uvećanog za kamate.

e) Priroda prava na zapljenu zasniva se na okolnosti da je kreditoru kao garanciju osiguranja plasiranih novčanih sredstava, za slučaj insolventnosti ili bankrota dužnika oportunije uzeti dužnikovu imovinu od nekog drugog instrumenta osiguranja. Tako, davanje skladišne potvrde o primitku robe kao oblika garancije, vjerovniku daje veću sigurnost nego što faktoru daje pravo na

zapljenu robe. U prvome slučaju, robu posjeduje treća stranka, skladištar, dok je u drugom slučaju roba u posjedu kupca.

Što se tiče cijene odnosno troškova kredita, krediti koji uzimaju zalihe kao oblik osiguranja povrata, obično su skuplji od drugih vrsta osiguranih kredita. Razlog tome je u prirodi imovinskog osiguranja. Naime, većina stavki zaliha ima vrlo visok koeficijent obrta, a pojedine stavke zaliha, koje su možda date kao osiguranje, često se teško identificiraju. Zato, kada se zahtijevaju zalihe kao osiguranje, i pored očite izvjesnosti da je vrijednost kratkotrajne imovine dužnika veća od dobivenoga kredita, vjerovnike brinu dvije stvari : prvo, zaštita od moguće prijevare od strane dužnika i drugo, pravo prvenstva nad imovinom dužnika u slučaju da dužnik postane insolventan . U pokušaju da se koliko je to moguće smanje kreditni rizik s obzirom na navedene dvije bojazni, nastaju i značajni troškovi, direktno putem vjerovnika ili putem dužnika. u oba slučaja oni su, dakako, uključeni u cijenu kredita.

4.4.1.3. Ostali instrumenti osiguranja

Ostali instrumenti osiguranja povrata kredita mogu biti u obliku: a) skladišne potvrde o primitku robe, b) faktorovog prava na zapljenu robe, c) hipoteke na pokretnu imovinu i d) zaloga robe.

a) Skladišna potvrda o primitku robe predstavlja značajan instrument osiguranja povrata kredita koji se osiguravaju zalihama. Skladišna potvrda je pravni dokument koji, nakon plaćanja svih troškova uskladištenja, zakonskom vlasniku omogućava dobivanje u posjed uskladištene robe. Već u fazi pregovaranja o kreditu, vjerovnik od dužnika zahtijeva uručenje skladišne potvrde koju je izdalo javno skladišno poduzeće, a pored skladišne potvrde, za obavljanje kreditne transakcije najčešće su neophodni i sljedeći dokumenti: 1) bordero, 2) potvrda o vrijednosti ,3) izjava o vlasništvu i 4) polica osiguranja.

1) Bordero ("note") pruža uvid u detaljan popis imovine koji se nalazi u javnom skladištu.

2) Potvrda o vrijednosti, kao dokument, navodi broj skladišne potvrde, ime skladišnog poduzeća, mjesto gdje je roba uskladištena, težinu i broj uskladištenih jedinica, opis robe, cijenu i ocjenu kakvoće (ako postoji), te ukupno vrijednost robe. Kreditna institucija nastojat će pri preuzimanju ovoga dokumenta provjeriti cijenu odnosno vrijednost prikazanu u priloženim kopijama računa ili u troškovnim evidencijama. Osim toga, ako je neophodno, vjerovnik može i nezavisnu procjenu vrijednosti imovine koja se nalazi u javnome skladištu.

3) Izjava o vlasništvu je dokument kojim dužnik izjavljuje da ima zakonsko pravo na uskladištenu robu. Skladišna potvrda o primitku robe ne garantira pravo na osobno vlasništvo deponenta. Banke mogu provjeriti

vlasništvo uvidom u kopije računa ili zahtjevom za isporuku robe izravno u skladište, pri čemu banka može izvršiti direktno plaćanje isporučiocu robe.

4) Budući da je skladištar samo čuvar uskladištene robe, kreditori od budućih dužnika zahtijevaju osiguranje robe koje ovisi o prirodi robe i o lokaciji skladišta, te da policu osiguranja vinkuliraju u njihovu korist.

Skladišna potvrda može biti prenosiva ili neprenosiva. Zbog lakoće kojom se može postići izdavanje robe iz skladišta, najčešće se u kreditnim poslovnim aktivnostima koristiti neprenosiva skladišna potvrda. Skladišnica je prenosiva, pri čemu krajnji njezin imalac, nakon što skladišnicu preda javnome skladištu, ima pravo robu preuzeti i njome dalje raspolagati. Treba napomenuti da dok ne dođe u posjed vjerovnika, uvijek postoji mogućnost gubitka ili krađe skladišne potvrde.

Skladišna potvrda kao instrument osiguranja povrata kredita, sa stajališta vjerovnika, ima dosta praktičnih prednosti nad ostalim instrumentima osiguranja kredita, jer se putem nje imovina dužnika može prodati bez upućivanja na stečajni sud, odnosno bez potvrde javnoga bilježnika i bez posebne registracije na sudu. Posjed i kontrola robe u nadležnosti su nezainteresirane treće stranke, a predaja skladišne potvrde je neophodna za prijenos prava vlasništva.

b) Faktorovo pravo na zapljenu robe dobivenu od dužnika a, faktoru omogućava zapljenu ustupljenih potraživanja ili zaliha, a primjenjuje se kao oblik garancije za odobrenje, odnosno za obnovu ili za prolongaciju kredita.

Provođenje faktorovog prava na zapljenu ostvaruje se tako da dužnika i vjerovnik zaključuju ugovor o kreditu u kojem se utvrđuju svi bitni čimbenici za kreditne transakcije. Ugovor mora biti ovjeren kod javnoga bilježnika. Ugovorom dužnik ukazuje na popis svojih zaliha odnosno potraživanja na koje se odnosi pravo na zapljenu. Te se zalihe i potraživanja u njegovome posjedu tijekom cijeloga kreditnog perioda. Tamo gdje je to ugovorom o kreditu predviđeno, pravo na zapljenu može se odnositi na cijeli proces proizvodnje - od zaliha sirovina i materijala do gotovih proizvoda. Kad se roba proda, pravo na zapljenu prestaje, a ako je roba prodana na kredit, umjesto zaliha kao garancije uzimaju se potraživanja od kupaca. Naplatom svojih potraživanja od kupaca poduzeće osigurava novčana sredstva za podmirenje kreditne obveze prema faktoru. Od svojih dužnika faktor, tijekom trajanja kreditne obveze, obično zahtijeva redovito izvještavanje o novonabavljenim sirovinama i materijalima, o prodanim gotovim proizvodima, te o saldu zaliha. Povećanje zaliha čini osnovu za novi kredit, a smanjuje - osnovu za povrat kredita. Po potrebi, poduzeće može svoje potraživanje prodati faktoru.

c) Poduzeće može, kao instrument osiguranja povrata kratkoročnoga kredita, dati i hipoteku na svoju pokretnu fiksnu ili na svoju tekuću imovinu. Glavni nedostatak hipoteke kao instrumenta osiguranja povrata kredita leži u njenim zakonskim karakteristikama, u postupku koji kreditor mora slijediti da bi

hipoteka bila djelotvorna, te u kratkim kreditnim rokovima i u visokom obrtu založene pokretne imovine. Hipoteka na pokretnu imovinu slična je hipoteci na nekretnine. Hipotekarna izjava mora se izraziti pored javnim bilježnikom i registrirati u sudu.

Imovina koja se daje kao garancija mora biti detaljno opisana u hipoteci, a tekuća imovina koja se navodi u hipoteci ne može se mijenjati bez dozvole vlasnika hipoteke.

d) Kao instrument osiguranja povrata kredita dužnik može svome vjerovniku dati u zalog neku svoju robu, ali se zalog robe rijetko javlja kao instrument osiguranja povrata kredita. S jedne strane, ovaj je vid osiguranja kredita nepovoljan za dužnika, jer se založene zalihe ne mogu koristiti u procesu proizvodnje, a s druge strane, za kreditora to nije izvedivo, jer financijska institucija najčešće nema ili i ne želi kapacitete za skladištenje robe. Ovaj instrument osiguranja povrata kredita, zato, uglavnom koriste poduzeća čiji je svaki pojedini komad imovine visoke vrijednosti a male veličine.

4.4.2. *Kratkoročni krediti osigurani potraživanjima ili drugom imovinom*

Između stavaka tekuće imovine poduzeća potraživanja su najčešće druga po veličini, odmah iza zaliha, a kod nekih poduzeća po svom opsegu premašuju i zalihe. Zato je i logično da se potraživanja, koja dopijevaju kratkoročno, koriste i za kratkoročno kreditiranje. Zbog prikladnijeg objašnjenja, kreditiranje putem ustupanja potraživanja odnosno cesije, podijelit ćemo u dvije skupine a) prodaja potraživanja i b) potraživanje kao instrument osiguranja povrata kredita.

Institucije koje kreditiraju potraživanja također se mogu podijeliti u dvije skupine i to na faktore koju uglavnom kupuju potraživanja i na financijske institucije koje potraživanjima osiguravaju povrat svojih potraživanja.

a) Poduzeće se odlučuje na korištenje usluga faktora iz jednog ili dva sljedeća razloga: prvo, kao što znamo, faktor može biti i izvorom kreditnih sredstava, a novčana se sredstva mogu pribaviti i ustupanjem potraživanja kao instrumenta osiguranja povrata kredita, - drugo, poduzeće dužnik može faktoru prodati svoje dospjelo ili nedospjelo potraživanje u smislu naplate i financijskoga rizika.

Nakon potpisivanja ugovora o kreditiranju između faktora i dužnika, u kojem se utvrđuju relevantni čimbenici kreditnoga posla, dužnik predaje faktoru svoja potraživanja u zamjenu za kreditna sredstva. Otkupom potraživanja odnosno forfaitnim ugovorom ("forfait contract"), sav rizik naplate prenosi se na forfetera odnosno na faktora, banku ili na financijsku instituciju koja je otkupila potraživanje, dakako, uz isključenje prava novoga vjerovnika na regres prema prodavaocu, za slučaj da potraživanje nije naplativo. Po svojoj pravnoj prirodi

forfait predstavlja ugovor o prodaji koji isključuje odgovornost prodavaoca za naplativost, dok za istinitost potraživanja uvijek odgovara prodavalac odnosno forfaitist. Potraživanja koje su predmet forfaitirans prenose se cesijom radi ispunjenja ugovora o prodaji.

Po primitku obavijesti o isporuci gotovih proizvoda ili robe, faktor odmah doznauje kreditirani iznos, najčešće umanjen za iznos obračunske kamate i faktorove provizije. Iznos faktorove provizije ovisi o bonitetu kupca i dužnika, uvjetima prodaje, traženom kreditnom iznosu, stanju konkurencije i sl. Provizija sadrži i trošak kreditne kontrole, gubitke zbog sumnjivih i spornih potraživanja, troškove naplate potraživanja, odnosno sve troškove faktora vezane uz plasirani kreditni iznos.

Factoring, poput nekih vrsta kredita s imovinom kao pokrićem, predstavlja kredit koji se može obnavljati ili produživati i tako alterirati u kredit na neodređeno vrijeme. Korišteni iznos kredita može se automatski povećati ili smanjiti u skladu s obujmom prodaje, potrebama dužnika i u skladu s kreditnim mogućnostima faktora.

Nedostatci ove specifične metode kreditiranja očituje se u povećanim troškovima i u ograničenju prodaje. Da bi se utvrdili stvarni troškovi po ovoj metodi, potrebno je ukupne troškove faktora u obliku kamatne stope i provizije staviti u odnos s tržišnim cijenama kratkoročnih kredita, s troškovima funkcioniranja kreditne i naplatne službe te s mogućim gubicima koji za poduzeće mogu proizaći iz sumnjivih i spornih potraživanja. K tome strogost faktorovih kreditnih standarda može dovesti i do ograničenja prodaje kupcima koji neredovito plaćaju ili traže određene financijske pogodnosti. Takva ograničenja, koja uvjetuje faktor, mogu negativno utjecati na ukupni financijski položaj poduzeća.

b) Potraživanja najčešće služe kao instrument osiguranja povrata kratkoročnih kredita. Ovdje se ne radi o izravnoj prodaji potraživanja kreditoru već o potraživanju koje služi kao instrument osiguranja povrata kredita. Poduzeće koje posuđuje novčana sredstva snosi sve financijske rizike koji proizlaze iz potraživanja.

Ovu metodu osiguranja povrata kredita koriste poduzeća, a u izvjesnim slučajevima ovaj način osiguranja kredita uvjetuju i vjerovnici. Među financijskim menadžerima postoji mišljenje da je ustupanje potraživanja kao garancije za osiguranje povrata kredita jedan od znakova slabosti poduzeća. Da u tome ima izvjesne logike, govori i činjenica da poduzeća koja svoje potraživanja moraju dati kao garanciju za povrat kredita ne žele da njihovi dužnici odnosno cesusi saznaju kako su njihova dugovanja dana kao garancija za dobivanje kredita njihovog vjerovnika odnosno cedenta.

Prilikom odobravanja ovakve vrste kredita, vjerovnik odnosno cesionar će posebnu pažnju posvetiti utvrđivanju boniteta cedenta i cesusa čija su potraživanja prenijeta kao instrument osiguranja povrata kredita.

Kako značajniji vjerovnici često puta pregledavaju i dužnikove poslovne knjige, posebnu pažnju potrebno je posvetiti pouzdanosti računovodstvene evidencije dužnika, knjizi izdanih i neplaćenih računa prodaje odnosno ispostavljenim računima koji služe kao instrument osiguranja povrata kredita. Također se provjerava financijski plan, dužnikova prošla sumnja i sporna potraživanja i iskustva s povratima isporučene robe, zatim primljeni avansi i sl. Kreditori moraju biti dobro informirani i o financijskim prilikama cesusa, kako bi rizici naplate kredita smanjili na najmanju mjeru.

Prilikom odlučivanja o visini traženog kredita na osnovi potraživanja, kreditor će uvijek za izvjesni postotak umanjiti visinu kredita u odnosu na visinu iznosa potraživanja koje je dano kao garancija. Taj postotak umanjenja zavisi o kvaliteti potraživanja, o ponudnom popustu za prijevremeno plaćanje, o bonitetu dužnika, o dužnikovim iskustvima sa sumnjivim i spornim potraživanjima i sl.

Ugovorom o kreditu može se predvidjeti da, ako dužnik ne podmiri kreditne obveze prema vjerovniku, kreditor može, uz suglasnost dužnika, obavijestiti cesusa da svoje dospjele obveze plaća novome vjerovniku odnosno cesionaru.

Kad se jednom zaključi ugovor, kreditiranje po ovoj osnovi može teći na neodređeno vrijeme. Radi se o vrlo fleksibilnoj vrsti kredita, čvrsto povezanoj s prodajom i potrebama, koja je sa stajališta dužnika slična gotovinskoj prodaji.

4.4.2.1. Krediti osigurani potraživanjima od potrošača

Trgovina na malo, koja prodaje robu na kredit, nije toliko izvor trgovačkih kredita kao što su to proizvođači i trgovci na veliko. S obzirom da trgovci na malo svoju trgovačku robu prodaju uglavnom krajnjim potrošačima, takva prodaja ustvari predstavlja potrošački kredit koji se otplaćuje iz novčanih primanja potrošača, a ne iz prihoda koji proizlaze iz ponovne prodaje robe. Kod prodaje robe na kredit, trgovina na malo od potrošača prima određeni novčani iznos u gotovom, a za drugi dio trgovina odobrava potrošaču mjesečni povrat kredita. Tom prilikom potrošač uručuje trgovcu potpisanu vlastitu mjenicu i daje ovjerenu izjavu o zabrani na svoja novčana primanja. Mjenica i izjava o zabrani na novčana primanja predstavljaju instrument osiguranja povrata kredita koji je trgovac odobrio potrošaču odnosno kupcu. Ujedno, mjenica i navedena izjava, predstavljaju prihvatljivu garanciju za poduzeća koja financiraju takvu prodaju i za njihove kreditore, kojima oni mogu ponuditi primljene instrumente osiguranja povrata kredita kao oblik garancije. Prenošanjem prava potraživanja na kreditora, trgovac na malo od svog vjerovnika prima novčana sredstva koja su umanjena za troškove financiranja. Odgovornost trgovca na malo za slučaj potrošačevog neplaćanja dospelih obveza, ovisi o sporazumu između trgovca i

njegovih vjerovnika. Ako cedent kompletno potraživanje prebaci na svog kreditora, onda će troškovi financiranja biti znatno veći, a od potrošača će se najčešće zahtijevati da svoje obveze plaća izravno cesionaru.

4.4.2.2. Krediti osigurani dionicama, obveznicama i hipotekom

Dionice i obveznice predstavljaju najprikladnije instrumente osiguranja povrata kredita, jer su troškovi rukovanja tim instrumentima vrlo niski i veoma su prikladni za kreditora. Krediti s ovim instrumentima osiguranja povrata, zbog nedostatka ovakvog oblika financiranja ili zbog toga što se radi o vrlo malim iznosima ulaganja, koji se nalaze u imovini poduzeća, obično nisu dostupni malim poduzećima. Davanje ove vrste imovine kao garancije nikako ne ometa normalno poslovanje poduzeća kao što to može biti slučaj s davanjem zaliha ili potraživanja kao oblika garancije.

Ovi instrumenti osiguranja povrata kredita predaju se kreditoru u posjed. Dionice ili obveznice koje glase na ime, dužnik indosira u korist svoga vjerovnika. Ako je pak kreditor kao instrument osiguranja povrata kredita od dužnika primio dionice i obveznice koje glase na donosioca, nije potrebno nikakvo indosiranje primljenih vrijednosnih papira. Kreditor ih uzima u posjed, a dužniku daje potvrdu o njihovom primitku.

U slučaju da dužnik ne podmiri svoje dospjele obveze, kreditor primljene vrijednosne papire predaje svom brokeru radi prodaje. Iz primljenog iznosa podmiruje svoje potraživanje uvećano za kamate i za dodatne troškove, a ostatak novčanih sredstava doznačuje svome dužniku.

Hipoteka na nepokretnu imovinu predstavlja značajni instrument osiguranja povrata kredita, a podrazumijeva odobrenje kredita na osnovi fiksne imovine. Visina kredita ovisi o vrijednosti imovine koja je dana kao garancija, a trebala bi biti nekoliko postotaka manja od vrijednosti imovine date kao garancije. Da bi hipoteka bila pravovaljana, hipotekarna izjava se mora izraditi pred javnim bilježnikom i registrirati u sudu.

4.4.2.3. Krediti osigurani policama životnog osiguranja

Police životnog osiguranja vlasnika, menadžmenta i radnika također se mogu upotrijebiti kao instrument osiguranja povrata kredita odnosno kao osnova za odobravanje kredita. Većina oblika policama životnog osiguranja ima gotovinsku otkupnu cijenu. To je određena suma navedena u polici koja se svake godine povećava. Sastavni dio ugovora o životnom osiguranju je i obveza osiguravatelja da će vlasniku police isplatiti gotovinsku otkupnu cijenu police i to u bilo koje vrijeme koje osiguranik izabere. Ta gotovinska otkupna cijena može biti osnova da osiguravajuća institucija kreditora vlasnika police do iznosa gotovinske otkupne cijene police bez otkazivanja police osiguranja. Zato gotovinska otkupna cijena police može biti i instrumentom osiguranja povrata kredita prilikom kreditnog zaduženja osiguranika kod osiguravajuće institucije ili od neke druge

financijske institucije. Police osiguranja prenose se izjavom o prijenosu. Prijenosom se kreditoru daje isključivo pravo naplate neto iznosa police po dospelim i neplaćenim obvezama dužnika od osiguravajućih institucija te isto pravo za slučaj da osigurana osoba umre prije otplate preuzetoga kredita, odnosno pravo da umjesto osiguranika, odnosno osobe koju je on ovlastio, primi ili podigne otkupnu cijenu police u bilo koje vrijeme.

Kako se većina polica životnog osiguranja ugovara radi zaštite pojedinaca ili njegove obitelji zbog moguće pojave osiguranoga slučaja, većina će menadžera, iako su troškovi korištenja takvih kredita znatno niži, kao oblik osiguranja povrata kredita ponuditi prvenstveno poslovnu imovinu.

5. SREDNJOROČNO FINANCIRANJE

Srednjoročno financiranje ("intermediate financing") posebno odgovara manjim ili srednje velikim poduzećima koja su dostigla zadovoljavajuću veličinu ili pak imaju odgovarajuću imovinu koju mogu koristiti kao instrument osiguranja povrata kredita. Srednjoročni su krediti u izvjesnim slučajevima bolji od obnove ili prolongacije kratkoročnih kredita i od obimnih formalnosti koje su povezane s dugoročnim financiranjem.

5.1. KARAKTERISTIKE SREDNJOROČNIH KREDITA

Razni autori različito definiraju srednjoročne kredite. Međutim, primarno ih karakteriziraju: a) trajanje perioda otplate, b) način otplaćivanja, c) način osiguranja povrata, te d) određene zaštitne klauzule.

a) Srednjoročni kredit obično je uvjetovan periodom otplate od jedne do pet godina. Trajanje otplate ovome kreditu daje svojstva i kratkoročnog i dugoročnog financiranja. U tom smislu može se reći da srednjoročni kredit i nije ništa drugo nego produženi kratkoročni odnosno skraćeni dugoročni kredit.

b) Redovna osobina srednjoročnih kredita je plan otplate kredita. Planom otplate unaprijed se utvrđuje raspored dospijeća kreditnih obveza, a otplatni obroci ugovaraju se u jednakim vremenskim periodima i to mjesečno, kvartalno, polugodišnje i godišnje. No, ponekad se utvrđuje mogućnost jednokratne otplate ili viših otplata koje se povezuju s određenom razinom i obimom prodaje odnosno s neto tokom novčanih sredstava.

c) Najveći broj srednjoročnih kredita osigurava se kvalitetnim instrumentima povrata kredita, koji obuhvaćaju čitavu skalu mogućih garancija, kao što su: obveznice, dionice, postojeća trajna imovina, novonabavljena oprema i sl. Tekuća imovina rijetko se koristi kao garancija za povrat srednjoročnoga kredita.

d) Jedna od karakterističnih osobina srednjoročnog kredita je zaštitna klauzula koja se unosi u ugovor o kreditu. Kako se, naime, novčana sredstva pribavljena srednjoročnim kreditom obično koriste za financiranje trajnih potreba poduzeća, kreditor mora biti siguran da će se plasirani kapital strogo namjenski koristiti. Da bi kreditor bio siguran kako će se kreditni kapital namjenski trošiti, on uglavnom o kreditu predviđa zaštitne klauzule kojima se: 1) zahtijeva održavanje određene razine kapitala, 2) limitiraju isplate dividendi, 3) sprečava prodaja ili različita alokacija bitne imovine, 4) utvrđuje visinu kreditnog zaduženja, 5) traži striktno podmirivanje drugih dospjelih obveza (plaćanje poreza, osiguranja, kamata na druge obveze i sl.), te 6) traži vođenje odgovarajućeg računovodstva i pripremanje pouzdanih financijskih izvještaja.

Na koji će se način, u kojim situacijama i u kojoj mjeri primjenjivati ugovorene klauzule, zavisi o ispitivanju ostalih odredbi ugovora o kreditu i o kreditoru. Nekad će se aktivirati samo jedna a nekad dvije ili više klauzula, što zavisi o karakteru propusta u izvršavanju obveza ugovorenih ugovorom o kreditu. Na primjer, isplata dividendi može se zabraniti ako tekuća imovina ili neto dobitak padnu ispod ugovorenom utvrđene visine.

5.2. PRIMJENA SREDNJOROČNIH KREDITA

Srednjoročni krediti posebno su pogodni za ekspanziju fiksne i trajne tekuće imovine koja ne može biti financirana iz pozitivnih neto novčanih tokova ili iz zadržanog neto dobitka. Mala i srednja poduzeća, ukoliko se isključi mogućnost financiranja putem pozitivnih neto novčanih tokova odnosno dobitaka, mogu imati poteškoća prilikom realnih potreba za dugoročnim financiranjem. U tim slučajevima srednjoročni se krediti javljaju kao adekvatno financijsko rješenje. Srednjoročni krediti takvim poduzećima omogućuju nabavku opreme odnosno ekspanziju fiksne imovine, što zatim utječe na povećanje prodaje. S povećanim opsegom prodaje, poduzeće povećava i svoje novčane primitke iz kojih se podmiruju kreditne obveze. Tijekom vremena poduzeće tako transformira vlastiti kapital iz novčanih u materijalne oblike. Ta se transformacija pojavnih oblika kapitala provodi svaki put kad se otplaćuju dospjele kreditne obveze.

Druga vrlo važna primjena srednjoročnih kredita je u nefinanciranju već postojećih kratkoročnih kredita, pri čemu kratkoročni krediti mogu postati revolving kreditima. Ako poduzeće smatra da kratkoročni krediti koče ili smanjuju njegov kreditni položaj i profitna očekivanja, transformacijom kratkoročnog u srednjoročni kredit produžuju rok dospijeca toga dijela svojih kratkoročnih obveza. Promjenom kratkoročnih kreditnih stavaka u srednjoročnu pasivu povećava se kvaliteta ročne strukture kapitala.

Sljedeće i najčešće područje primjene srednjoročnih kredita je investicijsko održavanje, tehničko-tehnološko poboljšanje i proširenje pogona poduzeća i sl. Direktno koristi od takvog angažiranja novčanih sredstava nisu

odmah vidljive, međutim, opća profitabilnost poduzeća opravdava angažirana kreditna sredstva.

U konačnoj analizi, bez obzira na to da li je poduzeće kreditno sposobno ili ne, o srednjoročnom kreditu potrebno je pregovarati s menadžmentom banke od koje poduzeće namjerava zatražiti kredit. Neke banke odbijaju plasirati kreditna sredstva

na rok duži od godinu dana, u skladu s općom poslovnom politikom koju primjenjuju. Ali i kod onih banaka koje odobravaju takve kredite, odobrenje ovisi o:

- a) raspoloživosti slobodnih novčanih sredstava koja se mogu plasirati na traženi kreditni period, b) odgovornosti prema dotičnom komitetu zbog visoke razine prosječnih depozitnih sredstava koje podržava ili je podržavao u prošlosti, c) procjeni profitabilnosti koji proizlazi iz tog posla, d) financijskom planu poduzeća, e) povjerenju u menadžment tražioca kredita, ABC) općoj perspektivi poslovanja poduzeća i sl.

5.3. KOMPARATIVNE PREDNOSTI SREDNJOROČNIH KREDITA

Komparativne prednosti srednjoročnih kredita treba razmatrati sa stajališta dužnika i vjerovnika u odnosu na kratkoročno i dugoročno financiranje. Srednjoročni krediti imaju i neke opće prednosti koje se pripisuju svim kreditnim oblicima financiranja. Bez obzira na zaštitne klauzule u ugovoru o srednjoročnom kreditu u odnosu na klauzule kod kratkoročnih kredita, one ne uključuju svakodnevnu kontrolu kao što je to slučaj kod nekih kratkoročnih kredita.

Sa stajališta troškova može se reći da su srednjoročni krediti u pravilu jeftiniji od pribavljanja kapitala emisijom dionica, jer su vjerovnici limitirani u mjeri kojom sudjeluju u poslovnom dobitku. Visina kreditnog iznosa, vrsta poslovne aktivnosti dužnika, prosječno stanje depozitnih sredstava, financijski plan dužnika, mogućnost kreditnog plasmana, profitabilnost posla, stupanj kreditnog rizika, period povrata, te opća potražnja za kreditima, imat će značajniji utjecaj na cijenu pojedinih oblika kreditiranja. Jedna od važnih prednosti srednjoročnih kredita je njihovo prilagođavanje trajanju potreba za novčanim sredstvima, što doprinosi sigurnosti ostvarenja financijskog plana poduzeća.

Što se tiče vjerovnika, komparativne prednosti srednjoročnoga kreditiranja dužnika u odnosu na dugoročno kreditiranje, očituje se u dužini perioda povrata kredita. Što je duži period povrata, veći je i rizik povrata plasiranih novčanih sredstava, što značajno utječu na cijenu kapitala.

5.4. FINANCIRANJE POMOĆU NAJMA

Težnja prema prilagodbi financijskim mogućnostima kupaca dovela je do stvaranja posebnog oblika financiranja koji se naziva "financiranje pomoću najma" odnosno "leasing" ili "pokriveni dug". Ugovor o najmu za poduzeće predstavlja alternativu nabavci pojedinih oblika fiksne imovine koji najmoprimcu dopušta korištenje unajmljene imovine bez prijenosa prava vlasništva. Brzi uspon korištenja najma kao oblika financiranja objašnjava se sve većom potrebom da se nova tehničko-tehnološka oprema koristi istovremeno sa sve bržim rastom tehničko-tehnoloških dostignuća, koja (potreba) nije zadovoljena klasičnim modelima financiranja - dakle ni vlastitim kapitalom, ni kreditnim sredstvima banaka, ni drugim financijskim izvorima.

Najznačajniju grupu najmodavaca čine proizvođači najsuvremenije opreme u domeni tehničko-tehnoloških dostignuća, a zatim banke i leasing institucije. Razni oblici leasing aranžmana mogu se podijeliti na: a) poslovni najam ("operating leasing") i na b) financijski najam ("financial leasing").

a) Kratko trajanje i uključivanje klauzule o prijevremenom raskidu ili modificiranju ugovora, s osnovnim ciljem da se poveća prodaja, obično karakterizira poslovni ili operativni najam, odnosno najam opreme i dobara. Operativni najam se obično primjenjuje kad se oprema namjerava koristiti u kraćem periodu ili zbog brze tehničko-tehnološke zastare opreme koja se namjerava uzeti u najam.

b) Financijski najam karakterizira ugovaranje najma na duži period, bez klauzule o mogućnosti prijevremenog raskida ugovora. Kao takav, financijski najam predstavlja pravi izvor financiranja za nabavku fiksne imovine, koja mora ostati u procesu proizvodnje poduzeća u dužem periodu. Ovaj oblik financiranja kupovine fiksne imovine sličan je kupovini na kredit, jer naknada na ime najma, pored dijela za amortizaciju unajmljene imovine (svojevrсна otplatna kvota), sadrži i kamatu odnosno dio za plaćanje naknade za korištenje imovine. Financijski najam razlikuje se od kupnje fiksne imovine na kredit jer se dokument o vlasništvu nad imovinom ne prenosi na osobu najmoprimca, a unajmljena se imovina mora vratiti. Osim tog, kod financijskog najma nema poreznih olakšica jer taj oblik nabave imovine nema tretman uobičajenih ulaganja.

Razlikujemo tri osnovna oblika financiranja najma: 1) direktni najam ("direct leasing"), 2) prodaju uz povratni najam ("sale and leaseback") i 3) indirektni najam ("indirect leasing" ili "leveraged leasing").

1) Kod direktnog najma najmoprimac određuje opremu koju bi htio koristiti i zaključuje ugovor s leasing institucijom kako bi mu je ona kupila i dala u najam.

2) Kada poduzeće prodaje neku vrstu imovine i potpisuje ugovor o najmu kako bi je moglo i dalje koristiti, tada se radi o prodaji uz povratni najam. To se

npr. događa kad poduzeće želi putem prodaje neke opreme prikupiti novac, ali se u isto vrijeme ne može odreći njezinoga proizvodnog doprinosa. Svoje želje poduzeće tada može zadovoljiti putem prodaje te opreme nekoj leasing instituciji, ostvarujući na taj način potrebna novčana sredstva, a istovremeno zaključuje ugovor o najmu te opreme na dugi rok s leasing institucijom da bi je moglo i dalje koristiti. Legalno vlasništvo te opreme prenosi se u korist leasing institucije, a pravo korištenja ostaje poduzeću.

3) Ako zbog nemogućnosti zaokruženje kompletne financijske konstrukcije, najmodavac traži dodatne financijske izvore za kupovinu neke imovine, koristeći pri tome ugovor kao instrument osiguranja povrata novčanih sredstava, tada se radi o indirektnom najmu. U ugovoru o najmu detaljno se navode visine mjesečnih, kvartalnih, polugodišnjih ili godišnjih rata te visina prvoga plaćanja prilikom zaključivanja ugovora o najmu.

Istekom ugovora o najmu najmoprimcu se daje nekoliko mogućnosti od kojih su najvažnije one koje se odnose na pravo da produži najam po nižoj cijeni, pravo, otkupa po određenoj, najčešće nižoj cijeni, i mogućnost da se unajmljena imovina vrati najmodavcu.

Što se tiče perioda na koji je zaključen ugovor o najmu i perioda amortizacije unajmljene imovine, period amortizacije mora biti znatno duži.

Iako aranžman o najmu, u odnosu na druge vidove financiranja prodaje, ima neke karakteristike koje ga svrstavaju u grupu skupljih oblika financiranja, on ima i određene prednosti u koje se ubrajaju; prvo, mogućnost korištenja proizvoda ili opreme koja predstavlja najsuvremeniju tehniku i tehnologiju, drugo, pogodnost korisnicima sa sezonskim karakterom poslovanja, treće, mogućnost da se najmoprimac oslobodi problema što se javljaju zbog ubrzanog zastarijevanja fiksne imovine uslijed sve bržeg tehničko-tehnološkog napretka, a koje vrlo često zastarijeva i prije isteka njihovoga perioda amortizacije ili perioda povrata kredita, četvrto, mogućnost veće likvidnosti i solventnosti poduzeća, te peto, smanjenje rizika koji može nastati zbog promjene u potražnji za pojedinim proizvodima i uslugama.

U negativne činioce primjene najma ubrajaju se oni koji ukazuju na to da je najam skup oblik financiranja, često i znano skuplji od kupovine na kredit. No, sama činjenica da je najam, u izvjesnom smislu, skuplji oblik financiranja u odnosu na druge oblike financiranja, ne daje dovoljno razloga da se najam kao oblik financiranja, u praksi ne primjenjuje. Imajući u vidu skalu pozitivnih karakteristika koje ukazuju na to da metoda financiranja putem najma predstavlja značajniji model srednjoročnog i dugoročnog financiranja, u mnogim alternativnim financijskim mogućnostima najmu se daje posebna prednost.

6. DUGOROČNO FINANCIRANJE

6.1. KREDITIRANJE

Razmatrajući dugoročno financiranje ("long-term financing"), ulazimo i u područje velikih poduzeća sa složenom organizacijskom strukturom neophodnom za trajno djelovanje poduzeća. Kapital potreban za financiranje investicijskih mogućnosti, poduzeće može pribaviti od financijskih institucija putem investicijskih kredita ili emisijom vrijednosnih papira.

Sušтина dugoročnoga kredita je u posredovanju banke između onih koji ostvaruju akumulaciju ne troše u cijelosti, već njegovu potrošnju odlažu za kasniji period, i onih subjekata kojima za financiranje investicija nedostaju novčana sredstva, koja u obliku kredita dobivaju od banke. Banka u ovome slučaju akumulira novčana sredstva i prenosi kupovnu moć prvih odnosno suficitarnih subjekata, pojavljujući se prema njima kao dužnik, na druge odnosno deficitarne subjekte, prema kojima se pojavljuje kao vjerovnik.

Tako akumulirana novčana sredstva namjenjuju se, pored ostalog, za nove investicije na period od preko pet godina. Prije donošenja odluke o plasmanu dugoročnoga kapitala u neku investiciju, banka ocjenjuje ekonomsko-financijsku efikasnost investicijskog programa, kojeg je dostavio investitor, odnosno utvrđuju sposobnost investicija i potencijalnoga dužnika da u predviđeno vrijeme vrati očekivana kreditna sredstva.

U većini slučajeva vjerovnici provode kontrolu dotičnog ulaganja sve dok se kredit, odobren za to ulaganje, u potpunosti ne otplati. Ponekad se ugovorom predviđa i mogućnost konverzije kredita u vrijednosne papire prikladnih iznosa koji bi se mogli prodati na organiziranim tržištima kapitala. Na taj način poduzeće zamjenjuje klasični kreditni odnos s vjerovnicima, pa na pasivnoj strani bilance ne iskazuje obvezu prema vjerovnicima nego prema izdanim obveznicama ili dioničarima.

6.1.1. Razlozi za korištenje dugoročnih kredita

Financiranje putem dugoročnih kredita, u odnosu na vlastiti kapital, financijskom menadžmentu nudi mnoge prednosti, o kojima smo govorili u drugom poglavlju. Osim toga, pojedini oblici dugoročnih kredita imaju određene specifične karakteristike iz kojih proizlaze i neke njihove prednosti spram kredita s kraćim rokom dospijea ili spram načina njihove upotrebe. Tako npr. kod dugoročnog kreditiranja nema one opasnosti što proizlaze iz rokova dospijea glavnice kod kratkoročnih kredita, ni one prijetnje što kod kratkoročnog kreditiranja stalno stoji nad solventnošću dužnika. No, kad se govori o upotrebi dugoročnih kredita, treba spomenuti i moguće prednosti takvih spram kratkoročnih kredita s pojedinih drugih financijskih aspekata. Ako se fiksna ili trajna tekuća imovina povećava na osnovi kratkoročnog financiranja te imovine, u bilanci će doći do negativnog prelijevanja jer nije podržana adekvatnim

vlastitim kapitalom ili dugoročnim kreditima. Sa stajališta normalnih poslovnih operacija dugoročni je kredit prirodni konkurent vlastitom kapitalu, ako se radi o financiranju potreba poduzeća za fiksnom i trajnom tekućom imovinom. S druge strane, postoje dvije opasnosti u vezi s upotrebom dugoročnih kredita, na koje financijski menadžment nastoji uvijek obratiti pažnju. Prvo od tih opasnosti proizlazi iz činjenice da se dugoročnost obveza može efektivirati kao teret u poslovanju poduzeća, jer kamata na takav kredit predstavlja tipičnu fiksnu obvezu koja se mora podmiriti bez obzira na ekonomsko i financijsko stanje poduzeća. Visoka kamatna stopa često puta čini takav teret da, ako ne dođe do uravnoteženja poremećenih novčanih tokova, može doći do pogoršanja financijskoga položaja poduzeća. Međutim, ako je kamatna stopa niža, poduzeće će ostvariti pozitivne financijske efekte koje uvjetuju djelovanje Financijske poluge u odnosu na profitabilnost vlastitoga kapitala. Ima i slučajeva da poduzeće preuzme dugoročni kredit uz fiksnu kamatnu stopu a da nakon nekoliko godina dođe do općeg pada tržišne kamatne stope ili do bitnog poboljšanja vlastitog financijskog položaja, što bi omogućilo i financiranje uz puno povoljnije uvjete. Zbog rariteta takve mogućnosti, menadžment poduzeća nastoji se već kod ugovaranja kredita zaštititi uključivanjem klauzule koja će mu u tom slučaju omogućiti prijevremenu isplatu preostalog dug odnosno isplatu staroga kredita novim kreditom, odobrenim po nižim kamatnim stopama. Nasuprot tome, ako je kredit ugovoren uz nižu kamatnu stopu od stvarne tržišne stope, a poduzeće ima slobodnoga kapitala iz kojeg bi mogao podmiriti sveukupne obveze prema vjerovniku, financijski menadžment će ipak nastojati zadržati takav svoj kapital ne ulažući ga u promptno vraćanje kredita. Druga opasnost što proizlazi iz upotrebe dugoročnoga kredita s jednokratnim dospeljećem, odnosno iz upotrebe kredita koji se u potpunosti otplaćuje po isteku ugovorenoga roka, nalazi se u okolnosti da tada nema vremenskoga pritiska na otplatu odnosno na tekuće novčane tokove s obzirom na približavanje dana dospeljća anuiteta (kao što je to kod kredita koji se otplaćuje po amortizacijskom planu, putem anuiteta), pa menadžment poduzeća može i zanemariti mogućnost prijevremenoga podmirenja obveza. No, ako je poduzeće u stanju platiti ili refinancirati svoje dospjele obveze, ni ova opasnost nije tako velika. Većina velikih poduzeća npr., ne samo da velik dio svoje imovine pokriva dugoročnim kreditima, već i rijetko kada, tijekom trajanja kredita, pokušava prijevremeno reducirati svoje kreditne obveze. To zato što ta poduzeća svoje poslovanje smatraju dovoljno stabilnim, trajnim i sposobnim da svoje dospjele obveze mogu platiti odnosno osigurati nove kredite ili izdati nove obveznice za isplatu starih, na dan njihova dospeljća.

No, bez obzira na to, poslovni je običaj da se u ugovore o kreditu uključuju klauzule koje omogućuju prijevremenu otplatu kredita odnosno povlačenje obveznica prije njihovoga konačnoga dospeljća. Za izmirenje obveza po izdanim obveznicama koriste se uglavnom opoziv i otkup.

Ukupne obveze po izdanim obveznicama mogu se opozvati uz suglasnost imaoaca obveznica i to tako da se opozovu uz određenu cijenu ili da se razdijele u nekoliko dijelova s kraćim rokovima, s tim da se suština otplate na obroke ne mijenja. Osim toga, ako poduzeće ima višak kapitala u odnosu na

svoje potrebe, te ako je na tržištu kapitala došlo do pada efektivne kamatne stope i ako ima suglasnost imao obveznica, poduzeće može otkupiti takve obveznice.

Financijski menadžment mora često puta dugoročnije sagledavati poslovnu situaciju poduzeća, kako bi anticipirao moguće buduće nestabilnosti, a u tom smislu će, ako to ocijeni profitabilnim, otkupiti i svoja dugovanja dok ima zadovoljavajuću razinu neto novčanog toka. Pritom, vlasnici kapitala moraju svoj glavni dobitak sagledavati u povećanoj sigurnosti i kvaliteti svojega kapitala, koji proizlazi iz smanjenog neto dobitka zbog podmirenja dugoročnih obveza.

6.2. OSNOVNA PODRUČJA PRIMJENE DUGOROČNOG FINANCIRANJA

U vezi s potencijalnim prednostima i nedostacima dugoročnog financiranja treba razmotriti i okolnosti pod kojima se takvo financiranje ostvaruje u praksi.

Općenito uzevši, dugoročno se financiranje smatra prikladnim samo za ona poduzeća koja su već dobro poslovno uhodana i koja permanentno posluju. Međutim, praksa zahtijeva da se načela dugoročnog financiranja u velikoj mjeri moraju prepoznati kao značajan izvor novčanih sredstava svih poduzeća, u svim područjima poslovnog djelovanja.

Veličina pojedinog poduzeća značajno utječe na oblik dugoročnog financiranja koji poduzeće koristi. Veličina poduzeća i trajnost poslovanja dijelom su međusobno uvjetovane kategorije, a znamo da velika poduzeća u pravilu lakše prebrođuju povremene financijske teškoće nego mala poduzeća. Tu, u malim poduzećima, poslovni uspjeh je previše ovisan o sposobnostima i zdravlju pojedinaca. Zbog te češće nestabilnosti malih poduzeća, dugoročno financiranje nije uobičajen izvor financijske pomoći takvim poduzećima. Postoje i izuzeci, no to je uglavnom pravilo. Osim toga, veća poduzeća mogu ponuditi kvalitetnije instrumente osiguranja povrata primljenoga kapitala.

Oblik poslovne organizacije drugi je čimbenik koji utječe na upotrebu dugoročnih izvora financiranja, a to je uvelike povezano i s relativnom stabilnošću u poslovanju. U slučaju inokosnog i partnerskog poduzeća, individualna odnosno partnerska osnova za otplatu dugoročnih financijskih obveza može nestati smrću ili bolešću vlasnika odnosno partnera ili uslijed nekog drugog nepredvidivog događaja, pri čemu se mogu javiti i dodatni problemi s naplatom dospjelih dugoročnih financijskih obveza. Kod korporacije se poslovanje, naprotiv, može nastaviti usprkos svakoj nesreći koja može zadesiti pojedinačne vlasnike ili menadžere.

7. OPCIJE, KONVERTIBILIJE, VARANTI I PRAVA

Iz emisije i prometa vrijednosnim papirima razvile su se određene mogućnosti koje pojedine vlasnike vrijednosnih papira stavljaju u povoljniji položaj, zato su: a) opcije ("options"), b) konvertibilije ("convertibles"), c) varanti ("warrants") i d) prava ("rights").

Opcije su pismeni ugovori kojima se izdavalac-sastavljač opcije ("writer of an option") odnosno njihov prodavalac obvezuje da će u budućnosti osigurati izvršenje prava iz opcije odnosno na kupovinu i/ili na prodaju vrijednosnih papira, sve uz određenu premiju ("premium"). Dakle, kupac koji ujedno može biti i/ili prodavalac, spreman je za račun plaćene premije obećati da će po nekoj izvršenoj cijeni ("exercise price" ili "striking price") i u utvrđenom roku kupiti odnosno prodati vrijednosni papir na koji glasi opcija. Ako opcija osigurava pravo na kupnju, onda se ona zove "call" opcija, a kad osigurava prava na prodaju, zove se "put" opcija.

U opcijskom poslovanju pojavljuje se kupac, koji može ostvariti pravo iz opcije, te mirujući vlasnik, koji je prodao svoje pravo uz određenu premiju. Kupovinom opcije, odnosno plaćanjem premije, njezin kupac se osigurava od neizvjesnosti buduće vrijednosti vrijednosnih papira. Američka opcija može se iskoristiti, prodati ili pustiti da propadne, sve do datuma njezina dospijeca. Europska opcija omogućuje to isto pravo, ali samo na datum svoga dospijeca.

b) Konvertibilije predstavljaju vrijednosne papire koji se mogu zamijeniti za druge vrijednosne papire istog izdavaoca, pod unaprijed utvrđenim uvjetima i u određenom vremenu. Konvertibilnost preferencijalnih dionica i svih vrsta obveznica, obavlja se u pravilu po unaprijed utvrđenoj fiksnoj cijeni konverzije ("conversion price") u obične dionice. Cijena konverzije utvrđuje se prilikom raspisa njihove emisije. Fiksna cijena konverzije, u trenutku emisije, veća je od njene tadašnje tržišne vrijednosti (15-20%), a ta razlika naziva se premijom konverzije ("conversion premium"). Dakle, do konverzije će doći kada tržišna cijena običnih dionica bude iznad cijene konverzije, pri čemu vlasnik konvertibilnog vrijednosnog papira ostvaruje kapitalni dohodak radi: prvo, porasta tržišne vrijednosti konvertibilnog vrijednosnog papira, ili drugo, stjecanja dionica veće vrijednosti od cijene što je platio za konvertibilni vrijednosni papir.

c) Varanti su pismene punomoći kao neodvojivi dijelovi ("undetachable") obveznica i preferencijalnih dionica, odnosno samostalni, odvojivi ("detachable") vrijednosni papiri, koji njihovim vlasnicima omogućuju pravo kupnje određenoga broja dodatnih novoemitiranih običnih dionica po unaprijed utvrđenoj fiksnoj izvršnoj cijeni ("exercise price") do datuma istjecanja varanta ("expiration date"). Njegovu cijenu određuje razlika između tržišne cijene dionica i one garantirane u varantu, koja je nešto niža od tekuće tržišne cijene kao i broj dionica koji se može kupiti po fiksnoj cijeni na temelju jednog varanta. Varanti kao samostalni vrijednosni papiri, prilikom reorganizacije poduzeća, mogu se izdavati i

vlasnicima običnih dionica te drugim zainteresiranim investitorima. Rok njegovog istjecanja je veoma važan kad varanti cirkuliraju kao odvojni vrijednosni papiri.

d) Prava predstavljaju samostalne vrijednosne papire koji njihovim vlasnicima odnosno običnim dioničarima, do datuma istjecanja prava ("expiration date"), omogućuju pravo prvokupnje određenoga broja dodatnih novoemitiranih običnih dionica uz privilegiranu upisnu cijenu ("subscription price"), kako bi osigurali svoj udio u vlasničkoj glavnici poduzeća. Vrijednost prava određena je razlikom između tržišne cijene dionica i privilegirane upisne cijene po kojoj se mogu kupiti emitirane obične dionice.

8. EMISIJA VRIJEDNOSNIH PAPIRA

Financiranje ulaganja emisijom vrijednosnih papira može se odvijati u dva oblika. Prvo, ako se radi o čistom kreditnom odnosu, koji je karakteriziran načelom povrata u unaprijed utvrđenim rokovima dospijeca ("maturity date"), onda je to emisija obveznica, a drugo ako se financiranjem uspostavlja trajan financijski odnos, koji je u zavisnosti o trajnosti njegova emitenta ili izdavača, tada se radi o emisiji permanentnih vrijednosnih papira odnosno dionica. Procedura ulaska u dugoročni financijski odnos, emisijom vrijednosnih papira, s jednim ili s više investitora može se ostvariti: a) ograničenom emisijom ("restricted issues") i b) otvorenom emisijom ("open issues").

Ako je emisija vrijednosnih papira unaprijed usmjerena prema pretpostavljenim ili poznatim investitorima, tada se radi o ograničenoj emisiji, a ona se može provesti: a) kao privatni plasman ("private placing"), kada se cjelokupna emisija uručuje poznatom investitoru i b) kao ograničeni javni plasman ("restricted public placing"), kada nisu unaprijed poznati svi investitori odnosno kada postoji rizik da prvopozvani investitori neće otkupiti cijelu emisiju, pa se dio emisije distribuira cjelokupnoj javnosti.

Otvorena emisija predstavlja javnu prodaju vrijednosnih papira svim zainteresiranim investitorima. Jasno je da u tom slučaju dužnik ne može pregovarati s tolikim brojem investitora koji dijele potraživanje. Zato se cjelokupna aktivnost, koja je najčešće povezana s otvorenom emisijom vrijednosnih papira, povjerava investicijskoj bankarskoj kući ("investment banker house").

a) Tržište novca je tržište bankovnih likvidnih rezervi kratkoročnih vrijednosnih papira s rokom dospijeca, u načelu do godinu dana, a cilj mu je osiguranje trajne dnevne likvidnosti banaka i osiguranje tekućeg plaćanja njihovih komitenata. Banka daje kratkoročne kredite drugoj banci iz viškova svojih likvidnih rezervi ("liquidity reserves") i to: do opoziva ("call money"), na period od nekoliko dana do nekoliko mjeseci, te na izrazito kratki period ("overnight money" ili "daily money"). Na ovom tržištu, koje nema formalne organizacije, posluje se "na riječ", putem telekomunikacijskih veza. U ovu grupu vrijednosnih

papira ("money market papers") spadaju: 1) blagajnički zapisi ("treasury bill"), 2) certifikati o depozitu ("certificate of deposit"), 3) bankovni akcepti ("acceptance") i 4) komercijalni papiri ("commercial papers").

1) **Blagajnički zapisi ili trezorske mjenice** predstavljaju vrijednosne papire s rokom dospelja do jedne godine. Izdaju ih centralne banke, državni trezori, odnosno ministarstvo financija, banke, državne agencije, te drugi ovlašteni emitenti. Spadaju u grupu nerizičnih vrijednosnih papira s visokim stupnjem sigurnosti i umjerenoga prihoda. Prodaju se uz diskont, pa im je cijena niža od nominalne, a o dospelju zapisa isplaćuje se nominalni iznos. Uobičajena su dospelja od 91 dan, 182 dana, 52 tjedna i sl. Kamatna stopa na blagajničke zapise orijentaciona je kamatna stopa koja se ugovara i pri ugovaranju drugih vrsta kredita ili prilikom emisije drugih vrijednosnih papira.

2) **Certifikati o depozitu** predstavljaju vrijednosne papire putem kojih banke pribavljaju kratkoročna novčana sredstva. Zbog povjerenja u emitente predstavljaju vrlo tražene vrijednosne papire novčanoga tržišta.

3) Budući da **bankovni akcepti** predstavljaju obveze banke koja obećava sigurnost isplate mjenične svote, svakom zakonitom imaoču mjenice, akceptiranom trasiranom mjenicom, lako se trguje i prodaje uz diskont.

4) **Komercijalni papiri** predstavljaju dužničke vrijednosne papire koje izdaju banke i korporacije dobrog boniteta radi pribavljanja kratkoročnih novčanih sredstava. Prodaju se uz diskont, direktno ili putem brokera.

b) Na deviznom tržištu ostvaruju se promet i transfer nacionalnim valutama odnosno devizama i to po cijeni odnosno po deviznom tečaju koji se formira na osnovi ponude i potražnje deviza, a granica fluktuiranja dotičnih tečajeva određene su intervencijama banaka, radi održavanja stabilnosti deviznog tečaja, monetarne politike i ukupnoga tržišta. Devizno tržište je međunarodno tržište, povezano komunikacijskim vezama, na kojem se neprekidno posluje kao na tržištima preko šaltera.²

c) Tržište kapitala predstavlja skup financijskih institucija koje usmjeruju ponudu i potražnju dugoročnih financijskih transakcija novcem i vrijednosnim papirima. Između tržišta novca i tržišta kapitala ne postoji oštro razgraničenje. Tržište kapitala dijeli se na: tržište dugoročnih kredita i na tržište dugoročnih vrijednosnih papira ili tržište kapitala u užem smislu. Tržište dugoročnih vrijednosnih papira dijeli se na: 1) primarno tržište kapitala ("primary market"), na kojem se vrijednosni papiri po prvi puta nude potencijalnim investitorima (ovdje se radi o emisiji i njejoj prvoj prodaji na tržištu kapitala radi pribavljanja novčanih sredstava) i 2) sekundarno tržište kapitala ("secondary

² Glavni svjetski centar deviznog tržišta su London, New York, Frankfurt i Zurich, čije banke simultano i unakrsno realiziraju najveći obujam deviznih transfera i povezivanje deviznih tržišta.

market”), na kojem se promeću već postojeći vrijednosni papiri. Sekundarno tržište vrijednosnih papira može biti spontano i organizirano tržište kapitala.

Organizirano tržište kapitala može biti strogo formalizirano, kamo spadaju burze ili efektne burze ili burze vrijednosnih papira. (“security exchange”) i manje formalizirano, kamo spada tržište preko šaltera (“over-the-counter market” - “OTC”) ili treće tržište kapitala (“the third market”) i četvrto tržište kapitala (“the fourth market”).

9. TRŽIŠTE KAPITALA

9.1. FUNKCIJE TRŽIŠTA KAPITALA

Jedna od najvažnijih uloga tržišta kapitala je u vođenju takve aktivne trgovine da investitori, u svakom trenutku mogu kupiti ili prodati vrijednosne papire po cijenama koje se malo razlikuju od njihove prvobitne kupovne cijene. Stalnost takve trgovine povećava cirkulaciju vrijednosnih papira kojima se trguje.

Postojanje tržišta kapitala olakšava i proces utvrđivanja cijena vrijednosnih papira. Visina cijena određena je zakonima ponude i potražnje. Kada se tržišna vrijednost vrijednosnih papira javno oglašava, te informacije pomažu i državi da mnogo uspješnije ustanovi svoje financijske resurse.

Tržišta kapitala posredno potiču nova ulaganja. U mjeri u kojoj se relativno lakše trguje vrijednosnim papirima na tekućem sekundarnom tržištu, investitori i osobe koje kupuju vrijednosne papire bit će spremniji svoja slobodna novčana sredstva ulagati u vrijednosne papire i tako financirati ekonomski razvoj određenih poduzeća.

S određene distance, sva tržišta kapitala predstavljaju svojevrzne samoregulirajuće financijske organizacije. Tržište kapitala sama “nadgledaju” integritet svojih članova i radnika. Putem neprekidne unutarnje revizije ona štite od nepoštena trgovine i razmjene. Oni koji stvaraju tržište spremni su platiti i cijenu provođenja revizije i isključiti nepoštena članove, jer znaju da opstanak njihovoga tržišta ovisi o njihovoj dobroj poslovnoj reputaciji i ugledu.

3.2. PRAVNA REGULACIJA TRŽIŠTA KAPITALA

Najvažniji propisi za emitiranje javljaju se u slučaju javne ponude vrijednosnih papira na organizacionom tržištu kapitala. U tom smislu postoje razne zakonske institucije koje ostvaruju društvenu kontrolu prometa vrijednosnih papira i reguliraju njihovu registraciju. Jedna od najpoznatijih nalazi se u Sjedinjenim Američkim Državama pod nazivom SEC “Securities and Exchange Commission”, koja je formirana 1933. godine.

Cilj je popisa da zaštite investitora, pa, između ostaloga, obvezuju na objavljivanje svih vitalnih činjenica koje se odnose na nove emisije, te na objavljivanje barem minimuma informacija koje, nakon kupnje, emitenti moraju dostavljati vlasnicima vrijednosnih papira. Propisi štite investitore i u slučaju kad su investicijski bankari, u ulozi komisionara, iz bilo kojeg razloga skloniji emitentu, ili kad ne preuzimaju potpunu odgovornost za zaštitu interesa investitora.

Propisi, nadalje, određuju da brokeri ("brokers"), kao agenti koji izvršavaju naloge za drugoga i za to primaju proviziju, te dileri ("dealers"), koji posluju u svoje ime i za svoj račun, moraju posjedovati državnu dozvolu za obavljanje transakcija vrijednosnim papirima, čime se također ostvaruje zaštita kupaca.

Za neke emisije vrijednosnih papira može se na osnovi propisa privremeno osporiti pravo na javnu ponudu, i to zbog izostavljanja bitnih materijalnih podataka ili zbog grešaka u prijavnom listu za registraciju emisije. Kad se greške i propusti isprave, emisija se više ne može spriječiti, bez obzira na njezin karakter. Zakonom se, osim toga, ne može spriječiti prodaja vrijednosnih papira, ako se radi samo o riziku koji nose. Procjena toga rizika prepušta se kupcima vrijednosnih papira. zakonom se utvrđuju i kazne za slučaj namjernog prekršaja ili zloupotrebe.

Zakon se odnosi na one vrijednosne papire koji se javno prodaju i koji kotiraju na organizacionom tržištu kapitala. Pri tome, male emisije vrijednosnih papira, odnosno godišnje emisije čiji je ukupni iznos manji od zakonom propisanog, ne podliježu propisima.

9.3. INVESTICIJSKI BANKARSTVO

Ako poduzeće putem otvorene emisije vrijednosnih papira želi pribaviti novčana sredstva ili želi da se njegovi već emitirani vrijednosni papiri pojave ili kotiraju na organizacionom tržištu kapitala, ono najčešće koristi usluge investicijske bankarske kuće. Osobe odgovorne za posredovanje odnosno za pronalaženje investitora za kupovinu vrijednosnih papira (koji se prodaju na sekundarnom tržištu kapitala), nazivaju se "investicijskim bankama". Dakle, to nisu bankari u običnom smislu spriječi, a nisu ni investitori. Investicijske bankare često nazivaju i "potpisnicima" ili "osiguravateljima" ("underwriters") i oni predstavljaju primarno tržište vrijednosnih papira. Osim usluga investicijskoga bankarstva neke od tih kuća pružaju i brokerske usluge. Ponekad i poslovne banke, uz svoje kreditne službe, imaju i službe koje se bave investicijskim bankarstvom.

Poslovi i problemi što proizlaze iz postupka stavljanja u promet vrijednosnih papira i iz njihovoga plaćanja, previše su stručni da bi ih uspješno rješavao sam menadžment poduzeća. Tu je potrebno poznavati stanje i tekući razvoj tržišta kapitala, te opću razinu kamatnih stopa i procjenjivati njihovo

potencijalno kretanje u budućnosti. Treba udovoljiti i brojnim pozitivnim propisima. Konačno, ako se želi postići racionalna i temeljita distribucija vrijednosnih papira, potrebna je specijalizirana prodajna organizacija.

U okviru svoga djelokruga, investicijske banke nude poduzećima savjetodavne, administrativne i distributivne usluge, te usluge preuzimanja rizika emisije.

Početni korak poduzeća u puštanju vrijednosnih papira u opticaj obično je u traženju usluga neke ugledne investicijske bankarske kuće. Investicijski-bankarska institucija, koja prva postigne dogovor s emitentom, naziva se "pokretačem" ("originator"). Bankar i poduzeće tada zajednički razrađuju detalje emisije kako bi ostvarili maksimalno mogući odaziv uz najmanji mogući trošak, a u tom pravcu i obliku emisije da bi bila prihvatljiva za potencijalne investitore. Bankarova savjetodavna uloga, iz domena poznavanja tržišta vrijednosnih papira, tu je od presudne važnosti.

Investicijski bankar s emitentom dijeli odgovornost za zakonitost cijeloga posla i pomaže emitentu u sastavljanju registracijske izjave ("registration statement"), koja se dostavlja zakonskom predstavniku radi odobrenja emisije.

Sastavni dio registarske liste je i prospekt ("prospectus") koji se nakon odobrenja i nakon određivanja cijene umnožava i dostavlja potencijalnim investitorima. Prospektom se prikazuju relativne činjenice koje su potrebne investitoru da ocijeni novu ponudu. Odobrenje registracijske izjave i prospekata, ne podrazumijeva i ocjenu zakonskog predstavnika o investicijskoj vrijednosti ponuđenih vrijednosnih papira već odobrenje podrazumijeva samo da su njima prikazane adekvatne informacije na osnovi kojih investitori mogu dati svoju ocjenu o bonitetu ponuđenih vrijednosnih papira. Svaku emisiju emitent ne mora registrirati kod zakonskog predstavnika, ali ta okolnost emitenta i osiguravatelja ne oslobađa zakonskih sankcija za eventualne prikrivene prijevare ili za administrativne simplifikacije emisije.

Kad investicijski bankar na sebe preuzme rizik emisije odnosno kad taj bankar otkupi emisiju vrijednosnih papira, što se naziva "potpisivanje" ili "osiguranje" ("underwriting"), on obično formira sindikat investicijskih bankara za distribuciju vrijednosnih papira. Na taj način svi članovi sindikata postaju zainteresiranim strankama, distributivna mreža se širi, a rizik distribucije vrijednosnih papira se dijeli. Što je emisija veća, veća je i mogućnost takvoga sindikalnoga dogovora. Bankar odgovoran za plasman emisije vrijednosnih papira obično, u smislu posredovanja, preuzima i ulogu menadžera sindikalnih operacija, te dobiva specijalnu proviziju za svoje posredničke usluge.

Prodajom vrijednosnih papira po nešto višoj cijeni nego što su ih platili emitentu, investicijski bankari ostvaruju određenu zaradu. Razlika između ove dvije cijene naziva se "raspon" ("spread"). Npr. za izdate vrijednosne papire nominalna razlika je četiri posto bodova, a ta se razlika obično dijeli tako da

menadžment osiguranja, za pokretanje i vođenje sindikata, zadržava polovicu jednog boda, oko jedan do jedan i po posto dobiva osiguravajuća grupa, a članovi prodajne grupe dobivaju preostalih dva posto. Ako pak menadžeri osiguranja obavljaju sve poslove prodaje do konačnih investitora, oni stječu i zaradu od svih 4% bodova.

Prilikom emisije vrijednosnih papira možda je najteža odluka određivanje očekivane prodajne cijene, koja ne smije biti preniska, da ne bi bila neisplativa za emitente, a ni previsoka, da ne bi prouzrokovala gubitke osigurateljima. Da bi se maksimalno smanjio rizik, cijena se u pravilu određuje krajem registracijskog perioda. Ako pak sindikat čeka da se konačna cijena odredi tek kad emisija bude spremna za tržište, imat će najnovije informacije o stanju na tržištu. Kad je cijena "prava", tržišni uvjeti dobri, a izdavač i osiguratelji ugledni, vrijednosni papiri bit će u pravilu prodani za jedan ili za nekoliko dana. Ako nedostaje samo jedan (ili više) od navedenih uvjeta, može se dogoditi da se emisija prodaje sporo, trajajući tjednima, mjesecima i duže, dok se ne proda. U tom se slučaju može donijeti i odluka o odustajanju od prodaje odnosno o čekanju "boljih vremena". Ako se radi o velikom financijskom zahvatu, to može rezultirati i velikim financijskim gubicima za osigurateljski sindikat.

Drugi mogući postupak emisije vrijednosnih papira odnosi se na angažiranje bankara na komisionoj osnovi. Ova je metoda poznata pod nazivom "prodajni posrednik" ("selling agent") ili "best efforts" metoda. Ona podrazumijeva da bankar ne preuzima rizik emisije, ali prihvaća da upotrijebi sve svoje iskustvo, znanje i sposobnost u distribuciji vrijednosnih papira. Ovaj se postupak obično koristi: prvo, kad emisija, kao npr. emisija običnih dionica, može imati tako neizvjesne tržišne izgleda da bankar ne prihvaća njihovo osiguranje, i drugo, kad je emitent u takvom financijskom položaju da je voljan preuzeti rizik emisije kako bi ostvario dio uobičajene provizije koju bi morao dati bankaru.

Ponekad se osiguratelj odabire na osnovi javnog nadmetanja, što je bolje nego odabiranje na osnovi privatne ili osobne selekcije. U tom slučaju, investicijski bankari koji žele otkupiti emisiju, podnose cijenu koju su voljni ponuditi, a prihvaća se najbolja ponuda. Dakako da pitanje prodaje na osnovi ponuda zahtijeva i određenu polemiku. Neki smatraju da je to jedini način postizanja racionalnog financiranja. Drugi pak smatraju da se veza emitenta s investicijskim bankarom zasniva na profesionalnom povjerenju analogno vezi između pacijenata i liječnika, te da se takva usluga ne može sagledavati samo s novčane strane. No, na nekim područjima od javnog interesa, sam zakon zahtijeva promjenu metode najpovoljnije ponude. A navedena se dilema vjerojatno može riješiti tako da se u slučaju kad je rizik emisije nizak, kao glavni uvjet za donošenje odluke o javnom prikupljanju ponuda uzme visina provizije osiguranja, a da se u izvjesnim drugim slučajevima, kad se cijela ponuda ionako sastavlja na način da najbolje odgovara specifičnim okolnostima, posegne za osobnim odabirom bankara, s kojim se i očekuje kontinuirana suradnja u tome poslu.

10. FINANCIRANJE POSLOVANJA OBVEZNICAMA

Obveznice (anglosaksonski naziv "bonds") kao oblik vrijednosnog papira, predstavljaju pismenu ispravu kojom se dokazuje određeni dužnički odnos odnosno postojanje, i kojom se izdavalac (obveznice) obvezuje da će kupcu odnosno vlasniku (obveznice) po unaprijed određenoj dinamici isplatiti novčane iznose naznačene u obveznici. Dakle, obveznica, ustvari, predstavlja jedan od načina prikupljanja novčanih sredstava odnosno kreditiranja emitenata.

Obveznica se sastoji od dva dijela. Prvi dio je plašt obveznice u kojem su definirani svi bitni elementi od interesa za odnose izdavaoca i vlasnika obveznice, a drugi dio je talon obveznice. Plašt obveznice obuhvaća oznaku da se radi o obveznici, naziv i sjedište emitenta obveznice, naziv i sjedište vlasnika obveznice odnosno oznaku da glasi na donosioca, novčanu svotu na koju obveznica glasi, visinu kamatne stope ili naznaku udjela u financijskom rezultatu, rokove za isplatu glavnice i kamata, mjesto izdavanja, datum izdavanja, serijski broj s kontrolnim brojem obveznice, faksimil potpisa ovlaštenih osoba emitenta, te naznaku prava koja proizlaze iz obveznice. Talon obveznice sadrži anuitetske ili kamatne kupone na osnovi kojih se naplaćuje potraživanje. Uobičajeno je da obveznice glase na donosioca pa njihovi vlasnici mogu njima trgovati.

Ako obveznice glase na vlasnikovo ime, koje je upisano u knjigu za prijenos vrijednosnih papira poduzeća, kamate i glavnica se najčešće naplaćuju putem čekova koje poduzeće indosira na vlasnika i šalje mu ih putem pošte. Takve se obveznice zovu "registrirane obveznice" ("registered bond"). Inicijativu za naplatu kamata i glavnice kod kuponskih obveznica ima vlasnik obveznica, a kod registriranih obveznica - poduzeće emitent.

Obveznice možemo klasificirati prema različitim aspektima, a po jednom od njih možemo ih razvrstati prema bitnim klauzulama ugovora. Prema toj klasifikaciji razlikujemo: a) obveznice prema vrsti osiguranja, b) obveznice prema karakteru naknade i c) obveznice prema načinu podmirenja obveza.

10.1. OBVEZNICE PREMA VRSTI OSIGURANJA

Obveznice prema vrsti osiguranja možemo podijeliti na: a) sigurane obveznice ("secured bonds") i na b) neosigurane obveznice ("unsecured bonds").

a) Osnovnu pretpostavku za bilo kakvo dugoročno zaduživanje čini emitentova sposobnost ostvarivanja pozitivne profitabilnosti. Tamo gdje iz bilo kojega razloga postoji sumnja u ostvarivanje ovoga čimbenika, vjerovnici će za slučaj poslovnog neuspjeha emitenta, na osnovi kupljenih obveznica tražiti uvođenje dodatnih instrumenata osiguranja svojih potraživanja. To se postiže emitiranjem osiguranih obveznica koje kao dodatno pokriće imaju oblike imovine ili garancije. Osigurane obveznice mogu se podijeliti na: 1) obveznice uz

zalog opreme ("equipment bonds"), 2) hipotekarne obveznice ("mortgage bonds") i na 3) obveznice s dodatnom garancijom ili uz jamstvo ("collateral bonds").

1) Obveznice čija se isplata garantira i opremom emitenta, nastaju kada emitent nabavlja novu opremu na koju vjerovnici traže da im se uknjiži pravo vlasništva, a pravo korištenja ostavljaju emitentu. Podmirenjem obveza prema, za tu osnovu vezanim i izdatim obveznicama, pravo vlasništva nad založenom opremom prelazi na emitenta.

2) Obveznice s klauzulom dodatnog osiguranja poznate su kao hipotekarne obveznice. One svome vlasniku osiguravaju zakonsku naplatu u slučaju da emitent ne podmiri svoje obveze po izdatim obveznicama. U tom slučaju vjerovnik odnosno vlasnik obveznice može vratiti dio svojih potraživanja prodajom imovine emitenta koja je stavljena pod hipoteku. Ukoliko su prihodi od prodaje hipotekarne imovine preniski za podmirenje tih obveza, preostalo potraživanje po obveznici izjednačava se s potraživanjima ostalih vjerovnika koji za svoja potraživanja nemaju osiguranja u zalogu imovine. Ako su pak novčani primici od prodaje hipotekarne imovine veći od potraživanja, višak novčanih sredstava podmiruju se potraživanja nesigurnih vjerovnika, odnosno nesigurnih obveznica.

3) Najčešće korištene vrste osobne imovine koje se daju kao hipoteka na pokretnu imovinu su dionice i obveznice, te oprema za rad. Kad je emisija obveznica osigurana putem dionica i obveznica, radi se o obveznicama s dodatnom garancijom. Iako dokumenti koji služe za osiguranje takvih dionica nisu striktno hipotekarnog tipa, efekt takvih garancija je isti. Sa striktno pravnoga stajališta, ovakav tip obveznica ne može se klasificirati kao oblik hipoteke na pokretnu imovinu, no ta je formulacija prikladna s financijskoga stajališta.

Garancija u obliku dionica i obveznica polaže se kod povjerenika ("trustee"), pri čemu svi novčani primici po toj osnovi kao i pravo glasa, idu u prilog poduzeća-dužnika. Založeni vrijednosni papiri mogu biti vrijednosni papiri drugih poduzeća, koje posjeduje dužnik, ili pak "stariji" vrijednosni papiri istoga poduzeća. Razlog u ovoj posljednjoj mogućnosti, očituje se u tome da poduzeće možda ne želi prodavati svoje "starije" vrijednosne papire zbog neke, za njega, nepovoljne klauzule, npr. klauzule koja uvjetuje prodaju po nižoj cijeni.

Osiguranje na osnovi opreme za rad prevladava kod onih poduzeća u kojima ta imovina predstavlja glavnu vrstu fiksne imovine. Zbog svoje strateške važnosti dio te imovine nema visoku vrijednost samo za dužnika.

Obveznice koje osiguravaju banke ili obveznice koje osiguravaju druge financijske institucije predstavljaju još jedan oblik obveznica s dodatnom garancijom. Obveze za emitirane obveznice u potpunosti terete emitenta, međutim za njih garantira i druga osoba, obvezujući se da će podmiriti sve obveze prema vjerovniku ako to ne učini dužnik u rokovima dospijeca obveza.

Zajedničke obveznice ("joint bonds") javljaju se u slučaju kad emitirane obveznice postanu obvezom više poduzeća koje ih emitiraju. Taj se slučaj javlja kada npr. neku fiksnu imovinu koristi više nezavisnih poduzeća pa ona postaju njihovim zajedničkim vlasništvom. To se najbolje može ilustrirati putem zajedničkoga skladišta. Pod tim okolnostima, jednim te istim ugovorom više poduzeća postaje dužnikom, a njihova zajednička imovina dodatnom garancijom tome dugu.

b) Kada se radi o poznatim većim poduzećima, čija stopa profitabilnosti ima pozitivnu tendenciju rasta dodatno je osiguranje od male ili od nikakve važnosti za vjerovnika. U takvim slučajevima emitenti emitiraju neosigurane obveznice, pri čemu im se pruža mogućnost da u budućnosti lakše pribavljaju dodatna novčana sredstva.

10.2. OBVEZNICE PREMA KARAKTERU NAKNADE

Obveznice prema karakteru naknade mogu se podijeliti na: a) obveznice s fiksnom stopom i na b) obveznice s varijabilnom kamatnom stopom.

a) Obveznice s fiksnim kamatnim prinosom predstavljaju osnovni oblik obveznica. Fiksna kamatna stopa obračunava se na ostatak obveze, a visina kamata koje će se isplaćivati ovisi o načinu amortizacije obveznice.

b) Obveznice s varijabilnom kamatnom stopom mogu se podijeliti na: 1) dohodovne obveznice ("income bonds"), 2) participativne obveznice ("participating bonds"), 3) obveznice s fluktuirajućom kamatnom stopom ("floating rate bonds"), te na 4) obveznice bez kupona ("zero coupon bonds" ili "deep-discount bonds").

1) Kod dohodovnih obveznica isplata kamata ovisi o financijskom rezultatu dužnika kao i o volji menadžmenta poduzeća da predloži njihovu isplatu. Ako poslovni dobitak nije dostatan za isplatu kamata, nema ni pravnih posljedica, što nije slučaj za obveznice s fiksnom kamatnom stopom. Međutim, takve obveznice obično imaju klauzulu o kumuliranju kamata, što znači da se neisplaćene kamate kumuliraju, pa ostaje obveza za njihovu isplatu kad se za to stvore uvjeti. Ove obveznice najčešće se emitiraju prilikom reorganizacije poduzeća koje je zapalo u financijske poteškoće, a mogu biti i kao svojevrsna zamjena za vlasnički kapital poduzeća.

2) Participativne obveznice imaju nižu kamatnu stopu od obveznica sa fiksnom kamatnom stopom, ali se u inflacionim uvjetima ta stopa korigira prema utvrđenom postotku udjela u financijskom rezultatu emitenata. Na taj način smanjuje se rizik ulaganja u takve obveznice.

3) Ako kamatna stopa fluktuirá s tržišnim kamatnim stopama za takvu vrst financijskih ulaganja, tada se radi o obveznicama s fluktuirajućom kamatnom stopom.

4) Obveznice bez kupona ne nose kamatnu stopu, već prilikom njihove prodaje nominalna vrijednost, koja je naznačena na obveznici, diskontira za iznos tržišne kamatne stope. To može biti privlačno vjerovnicima koji ne vole rizik ponovnog reinvestiranja periodičnih kamatnih uplata. U nestabilnim uvjetima poslovanja dospijućim takvih obveznica mogu se poremetiti neto novčani tokovi emitenata. Ove obveznice ne nose klauzulu opoziva.

10.2. OBVEZNICE PREMA NAČINU PODMIRENJA OBVEZA

Prema načinu podmirenja obveza obveznice možemo podijeliti na: a) obveznice prema sustavu amortizacije, b) obveznice s opcijama i c) obveznice bez određenog datuma dospijuća.

a) Prema sustavu amortizacije obveznice možemo dalje podijeliti na: 1) obveznice s višekratnim sustavom isplate, 2) obveznice s jednokratnim sistemom isplate, te na 3) obveznice s kombiniranim sustavom isplate.

1) Svaka obveznica ima poseban broj talona odnosno anuitetskih ili kamatnih kupona koji se pojedinačno odvajaju prilikom naplate. Ako se radi o obveznici koja podrazumijeva višekratni sustav isplate, odnosno o obveznici s jednakim serijskim ili anuitetskim dospijućem, na njoj će se nalaziti taloni koji predstavljaju anuitetske kupone, a podrazumijevaju otplatu glavnice i pripadajuće kamate.

2) Obveznice koje se amortiziraju jednokratno, sadrže talone koje predstavljaju kamatne kupone za višekratnu isplatu kamata. Glavnica se, kod takve obveznice, isplaćuje jednokratno, na kraju perioda na koji obveznica glasi.

Ako se radi o obveznicama koje se amortiziraju jednokratno, zajedno s kamatom, nakon isteka utvrđenog perioda, one ne moraju sadržavati kamatne kupone.

3) U razdobljima kad dužnik ostvaruje bolje neto novčane troškove, on svojim vjerovnicima po osnovi obveznica može isplaćivati i veće novčane iznose, a tada se radi o obveznicama s kombiniranim sustavom amortizacije.

b) Obveznice s opcijama možemo podijeliti na: 1) konvertibilne obveznice ("konvertible bonds"), 2) obveznice s punomoći ("attached warrants"), 3) obveznice s opozivom ("callable bonds") te na 4) obveznice otkupljive na zahtjev vlasnika obveznice ("redeemable bonds at the option of the holder").

1) U određenom periodu i pod određenim uvjetima, obveznice, kao i preferencijalne dionice, mogu se konvertirati u određeni broj običnih dionica poduzeća emitenata. Zbog mogućnosti zamjene obveznica, u dionice, one predstavljaju hibridne vrijednosne papire i nazivaju se konvertibilijama. Hibridni vrijednosni papiri ("hybrid securities") imaju karakteristike kreditnih instrumenata kao što su obveznice i vlasničkih instrumenata kao što su preferencijalne dionice. Njihova je vrijednost djelomično određena cijenom običnih dionica.

Emitent u tom smislu vrlo često procjenjuje tržišnu vrijednost svojih dionica, jer ako cijene dionica rastu, vlasnici obveznica se mogu odlučiti za konverziju obveznica u dionice. Ako pak cijena dionica pada, vlasnici i imaoци obveznica su u povlaštenom položaju, jer je vrijednost njihovih obveznica zaštićena fiksnom kamatnom stopom.

2) Varant daje vlasniku obveznice ili preferencijalne dionice pravo da kupi obične dionice poduzeća po ugovornim cijenama. U koliko poduzeće ostvari poslovni uspjeh i cijene porastu iznad onih utvrđenih ugovorom, varanti mogu postati pravim izvorom dobitaka njihovih vlasnika, jer se mogu prodati ili se može iskoristiti pravo iz vrijednosnih papira na temelju varanta. Varant može imati dvije osnove forme. Ako je varant dio obveznice ili preferencijalne dionice, on može biti odvojiv ili neodvojiv. Odvojiv varant ima karakter zasebnog vrijednosnog papira i posjeduje svoju tržišnu vrijednost. Korištenje tog varanta nema nikakvog utjecaja na obveznicu ili na preferencijalnu dionicu. Neodvojiv varant ne može imati tržišnu vrijednost, osim ako je sastavni dio obveznice ili preferencijalne dionice.

Slično kao kod konverzije, varant daje vlasniku obveznice ili preferencijalne dionice mogućnost ostvarivanja dodatnog dobitka. Međutim, za razliku od konverzije, kod varanta je potrebno ulaganje dodatnoga kapitala, pri čemu se vlasnik ne odriče same obveznice ili preferencijalne dionice. Investitorima je upravo zbog toga korištenje varanta posebno interesantno.

3) Isplata obveznica može biti regulirana klauzulom o amortizacijskom fondu ("sinking fund") koja se ugovara prilikom njihove emisije. Prilikom emisije obveznica i preferencijalnih dionica može se predvidjeti mogućnost prema kojoj poduzeće može kod neke financijske institucije otvoriti depozitni račun i na njemu godišnje osigurati stanoviti novčani iznos za isplatu obveznica. Navedeni se iznos može odrediti kao postotak od emisijske vrijednosti, kao postotak od ukupnih novčanih primitaka i sl. Isplata se, međutim, ne provodi po nekoj unaprijed utvrđenoj shemi, već na slobodnom tržištu putem opcije opoziva. Opcija opoziva može biti vezana za sve vrste obveznica i preferencijalnih dionica. Ugovorom se može predvidjeti da zastupnik, s novčanim sredstvima prikupljenim iz amortizacijskog fonda može kupiti obveznice i preferencijalne dionice na slobodnom tržištu, kad njihova cijena na tržištu ne prelazi cijenu opoziva ("call price"), odnosno da izvrši opoziv i njihov otkup kad im je tekuća

tržišna vrijednost veća od novčanog iznosa koji treba izdvojiti za njihov opoziv. Ako se obveznica opozove prije nego što vlasnik iskoristi svoje pravo, vlasnik gubi prihod koji proizlazi iz toga dijela ugovora.

4) Obveznice otkupljive na zahtjeva vlasnika omogućuju njihovim imaočima da od emitenata, u bilo koje vrijeme, zatraže iskup obveznica prema ugovorenim uvjetima. Tom se klauzulom zaštićuju vjerovnici za slučaj rasta kamatnih stopa.

c) Trajanje obveznica bez utvrđenog roka dospijeca je neograničeno. Takve su obveznice poznate i pod nazivom "obveznice bez određenoga roka dospijeca" ili kao "neprekidne obveznice" ("perpetual bonds"). Takve se obveznice rijetko u praksi inokosnih i partnerskih poduzeća, a češće prilikom javnog financiranja, kada dužnik ima sve pretpostavke za permanentno poslovanje.

11. FINANCIRANJE POSLOVANJA VLASTITIM KAPITALOM

11.1. PREGLED OSNOVNIH IDEJA

U inokosnim poduzećima kapital ili glavnica s kojim poduzeće posluje isključivo su vlasništvo vlasnika poduzeća. U partnerskom poduzeću, bilo da se radi o općem ili o limitiranom partnerstvu, kapital potječe od partnera odnosno od ortaka. U korporaciji glavnica stvaraju dioničari odnosno vlasnici običnih ili preferencijalnih dionica. Iz odnosa između općih i limitiranih partnera proizlazi obveza prioriteta potraživanja prioriteta partnera kao njihovog vlasničkog interesa. Slično tome i u korporaciji postoje vlasnici s prioritetom nad drugim vlasnicima. Preferencijalne dionice uživaju prioritet u raspodjeli ostvarenog neto dobitka i prioritet prilikom likvidacije poduzeća. Takvi prioriteti čine prioritetnu dionicu tipičnim hibridnim vrijednosnim papirom u kojem su kombinirane karakteristike osnovnih dugoročnih vrijednosnih papira, dionica i obveznica. Međutim, poduzeća se značajno razlikuju po poslovnom jeziku, tako da preferencijalno vlasničko potraživanje može zakonski biti slabije u jednom poduzeću od vjerovničkog potraživanja u drugom poduzeću.

11.2. OSNOVA OPTIMALNOGA VLASTITOGA KAPITALA

Osnova pravila u pogledu optimalnoga vlastitoga kapitala sastoji se u tome da se uz što manji rizik ostvari njegovo maksimalno povećanje i realno očuvanje, te da se održi njegova likvidnost i solventnost. Uobičajeni zahtjevi i standardi koje vjerovnici postavljaju svojim dužnicima u cilju održavanja solventnosti poduzeća, ponekad su nejasno definirani. U takvim će slučajevima menadžment, ako pravilno procjenjuje poslovnu situaciju, radije pribeći stvaranju optimalne financijske situacije i osiguranju nesmetanog poslovanja poduzeća s

pozitivnom stopom profitabilnosti, nego rizičnom financijskom naprezanju u cilju ostvarenja maksimalnog profita.

Prosječni menadžeri najčešće smatraju kako uobičajena pravila koja im nameću vjerovnici neopravdano smanjuju njihove "menadžerske" kompetencije bez obzira na potrebu održavanja solventnosti. Ponekad je to doista tako jer su pravila koja postavljaju vjerovnici generalnoga karaktera i odnose se na poslovanje općenito, ne uvažavajući specifičnosti pojedinačnih slučajeva. No, menadžeri koji izbjegavaju ta pravila izlažu se dvostrukome riziku: prvo, da ima vjerovnici odbiju buduće kreditne zahtjeve ili da prema njima počnu provoditi restriktivnu financijsku politiku, te drugo, da u slučaju privremene insolventnosti poduzeća ne mogu podmiriti dospjele obveze odnosno da vjerovnici s njima posve prekinu poslovnu suradnju, osobito ako otkriju njihovu nesposobnost i sklonost špekulacijama. Kazna za poslovne promašaje u tim slučajevima vrlo je nemilosrdna.

Važno pravilo za poslovanje vlastitim kapitalom očituje se i u tome da se u povoljnijim razdobljima poslovanja moraju stvarati financijske rezerve, kako bi se poslovna aktivnost mogla nastaviti i za vrijeme loših financijskih uvjeta poslovanja. Neka će poduzeća to pravilo iskoristiti tako da u povoljnijim razdobljima akumuliraju potrebna novčana sredstva, a druga će smanjivanjem financijskih obveza osigurati bolju kreditnu osnovu, vodeći računa o tekućoj vrijednosti novca.

11.3. IZVORI VLASTITOGA KAPITALA

11.3.1. Vlasnička ulaganja

Vlastiti kapital najčešće ne može pratiti ni nova ni stara poduzeća kad se brzo poslovno razvijaju, pa takva poduzeća dodatni kapital moraju osiguravati izvan poduzeća. U tom smislu se mogu klasificirati kao: a) vlasnici-menadžeri ("management-owners"), b) vlasnici-investitori ("investor-owners" i kao c) vlasnici-špekulanti ("speculator-owners").

Ova klasifikacija, kao što vidimo, ne podrazumijeva klasifikaciju vlasnika prema organizacijskom obliku poduzeća - na vlasnike inokosnog poduzeća, partnere, dioničare, ili na osnovi prioriteta - na partnere s limitiranom ili neograničenom odgovornošću i na dioničare s običnim ili preferencionalnim dionicama.

a) Opće je pravilo da većina novih poduzeća u vrijeme osnivanja preuzima kapital od jednog ili od više vlasnika koje vode posao. Te osobe mogu uključiti u posao i svoje rođake ili prijatelje, ne toliko na osnovi poslovne procjene poduzeća, koliko na osnovi osobnog odnosa s tim ljudima.

Posebna sposobnost vlasnika-menadžera odlučujući je čimbenik uspjeha ili neuspjeha takvoga tipa poduzeća i ulaganja. Oni, s jedne strane, očekuju

ostvarenje maksimalnog neto dobitka, ali isto tako snose i sve rizike. Zato vlasnici-menadžeri u novo poduzeće, osim svojih sposobnosti i kapitala, unose i svo svoje poslovno iskustvo.

Vlastiti kapital poduzeća jedan je od pokazatelja potencijalnog uspjeha poduzeća, a sposobnost upravljanja vlastitim kapitalom od presudnog je značaja za vođenje poslovanja i za održavanje solventnosti poduzeća. Ako ne vode dovoljno računa o financijskom položaju poduzeća i o upravljanju kapitalom, menadžeri će dovesti u pitanje i poslovanje poduzeća. Zbog toga je vrlo važna sposobnost vlasnika-menadžera da uvjere ostali dio vlasnika poduzeća u opravdanost određenih financijskih poteza i postupaka. S druge strane znamo da financijske institucije koje poduzeću odobravaju kredite, ponekad nameću i financijsko upravljanje, a to je dodatni čimbenik poslovnog uspjeha vlasnika - menadžera, koji doduše posjeduje proizvodni odnosno prodajni talent, ali su možda vrlo insuficijentni sa financijskim kapitalom i sa smislom za financijski menadžment.

Osnovni se problem pojavljuje kad ostvareni neto dobitak poduzeća potječe od vlasnika-menadžera čiji se doprinos u radu i kapitalu razlikuje u odnosu na druge vlasnike. No, ponekad se ta neravnoteža u kapitalnom udjelu izjednačuje s neravnotežom u menadžmentu ili u proizvodnoj sposobnosti pa se ipak može govoriti o podjednakom udjelu u ostvarenom neto dobitku.

Sukobi u vezi s kontrolom poslovanja uglavnom se javljaju između menadžera, koji u poduzeće ulažu svoje znanje i sposobnost, te vlasnika, koji u rezultatu poduzeća sudjeluju na osnovi ulaganja kapitala. Općenito govoreći, menadžeri žele maksimalne ovlasti i kontrolu, dok vlasnici štite svoja ulaganja a i jedni i drugi žele ostvariti najveće moguću stopu profitabilnosti. Menadžeri su potom skloni ostvarene profite pripisati svojoj poslovnoj sposobnosti, a gubitke nepovoljnim vanjskim čimbenicima, dok vlasnici smatraju da imaju pravo na visoki udjel u ostvarenom neto dobitku zbog rizika kojega snose.

Ako menadžeri osjete da se vlasnici poduzeća ne ponašaju kao pravi vlasnici-investitori, oni mogu sami ili zajedno s radnicima, uz pomoć određene financijske institucije, izvršiti metamorfozu vlasništva, i to tako da otkupe dionice i steknu vlasništvo nad poduzećem. Ova metoda korporacijskog restrukturiranja i konsolidacije, ako se obavi iz kapitala vlasnika i radnika, naziva se "management-employee buy out" - "MBO", a ako se obavi uz pomoć neke financijske institucije, tada se naziva "leveraged management-employee buy out"- "LMBO".

b) Kada vlastiti kapital poduzeća potječe od pojedinaca koje ne planiraju preuzeti aktivnu ulogu u menadžmentu, već im je jedini cilj ostvarenje dividende i kapitalnog dobitka, tada se radi o vlasnicima-investitorima. Ako takve investitore primarno zanima vrednovanje njihova uloga, kao npr. kod kupnje običnih dionica, oni se bave špekulacijama. No, motivi im mogu biti različiti.

Nova poduzeća privlače poslovno motivirane investitore u pravilu samo onda kad je mogućnost ostvarivanja stope profitabilnosti vlastitoga kapitala u tom poduzeću dovoljno visoka da predstavlja protutežu mogućem financijskom riziku u smislu totalnoga gubitka uložених novčanih sredstava. Međutim, u tom se slučaju investira iz pretežno špekulativnih pobuda .

Pošto je poduzeće već osnovano i posluje neko vrijeme, ono stječe i neke prednosti. U tom početnom periodu poslovne aktivnosti dokazuje se sposobnost preživljavanja u razdoblju početne letargije, najrizičnijem razdoblju postojanja i rada svakog poduzeća. Dokazi o profitabilnosti nalaze se u financijskim izvještajima poduzeća. Menadžment je u početnom zanosu i zaletu. Međutim, ni na tom stupnju razvoja manja poduzeća nemaju značajnije moći za privlačenje kapitala. Primarni razlozi tome su: 1) ovisnost poduzeća o sposobnostima i zdravlju najčešće jedne ili dvije osobe, 2) mogućnost iznenadne financijske propasti i rasipanja kapitala zbog relativno maloga kapitala u odnosu na novčane izdatke, 3) nepisani prioritet vlasnika -menadžera za prvenstvenim povratom svoga kapitala, te 4) velike poteškoće pri podmirivanju obveza s osnova ulaganja i sl.

Financijski rizik prisutan prilikom ulaganja odnosno investiranja često se zanemaruje ili podcjenjuje. Pod određenim okolnostima investiranje više privlači špekulante nego prave investitore.

Sa špekulacijama su povezana dva osnovna čimbenika: prvo, očekivani visoki prihod od dividendi ("dividend yield") i drugo, očekivani visoki kapitalni dobitak ("capital surplus" ili "contributed capital") koji može proizaći iz daljnjeg rasta vrijednosti dionica, što se postiže akumuliranjem ili reinvestiranjem neto dobitka odnosno iz razlike između tržišne i nominalne vrijednosti dionica.

11.3.2. Rezerve

Rezerve ("reserves") se formiraju iz ostvarenog neto dobitka poduzeća i predstavljaju stvarnu imovinu poduzeća koja je trajno, bez vremenskih ograničenja,

vezana za poslovnu aktivnost poduzeća. Rezerve se mogu formirati na osnovi propisa ili utvrditi statusom korporacije.

Prema njihovim obilježjima rezerve možemo podijeliti na: a) javne rezerve koje se u bilanci moraju iskazati i ne smiju se prikrivati u "ostalim pasivnim pozicijama" bilance, te na b) tajne rezerve koje nastaju uslijed niskog određivanja vrijednosti pojedinih stavaka aktive.

Rezerve se koriste: 1) naknadu smanjene vrijednosti određene imovine, 2) procijenjene buduće obveze i 3) pokriće gubitaka.

1) Naknada za smanjenu vrijednost određene imovine podrazumijeva formiranje određenih rezervi radi pokrića, na primjer, spornih potraživanja, nerealne vrijednosti opreme i zaliha, te za pokriće šteta nastalih djelovanjem elementarnih nepogoda koje ne pokrivaju osiguravajuće institucije i sl.

2) Rezervama za procjenjivanje obveza osiguravaju se novčana sredstva za pokrivanje budućih pojedinih obveza kao npr. za poreze i doprinose, te za pokrivanje troškova prekvalifikacije radnika i sl.

3) Rezervni višak egzistira i onda kada se dio vlastitog kapitala prikazuje kao novčani iznos za pokriće mogućega budućega gubitka. Budući je gubitak koji bi trebao biti pokriven iz ovako formiranih rezervnih sredstava nepredvidiv, završetkom poslovanja i sastavljanjem bilance, ta se novčana sredstva mogu, u okviru istih ili drugih namjena, prenijeti u iduću poslovnu godinu. Na primjer, poduzeće koje je odlučilo preuzeti neke rizike i ne želi se protiv njih osigurati, može utvrditi rezervna sredstva u visini izdataka za osiguranje, odnosno tzv. rezervu za gubitke iz neosiguranih rizika. No, ako se do zaključenja bilance ne ostvare nepredvidivi događaji, akumulirani iznos navedenih novčanih sredstava više nije obveza već dio vlastitoga kapitala. Dakako da poduzeće nakon završenog proizvodnog procesa neće likvidirati svoje poslovanje i rezerve već će nastojati i dalje poslovati kao uspješno poslovno poduzeće, formirajući i rezerve za slučaj novih nepredvidivih poslovnih događaja.

11.3.3. Zadržani neto dobitak

Zadržani neto dobitak ("retained earnings") predstavlja mnogo važniji izvor novčanih sredstava od pribavljanja novoga kapitala. S obzirom na činjenicu da manja poduzeća, kao što smo već vidjeli, imaju limitiranu sposobnost privlačenja novih ulaganja, neizbježno je da se primarni interes polaže na zadržani odnosno na akumulirani neto dobitak. Zadržani neto dobitak predstavlja onaj dio neto dobitka koji ostaje nakon odbitka iznosa koji se izdvaja za dividende i za rezerve poduzeća.

Uspješno poslovanje poduzeća nije rezultat samo uspješnih poslovnih aktivnosti već i rezultat ekonomičnosti koja značajno utječu na povećanje neto vrijednosti zadržanog neto dobitka, i to bez obzira na to da li neto dobitak završava u rukama vlasnika u obliku plaća i dividendi ili ostaje u poslovanju poduzeća kao zadržani neto dobitak.

Ovdje, posebnu pažnju treba posvetiti i ekonomiji slobodnog poduzetništva. Poduzeća se u pravilu otvaraju bez većih problema. Nekompetentne osobe započinju s poslovanjem iako će imati znatne poteškoće u pribavljanju novčanih sredstava, dok će sposobniji poduzetnici do takvih novčanih sredstava doći znatno lakše. Ta sloboda omogućava postojanje širokoga spektra roba i usluga na tržištu, što u sustavu strogo planskog

poslovnog djelovanja ne bi bilo moguće. Male radnje, npr. često imaju mnogo niže cijene, jer je vlasnik na uštrb svoje samostalnosti i slobodnog vremena spreman žrtvovati više da je zaposlen negdje drugdje. Na području proizvodnje ova sloboda poduzetništva rezultira eksperimentiranjem s novim proizvodima i novim metodama, što bi i državni i privatni monopoli mnogo teže prihvatili.

Prve i najteže gubitke u slučaju poslovnog debakla snose upravo vlasnici poduzeća. Ti gubici, uz one koji se odnose na vjerovnike, smatraju se i cijenom slobodnoga poduzetništva.

11.4. FINACIJSKA SNAGA DIONICA

Dionice su vrijednosni papiri o uloženim sredstvima u dioničarski kapital korporacije bez unaprijed određenog roka dospijeca. Dionice možemo podijeliti na dvije skupine: a) na obične dionice (američki naziv "common stocks", engleski naziv "ordinary shares") i b) na preferencijalne dionice (američki naziv "preferred stocks", engleski naziv "preference shares").

a) Obične ili redovne dionice predstavljaju prave vlasničke vrijednosne papire na osnovi kojih se ostvaruju sva načela dioničarstva. Obične dionice ne mogu se konvertirati ni opozvati. To pravo pripada svim vrstama obveznica i preferencijalnih dionica.

b) Preferencijalne, prioritetne, povlaštene, privilegirane ili prednosne dionice omogućuju svojim vlasnicima određene prednosti odnosno izvjestan privilegirani položaj u odnosu na vlasnike redovnih dionica. Te se prednosti ili privilegije odnose na isplatu povećanih dividendi, a u slučaju da ne budu isplaćene, pravo na njihovo kumuliranje, te pravo prvenstva prilikom raspodjele likvidacijske mase dioničarskog poduzeća i sl.

Dionice su vrijednosni papiri slični obveznicama. No, postoje ipak velike razlike između dionica o obveznica. Najbitnija razlika je u tome što se obveznice zasnivaju na tipičnom kreditnom odnosu između emitenata i investitora, dok dionice predstavljaju vlasnički odnosno korporacijski vrijednosni papir koji njihovim vlasnicima ili donositeljima osigurava pravo udjela u idealnom dijelu vlasničke glavnice, koja predstavlja trajni kapital poduzeća, te na udio u ostvarenom neto dobitku poduzeća.

Dionice se sastoje od dva dijela. U prvome dijelu ili na plaštu dionice nalaze se svi bitni elementi dionice, a drugi dio dionice sastoji se iz kuponskog arka s kuponima za isplatu ostvarene dividende i od talona za dobivanje novoga kuponskog arka s kuponima za isplatu dividendi. Plašt dionice ima sljedeće bitne elemente: oznaku da je dionica, oznaku vrste dionice, naziv i sjedište emitenta dionice, naziv i sjedište vlasnika dionice odnosno oznaku da glasi na donosioca, novčanu svotu na koju glasi dionica, broj emitiranih dionica, rokove za isplaćivanje dividende, mjesto izdavanja, datum izdavanja, serijski broj s

kontrolnim brojem dionice, faksimil potpisa ovlaštenih osoba emitenta dionica te popis prava što proizlaze iz dionice.

Kuponski arak sadrži sljedeće bitne elemente: redni broj kupona za naplatu dividende, broj dionice za koju se isplaćuje dividenda, naziv emitenta dionice, godinu za koju se dividenda isplaćuje faksimil potpisa ovlaštenih osoba emitenta dionica te talon za izdavanje novoga kuponskog arka.

Kupovanjem dionica vlasnik stječe pravo sudjelovanja u imovini poduzeća i pravo utjecaja na razvoj gospodarstva, jer dioničarstvo znači ulaganje novoga, svježega kapitala za proširenje ili za obnovu tehničko-tehnoloških procesa poduzeća. Dioničar je i suvlasnik poduzeća, čije je dionice kupio, i to u većem, većinskom ili u manjinskom udjelu, ovisno o opsegu kupljenih dionica. Tom kupnjom ostvaruje se i pravo udjela u neto dobitku poduzeća odnosno pravo na novčane dividende ("cash dividends"). Visina dividende ovisi o ostvarenom neto dobitku poduzeća, čime se dividenda razlikuje od kamata koje se određuju unaprijed bez obzira na ostvarenje neto dobitka. Pored dividende, dionice nude i kapitalni dobitak, ali kao ulaganje predstavljaju i veliki rizik. Da bi ublažili taj rizik dioničarskog ulaganja, poduzeća emitiraju participativno-preferencijalne dionice ("participating preferred atock") koje nose kumulativnu stopu kao i obično preferencijalne dionice, te pravo na sudjelovanje u raspodjeli ostvarenog neto dobitka do određenog postotka, prilikom isplate dividende na obične dionice.

Najvažniji izvor za dobru zaradu dioničara svakako je visoko ostvareni neto dobitak poduzeća. Neto dobitak poduzeća dijeli se između dioničara u skladu s pravilima korporacije i s brojem emitiranih dionica. Preostali dio neto dobitka odnosno zadržani neto dobitak ostaje u poduzeću za unaprijeđenje tehničko-tehnološkog procesa. Tim ostatkom neto dobitka poduzeće učvršćuje svoj poslovni položaj i povećava svoju poslovnu moć na konkurentnom tržištu.

Dakle dioničar je kao vlasnik poduzeća ujedno i suvlasnik ostvarenog ostatka neto dobitka koji ostaje u poduzeću. Dioničaru takva raspodjela samo koristi jer tim novčanim sredstvima poduzeće poboljšava svoj bonitet, a time se povećava i interes za njegovim dionicama. Dividende se isplaćuju dioničarima prema unaprijed utvrđenoj dinamici - tromjesečno, polugodišnje i godišnje, a predstavlja određen vid naknade za povjerena novčana sredstva. Kod obveznica, kao što smo vidjeli, nije tako. Tamo, vlasnici obveznica, nakon isteka određenih rokova dobivaju ugovoreni kamatni iznos.

Visina dividende ovisna je o visini ostvarenog neto dobitka poduzeća, pa se kao takva bitno razlikuje od kamata koje se uvijek ugovaraju unaprijed. Ako je poduzeće poslovalo slabo, i dividenda može biti vrlo niska ili nikakva. Zato se dividenda po običnim dionicama i ne isplaćuje. No, kako je većina preferencijalnih dionica kumulativna ("cumulative preferred stocks"), to znači da imaju i kumulativno pravo potraživanja neisplaćenog iznosa dividende. Za vrijeme uspješnih poslovnih godina, dolazi do bržeg povećanja dividende. Tada se, ako

to ranije nije učinjeno, najprije moraju isplatiti zaostale preferencijalne i tekuće preferencijalne dividende, a zatim dividende na obične dionice. U tome i jest bitna razlika između dionica i drugih vrijednosnih papira koji najčešće glase na fiksno utvrđene novčane iznose.

Dionice se mogu razvrstati prema: a) redoslijedu izdanja, b) naznaci vlasnika, c) pravu glasa, d) opozivu i prema e) burzovnoj podjeli.

a) Prema redoslijedu izdavanja, dionice se dijele na dionice prve emisije, dionice druge emisije i na dionice sljedećih emisija. Dionice prve emisije nazivaju se i dionicama "serije A" i predstavljaju još jedan naziv za obične dionice s pravom glasa u oblasti upravljanja.

b) Dionice prema naznaci vlasnika možemo podijeliti na dionice na ime i na dionice na donosioca.

Kod dionica na ime vlasnici se upisuju u dioničarsku knjigu i svaka promjena mora biti evidentirana u toj knjizi. Tako poduzeće dobiva sve potrebne obavijesti o vlasnicima dionica. Samo oni koji su upisani u dioničarsku knjigu vrijede kao vlasnici i imaju osigurana sva dionička prava.

Jedan oblik dionica na ime predstavljaju vezane dionice na ime. Trgovanje tim dionicama nešto je složenije nego s običnim dionicama na ime. Vlasnik tih dionica ima potpuno jednaka prava kao i vlasnik dionica na ime. Razlika je u tome što vezane dionice na ime njihov vlasnik može prodati samo ako poduzeće emitent to dozvoli, a to za vlasnika dionice u određenom trenutku može biti vrlo neprikladno, osobito ako je poduzeće pred financijskim problemima. Ako menadžment poduzeća zabrani prodavanje ovih dionica, onda ih njihov vlasnik ne smije i ne može prodati. Poduzeća upotrebljavaju ovu vrstu dionica zato što na taj način lakše kontroliraju sastav vlasništva u poduzeću. Ove se dionice u praksi pojavljuju rijetko, ali se mogu pojaviti na primjer, kad se roditelji žele osigurati od prodaje poduzeća čiji su vlasnici njihova djeca.

c) Dionice s obzirom na pravo glasa mogu se podijeliti na one s pravom glasa ("voting stocks") i na dionice bez prava glasa ("no voting stocks").

Obično dionice, za razliku od preferencijalnih nose pravo glasa u upravljanju poduzećem. Onaj tko želi imati potpunu kontrolu nad poslovanjem poduzeća, mora imati kontrolni paket dionica ("controlling block of stocks") a to pretpostavlja posjedovanje 50% običnih dionica s pravom glasa uvećano za jednu dionicu. Diversifikacija vlasništva, sustav glasovanja i emitiranje više serija dionica s različitim pravom glasovanja, može omogućiti kontrolu poslovanja poduzeća i s manjim brojem dionica. No, važno je napomenuti da pojedinačni dioničar koji nema dovoljan broj dionica, ako i kupi toliko dionica koliko je potrebno da bi stekao pravo vlasništva i pravo upravljanja, to još ne znači da je time stekao i "stvarno" pravo upravljanja, ako sam ili udružen s drugim dioničarima nema, apsolutnu većinu glasova. Moguće da neke preferencijalne

dionice imaju pravo glasa, a to se događa kad poduzeće ne isplaćuje zagarantirane dividende, pa se vlasnici preferencijalnih dionica izjednačuju s vlasnicima običnih dionica.

d) Dionice prema opozivu mogu biti opozive i neopozive. Ova se podjela prvenstveno odnosi na preferencijalne dionice koje, kao i obveznice, mogu biti opozive i neopozive. Ako poduzeće-emitent preferencijalnih dionica koje sadrže opciju opoziva ("call option") može te dionice u bilo kojem trenutku opozvati ili otkupiti uz plaćanje premije opoziva ili provizije ("call premium" ili "call provision"), tada se radi o opozivim preferencijalnim dionicama. Za otkup preferencijalnih dionica može se koristiti i amortizacijski fond. Nepoželjno je u tu svrhu koristiti neto dobitak, osobito u vrijeme kad poduzeće treba dodatna novčana sredstva za razvoj. U nekim se poduzećima za otkup dionica ne koristi poseban amortizacijski fond, ali se uvode klauzule koje određuju da se dividenda na obične dionice neće isplaćivati sve dok se ne opozove određeni broj preferencijalnih dionica. Prije nego se donese poslovna odluka o opozivu dionica, potrebno je, dakako, utvrditi oportunitet takve odluke.

e) Po kriteriju burze odnosno tržište dionica se mogu podijeliti na prvorazredne ("gilt-edged stocks") ili "blue chips" dionice i na bankrot ili "John Law" dionice.

Prvorazredne ili visokovrijedne dionice predstavljaju dionice najpoznatijih i najsnažnijih korporacija, pri čemu su i sigurnost i profitabilnost ulaganja u takve dionice na najvišoj razini. "Blue chips" dionice predstavljaju također sinonim za prvorazredne dionice, pri čemu naziv vuče na razmišljanje o najvrjednijim plavim žetonima koji se javljaju u kockarnicama. Dionice najlošije vrijednosti nazivaju se "John Law" dionicama odnosno bankrot dionicama.

OSMI DIO

1. OCJENA ISPLATIVOSTI ULAGANJA

1.1. CILJ

Ocijeniti ulagateljske projekte upotrebom (a) razdoblja povrata, (b) prinosa na prosječno ulaganje i (c) diskontiranim budućim novčanim tokovima.

U terminima vrijednosnih iznosa, neke od najznačajnijih odluka menadžmenta obuhvaćaju izdatke za nabavku materijalne imovine. Proces planiranja i ocjenjivanja prijedloga za ulaganje u materijalnu imovinu zove se **ocjena isplativosti ulaganja**. Odluke o kapitalnom ulaganju komplicirane su zbog činjenice da odluka mora biti donesena na temelju procjena budućih poslovnih rezultata, koji po svojoj prirodi uključuju veliki stupanj nesigurnosti. Ove odluke ključne su za dugoročno zdravlje poduzeća, ne samo da su veliki novčani iznosi vezani na dugi rok, već je mnoge odluke o kapitalnom ulaganju vrlo teško ili nemoguće promijeniti, jednom kad se sredstva vežu i projekt počne. Zbog toga, kompanije mogu profitirati od dobrih odluka o kapitalnom ulaganju kao i snositi dugoročne gubitke zbog loših.

U donošenju odluka o kapitalnom ulaganju razmatraju se mnogi nefinancijski čimbenici. Na primjer, mnoge kompanije daju veliki prioritet stvaranju novih radnih mjesta i izbjegavaju opuštanja. Međutim, bitno je da ulaganja u materijalnu imovinu ostvare zadovoljavajući prinos na uložena sredstva. Bez tog prinosa, ulagači ne bi bili voljni uložiti sredstva da bi financirali projekt, te kompanija ne bi mogla skupiti dovoljno sredstava za buduće ulagateljske projekte.

Ocjena isplativosti ulaganja široko je područje, koje uključuje mnoge sofisticirane tehnike za ocjenu financijskih i nefinancijskih razmatranja. U našoj ćemo se raspravi ograničiti na područje tri najčešće tehnike ocjenjivanja ulagateljskih prijedloga: **razdoblje povrata, prinos na prosječno ulaganje i analiza diskontiranih novčanih tokova**.

Da bismo ilustrirali ove tehnike, pretpostavimo da firma "ABC" razmatra nekoliko mogućnosti ulaganja koje se odnose na nabavu opreme za proizvodnju novog proizvoda. Oprema košta 450.000, ima vijek trajanja 10 godina te je procijenjeni ostatak vrijednosti od 50.000. Firma "ABC" procijenila je da će proizvodnja i prodaja novog proizvoda povećati neto korist firme za 50.000 godišnje, temeljem sljedećeg izračuna :

Procijenjeni prihodi od prodaje novog proizvoda.....	400.000
Manje procijenjeni rashodi :	
Amortizacija nove opreme	
[(450.000 - 50.000) + 10 godina]	40.000
Ostali troškovi proizvodnje	
osim amortizacije.....	220.000
Dodatni troškovi prodaje i opći troškovi	60.000
	<u>320.000</u>
Procijenjeno povećanje dobiti prije poreza	80.000
Manje : Dodatni porez na dobit(37%)	<u>30.000</u>
Procijenjeno povećanje neto dobiti	<u>50.000</u>

Većina tehnika ocjenjivanja isplativosti ulaganja uključuje analize procijenjenih godišnjih neto novčanih tokova koji se odnose na ulaganje. Godišnji neto novčani tok višak novčanih primitaka nad novčanim izdacima u danoj godini. U našem ćemo primjeru pretpostaviti da su svi prihodi primljeni u gotovini i da su svi troškovi osim amortizacije plaćeni u gotovini. "ABC" firma bi trebala očekivati godišnji **neto novčani tok od 90.000** iz prodaje novog proizvoda (400.000 - 220.000 - 60.000 - 30.000). Primijetite da je godišnji neto novčani tok veći od procijenjene neto dobiti (50.000) za iznos troška amortizacije (40.000). To je iz razloga što se novac dobiven iz prihoda neće koristiti za isplatu troška amortizacije.

1.2. RAZDOBLJE POVRATA

Razdoblje povrata je vrijeme koje je potrebno da bi se nadoknadio ukupni trošak ulaganja iz rezultirajućeg godišnjeg neto novčanog toka. U našem primjeru, razdoblje povrata izračunava se na sljedeći način:

Iznos ulaganja	=	450.000	
Procijenjeni godišnji neto novčani tok	=	90.000	= 5 godina

U izboru između različitih ulagateljskih mogućnosti, kratko razdoblje povrata smatra se poželjnim jer što se prije nadoknadi iznos ulaganja, to će sredstva prije biti raspoloživa za drugu upotrebu. Kratko razdoblje povrata također smanjuje rizik da će promjene ekonomskih uvjeta omogućiti potpunu naknadu ulaganja. Prije nego se ulaganje može smatrati profitabilnim, vijek trajanja ulaganja mora biti dulji od razdoblja povrata. Razdoblje povrata u potpunosti ignorira vijek trajanja te stoga i ukupnu profitabilnost ulaganja. Iz tog razloga, razdoblje povrata nikada ne bi smio biti jedini čimbenik u razmatranju odluka o velikim kapitalnim ulaganjima.

1.3. PRINOS NA PROSJEČNO ULAGANJE

Prinos na ulaganje (ROI) prosječna je godišnja neto korist iz ulaganja izražena kao postotak **prosječno** uloženog iznosa. "ABC" kompanija će uložiti 450.000 u novu opremu, ali svake godine amortizacija će smanjivati knjigovodstvenu vrijednost ove imovine za 40.000. Budući da je godišnji novčani tok veći od neto koristi za ovaj iznos, trošak amortizacije možemo promatrati kao osiguranje za naknadu iznosa koji je prvobitno uložen. Na taj način uloženi iznos u opremu predstavljen je, u bilo koje vrijeme, sadašnjom vrijednošću (trošak manje akumulirana amortizacija) imovine.

Kad se upotrebljava linearna amortizacija, ostatak vrijednosti imovine smanjuje se ujednačeno tijekom vijeka trajanja imovine. Na taj je način, prosječna knjigovodstvena vrijednost jednaka aritmetičkoj sredini troška nabave imovine i njezina vrijednost. (Kad je očekivani ostatak vrijednosti jednak nuli, prosječno ulaganje jednostavno je polovica originalnog ulaganja). Matematički, prosječno uloženi iznos tijekom vijeka trajanja imovine može se odrediti na slijedeći način:

$$\text{Prosječno ulaganje} = \frac{\text{Originalni trošak} + \text{ostatak vrijednosti}}{2}$$

Ovako izraženo, "ABC" kompanija prosječno će ulagati u novu opremu $(450.000 + 50.000) \div 2$ ili 250.000. Za ovo prosječno ulaganje možemo izračunati i očekivanu stopu prinosa :

$$\frac{\text{Prosječno procijenjena neto dobit}}{\text{Prosječno ulaganje}} = \frac{50.000}{250.000} = 20\%$$

U odlučivanju da li je 20% zadovoljavajuća stopa prinosa, "ABC" kompanija trebala bi razmotriti čimbenike kao što je stopa prinosa na alternativna ulaganja , rizik koji je sadržan u stopi prinosa koja se očekuje, trošak kapitala korporacije i nefinancijske čimbenike koji se odnose na ulaganje. U uspoređivanju alternativnih ulagateljskih mogućnosti , menadžment obično preferira ulaganje s **najnižim rizikom , najvećom stopom prinosa i najkraćim razdobljem povrata**. Naravno da je to jedno te isto ulaganje rijetko superiorno nad ostalim ulaganjima po svim elementima. Zbog toga, menadžeri moraju razmotriti mnoge subjektivne čimbenike u donošenju svojih odluka.

Nedostatak koncepta prinosa na prosječno ulaganje jest zanemarivanje **dinamike** budućih novčanih tokova. Tako na primjer, u izračunavanju prosječne godišnje neto dobiti, zanemaruje se pitanje da li će novčani primitak nastati prije ili kasnije u vijeku trajanja ulaganja. Isto tako u izračunavanju prosječnog

ulaganja u opremu zanemaruje se pitanje da li se nabavna cijena imovine mora platiti unaprijed ili u obročnim otplatama tijekom nekoliko godine. Tehnika koja uzima u obzir ritam novčanih tokova zove se **diskontiranje** budućih novčanih tokova.

1.4. DISKONTIRANJE BUDUĆIH NOVČANIH TOKOVA

Sadašnja vrijednost budućeg novčanog toka je iznos koji bi razumni investitor platio danas za pravo da primi budući iznos. Točan iznos sadašnje vrijednosti ovisi (1) **iznosu budućih izdataka** (2) **razdoblju u kojem se ostvaruje budući iznos** i (3) **zahtijevanoj stopi prinosa od investitora**. **Diskontiranje** je proces određivanja sadašnje vrijednosti novčanih tokova. Za vaše lakše snalaženje, dvije tablice sadašnje vrijednosti prikazane u dodatku ponovljene su dolje i na sljedećoj stranici.

Tablica 1 prikazuje sadašnju vrijednost ukupnog iznosa isplata 1 kn koja će biti primljena za ***n*** razdoblja (godina) u budućnosti. *Tablica 2* prikazuje sadašnju vrijednost anuiteta od 1 kn odnosno, svake godine će se primiti 1 kn tijekom ***n*** sukcesivnih godina. Za ilustrativne svrhe, obje su tablice skraćene. Uključuju samo odabrane diskontne stope i raspon za ograničeni broj razdoblja. Tablice sadrže odgovarajuće stope i razdoblja za sve probleme u ovom poglavlju.

*Sadašnja vrijednost 1 kn koja dospijeva za ***n*** razdoblja **

Tablica 1.

Broj razdoblja (<i>n</i>)	Diskontna stopa								
	1%	1 ¹ / ₂ %	5%	6%	8%	10%	12%	15%	20%
1	,990	,985	,952	,943	,926	,909	,893	,870	,833
2	,980	,971	,907	,890	,857	,826	,797	,756	,694
3	,971	,956	,864	,840	,794	,751	,712	,658	,579
4	,961	,942	,823	,792	,735	,683	,636	,572	,482
5	,951	,928	,784	,747	,681	,621	,567	,497	,402
6	,942	,915	,746	,705	,630	,564	,507	,432	,335
7	,933	,901	,711	,665	,583	,513	,452	,376	,279
8	,923	,888	,677	,627	,540	,467	,404	,327	,233
9	,914	,875	,645	,592	,510	,424	,361	,284	,194
10	,905	,862	,614	,558	,463	,386	,322	,247	,162
20	,820	,742	,377	,312	,215	,149	,104	,061	,026
24	,788	,700	,310	,247	,158	,102	,066	,035	,013
36	,699	,585	,173	,123	,063	,032	,017	,007	,001

Diskontna stopa može se promatrati kao **investitorova zahtijevana stopa prinosa**. Sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova maksimalni je iznos

koji ulagatelj mora platiti za ulaganje uz očekivanje da će ostvariti zahtijevanu stopu prinosa. Zbog toga, ulaganje se smatra poželjnim kad su njegovi troškovi manji od sadašnje vrijednosti očekivanih budućih novčanih tokova. Obrnuto, ulaganje je nepoželjno kad su njegovi troškovi veći od sadašnje vrijednosti očekivanih budućih novčanih tokova.

**Sadašnja vrijednost 1 kn računa se formulom $p = 1/(1+i)^n$, gdje je p sadašnja vrijednost 1 kn i diskontna stopa i n broje razdoblja prije dospjeća budućeg novčanog toka. Iznosi u ovoj tablici zaokruživani su na tri decimalna mjesta i prikazani su za ograničeni broj razdoblja i diskontnih stopa. Mnogi su kalkulatori programirani za upotrebu ove formule i mogu izračunati sadašnje vrijednosti kad se unese iznos zajedno s vrijednostima i i n .*

Sadašnja vrijednost 1 kn koju će primiti periodično za n razdoblje

Tablica 2.

Broj razdoblja (n)	Diskontna stopa								
	1%	1 1/2 %	5%	6%	8%	10%	12%	15%	20%
1	0,990	0,985	0,952	0,943	0,926	0,909	0,893	0,870	0,833
2	1,980	1,956	1,859	1,833	1,783	1,736	1,690	1,626	1,528
3	2,941	2,912	2,723	2,673	2,577	2,487	2,402	2,283	2,106
4	3,902	3,854	3,546	3,465	3,312	3,170	3,037	2,855	2,589
5	4,853	4,783	4,329	4,212	3,993	3,791	3,605	3,352	2,991
6	5,795	5,697	5,076	4,705	4,623	4,355	4,111	3,784	3,326
7	6,728	6,598	5,786	5,582	5,206	4,868	4,564	4,160	3,605
8	7,652	7,486	6,463	6,210	5,747	5,335	4,968	4,487	3,837
9	8,566	8,361	7,108	6,802	6,247	5,759	5,328	4,772	4,031
10	9,471	9,222	7,722	7,360	6,710	6,145	5,650	5,019	4,192
20	18,046	17,169	12,462	11,470	9,818	8,514	7,469	6,259	4,870
24	21,243	20,030	13,799	12,550	10,529	8,985	7,784	6,434	4,937
36	30,108	27,661	16,547	14,621	11,717	9,677	8,192	6,623	4,993

Što se upotrebljava veća diskontna stopa, rezultirajuća će sadašnja vrijednost biti manja. Zbog toga će ulagatelj biti zainteresiran da uloži po nižoj cijeni. "Odgovarajuća" diskontna stopa za određivanje sadašnje vrijednosti određenog ulaganja ovisi o prirodi tog ulaganja, raspoloživosti alternativnih ulagateljskih mogućnosti i o trošku kapitala za ulagatelja.

Primijenimo sada, koncept diskontiranja novčanih tokova na naš tekući primjer "ABC" kompanije. Pretpostavit ćemo da "ABC" kompanija zahtijeva 15% godišnju stopu prinosa na ulaganje u novu materijalnu imovinu. Za ulaganje od 450.000 u opremu očekuje se da će stvoriti godišnje neto novčane tokove od 90.000 za 10 godina. Tablica 2 naznačuje da je sadašnja vrijednost 11 kn koji se prima godišnje tijekom 10 godina, diskontirana po godišnjoj stopi od 15%

5.019. Stopa je sadašnja vrijednost 90.000 koji se primaju tijekom 10 godina 90.000×5.019 ili 415.710.

Osim godišnjih tokova, "ABC" kompanija očekuje da će imati 50.000 ostatka vrijednosti opreme na kraju desete godine. Ako pogledamo *Tablicu 1* vidimo da sadašnja vrijednost 1 kn koja dopijeva nakon 10 godina, diskontiranog po 15% godišnje iznosi 0,247. Tako sadašnja vrijednost 50.000 koja će biti primljena nakon 10 godina je $50.000 \times .247$ ili 12,350. Sada možemo analizirati prijedloge za ulaganja u opremu na slijedeći način :

Sadašnja vrijednost očekivanih novčanih tokova (90.000×5.019).....	451,710
Sadašnja vrijednost prihoda od prodaje opreme (50.000×0.247).....	<u>12,350</u>
Ukupna sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova	464,060
Iznos koji se ulaže (plaćanje unaprijed)	<u>450,000</u>
Neto sadašnja vrijednost predloženog ulaganja	<u>14,060</u>

Ova analiza pokazuje da sadašnja vrijednost očekivanih neto novčanih tokova ulaganja, diskontiranih po godišnjoj stopi od 15% iznosi 464.060 ovo je maksimalni iznos koji si "ABC" kompanija može dopustiti za ulaganje u projekt uz očekivanje da će ostvariti zahtijevanu godišnju stopu prinosa od 15% . Budući da je stvarni trošak ulaganja samo 450.000 "ABC" firme može se očekivati da će zaraditi više od 15%.

Neto sadašnja vrijednost prijedloga je razlika između ukupne sadašnje vrijednosti neto novčanih tokova i troškova investicije (ulaganja). Kada je neto sadašnja vrijednost jednaka nuli, ulaganje osigurava stopu prinosa koja je **točno jednaka** stopi koja se koristi za diskontiranje novčanih tokova. **Pozitivna** neto sadašnja vrijednost znači da ulaganje osigura stopu prinosa koja je **veća od diskontne stope** ; **negativna** neto sadašnja vrijednost znači da ulaganje daje prinos koji je manji od diskontne stope . Budući da je diskontna stopa najčešće minimalno investitorova zahtijevana stopa prinosa, prijedlozi s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću smatraju se **prihvatljivim**, a oni s negativnom neto sadašnjom vrijednošću smatraju se **neprihvatljivim** .

1.5. ZAMJENA STARE OPREME

Problem s kojim se često susreće menadžment jest bi li trebalo kupiti novu i efikasniju opremu ili bi trebalo nastaviti s upotrebom postojeće opreme. Pretpostavimo, na primjer , da je "ABC" tvrtka suočena s rastućom konkurencijom u prodaji proizvoda. Menadžer prodaje smatra da je izvor nevolja u tome što je konkurencija instalirala efikasniju opremu, koja im je omogućila da snize cijene. Problem koji se postavlja pred "ABC" tvrtku jest: (1) da li bi trebalo kupiti novu opremu po cijeni od 120.000 ili (2) nastaviti s upotrebom sadašnje opreme. Radi jednostavnosti, pretpostavit ćemo da obje opreme, i nova i sadašnja, imaju korisni vijek trajanja od pet godina, te nijedna nema **rezidualnu**

vrijednost. Nova će oprema omogućiti značajnu uštedu u direktnom radu, direktnom materijalu i općim troškovima proizvodnje. Kompanija ne smatra da će upotreba nove opreme utjecati na opseg prodaje, tako da se odluka u potpunosti temelji na mogućnosti uštede troškova.

Stara oprema ima knjigovodstvenu vrijednost od 100.000, ali se može prodati samo za 20.000 ako se zamjenjuje. Na prvi pogled, rezultirajući gubitak od 80.000 izgleda kao dobar razlog da se stara oprema ne zamijeni. No, trošak je stare opreme **potonuli trošak** i nije relevantan za odluku. Ako se stara oprema proda, njezina knjigovodstvena vrijednost čini rashod od prodaje opreme; ako se zadrži stara oprema, njezina će se knjigovodstvena vrijednost smanjiti kroz buduće troškove amortizacije. Dakle, "ABC" tvrtka ne može izbjeći taj trošak bez obzira koja se odluka donese. Sa stajališta sadašnje vrijednosti, ima neke koristi u promatranju ovog potonulog troška kao gubitka u tekućem razdoblju s obzirom da će se odnosno porezno smanjenje pojaviti u ovoj godini, što je bolje nego u preostalom vijeku trajanja opreme.

U današnju odluku da li treba zamijeniti staru opremu "ABC" tvrtka trebala bi odrediti **sadašnju vrijednost inkrementalnih neto novčanih tokova** koji rezultiraju iz zamjene stare opreme. Ova sadašnja vrijednost može se zatim usporediti s troškom nove opreme kako bi se odredilo da li će ulaganje osigurati zahtijevanu stopu prinosa. Da bi izračunao inkrementalni godišnji neto novčani tok zamjene stare opreme, menadžment mora razmotriti i godišnje uštede gotovine u troškovima proizvodnje i rizika u godišnjem porezu na korist. U okviru zadanih alternativa porez će se na korist razlikovati zbog razlika u (1) varijabilnim troškovima proizvodnje i (2) godišnjeg troška amortizacije.

Pretpostavimo da će nova oprema rezultirati godišnjom uštedom gotovine u varijabilnim troškovima proizvodnje od 34.000. No godišnja će amortizacija nove opreme iznositi 24.000 ($120.000 \div 5$ godina), dok godišnja amortizacija stare opreme iznosi 20.000 ($100.000 \div 5$ godina). Ovo povećanje od 4.000 u troškovima amortizacije znači da će nabava nove opreme **povećati** oporezivi dohodak za 30.000 godišnje (34.000 uštede manje 4.000 dodatne amortizacije). Pod pretpostavkom da je porezna stopa 40%, nabava će nove opreme povećati godišnji trošak poreza na dobit za 12.000 ($30.000 \times 40\%$). inkrementalni godišnji **neto novčani tok** iz posjedovanja nove opreme iznosi 22.000 (34.000 uštede troškova manje 12.000 dodatnog troška poreza na dobit).

Pretpostavit ćemo da "ABC" firma zahtijeva 12% prinosa na ulaganje u materijalnu imovinu. Ako pogledamo u tablicu anuiteta (*Tablica 2*) vidimo da je sadašnja vrijednost od 1 kn koja se prima godišnje tijekom pet godina 3.605. Stoga, 22.000 koji se primaju godišnje tijekom pet godina, diskontiranih po godišnjoj stopi od 12%, ima sadašnju vrijednost od 79.310 (22.000×3.605). Osim sadašnje vrijednosti godišnjih neto novčanih tokova, moramo razmotriti dva druga čimbenika: (1) prihod od prodaje stare opreme i (2) uštede na porezu koje rezultiraju iz rashoda prodaje.

20.000 prihoda od prodaje stare opreme bit će primljeni odmah, te imaju sadašnju vrijednost od 20.000 . 80.000 gubitka zbog prodaje rezultira smanjenjem obveza poreza na dobit od 32.000 koji se plaća na kraju prve godine (80.000 x 40%). Sadašnja je vrijednost 32.000 u jednoj godini, diskontirane po 12% 28,576 (32.000 x ,893) , kao što je određeno iz tablice sadašnje vrijednosti.

Sada možemo odrediti neto sadašnju vrijednost prijedloga za zamjenu stare opreme novom opremom na sljedeći način :

Sadašnja vrijednost inkrementalnog godišnjeg novčanog toka (22.000 x 3.605)	79,310
Sadašnja vrijednost prihoda od prodaje stare opreme	20,000
Sadašnja vrijednost uštede na porezu koji proizlazi iz gubitka zbog prodaje (32,000 x ,893)	<u>28,576</u>
Ukupna sadašnja vrijednost	127,886
Iznos za investiranje.....	<u>120,000</u>
Neto sadašnja vrijednost	<u>7.886</u>

Budući da je ukupna sadašnja vrijednost budućih novčanih tokova iz nabave nove opreme veća od troška ulaganja "ABC" firma bi trebala zamijeniti staru opremu novom.

1.6. ZAKLJUČNA RAZMATRANJA

Mi smo samo površno dotakli tematiku mogućih načina analiza koje se mogu izraditi prilikom donošenja odluka. Kratki prikaz u ovom poglavlju dovoljan je da se utvrde osnovna načela koja stoje iza takvih analiza. Najprofitabilnija se shema određuje razmatranjem troškova i prihoda koji su *inkrementalni* za određene alternative pri razmatranju. Relevantne informacije obično uključuju izradu *procjena* o budućnosti. Kao rezultat toga, takva je informacija podložna određenom stupnju pogreške. Isto tako vrlo je važno zapamtiti da nakon izrade kvantitativne analize, u odluku mogu biti uključeni mnogi nefinancijski čimbenici.

POJMOVNIK

HRVATSKO - ENGLESKI POJMOVI

Afilijala i filijala (*affiliate*) - poslovna jedinica u inozemstvu organizirana bilo kao ogranak ili kao supsidijar.

Akcept (*acceptance*) - potpis na licu mjenice od strane glavnog dužnika kojim se prihvaćaju obveze sadržane u mjenici i time povećava njena kvaliteta u odnosu na neakceptirane mjenice.

Amortizacija (*depreciation*) - računovodstveno sniženje - otpis - vrijednosti realne imovine/sredstava zbog istrošenosti ili zastarjelosti tijekom nekog vremenskog perioda, godišnja naknada iz ostvarene zarade sa svrhom nadoknađivanja troškova neke imovine koje (prema zakonom propisanim stopama služi kao porezno odbitna stavka.

Angažirani kapital (*capital employed*) - ukupno vlasništvo nad imovinom poslovnog subjekta.

Apresiasija (*apreciation*) - proces povećanja vrijednosti valute s fluktuirajućim deviznim tečajem u odnosu na druge valute.

Arbitraža (*arbitrage*) - proces kojim investitor kupuje i prodaje vrijednosne papire prilagođavajući svoje financijske aranžmane kako bi iskoristio prednosti tržišnih nejednakosti u pogledu rizika i povrata; zarađivanje na temelju razlike u stopama ili cijenama na različitim tržištima, obično simultanom kupovinom i prodajom na dvama tržištima ili preko futures tržišta; temeljni mehanizam uravnoteženja tržišta vrijednosnih papira.

Autonomno/spontano pribavljena sredstva (*spontaneously generated funds*) - sredstva prikupljena rutinskim poslovanjem tvrtke (trgovačkim kreditima, razgraničenim plaćama i porezima).

Autorizirani/odobreni kapital (*authorised capital*) - iznos kapitala koji je utvrđen memorandumom o udruživanju - statutom kompanije; maksimalni iznos kapitala koji kompanija može emitirati.

Banka (*bank*)- financijska institucija koja klijentima nudi čitav raspon usluga od kojih je glavna vođenje tekućeg računa i obavljanje bezgotovinskog plaćanja. Kod nas banke za gospodarske subjekte vode žiro račune, a funkciju platnog prometa još uvijek obavlja Zavod za platni promet.

Banka korespondent (*correspondent bank*) - banka koja drži depozite i pruža usluga drugoj banci na recipročnoj osnovi.

Bankarski akcept (*banker's acceptance*) - promesa između dviju strana koju je akceptirala banka i time postala garant; instrument novčanog tržišta.

Bankrot (*bankruptcy*) - zakonsko stanje u kojem se poslovi dužnika stavljaju pod kontrolom osobe imenovane da radi u korist kreditora (*receiver* - engl.). Uvodi ga u sud, a prethodi mu nesolventnost. Bankrot se može ukloniti po isplati svih vjerovnika ili kad prestane svrha njegovog održavanja.

Bazna točka (*basis point*) - jedna stotinka postotka, koristi se u izražavanju kamatnih stopa ili stopa povrata.

Bilanca (*balance sheet*) - financijsko izvješće o stanju imovine i obveza uključujući i trajni kapital na određeni datum.

Broker (*broker*) - posrednik u trgovini vrijednosnicama, valutama i robama između kupaca i prodavaoca, trgovac na veliko koji organizira trgovinu, ali ne sudjeluje u njoj svojim sredstvima.

Bruto proizvod/marža (*gross profit*) - prihodi od prodaje (neto) umanjeni za trošak prodate robe.

Buduća vrijednost/konačna vrijednost (*future value/terminal value*) - vrijednost koju će u budućnosti imati jedna novčana jedinica investirana danas.

Bulldog obveznica (*bulldog bond*) - obveznica koju emitiraju stranci u Velikoj Britaniji denominirana u britanskim funtama.

Cijena konverzije (*conversion price*) - cijena po kojoj su obveznice konvertibilne u dionice, dobije se iz odnosa nominalne vrijednosti vrijednosnog papira i stope konverzije.

Cijena poziva (*call price*) - cijena po kojoj kompanija mora platiti vrijednosni papir kada ga želi privući prije roka dospijeca na temelju klauzule poziva.

Ciljna struktura kapitala (*target capital structure*) - planirana kombinacija duga, prioritetnih dionica i dioničke glavnice kojom tvrtka planira financirati svoje investicije, koristi se pri izračunu ponderiranoga prosječnog troška kapitala.

Datum nakon dividende (*ex dividend*) - datum na koji kupac dionice nema više pravo na objavljenu dividendu.

Davatelj leasinga (*lessor*) - vlasnik koji daje imovinu zakupcu.

Deprecijacija (*depreciation*) - proces sniženja vrijednosti valute s fluktuirajućim deviznim tečajem u odnosu na druge valute.

Devalvacija (*devaluation*) - službeno sniženje vrijednosti valute vezane za neku drugu valutu ili korpu valuta (s fiksnim deviznim tečajem) u odnosu na druge valute (pad spot tečaja).

Devizni tečaj (*exchange rate*) - cijena stranog sredstva plaćanja; broj jedinica domaće valute kojim se može kupiti jedna jedinica strane valute (direktna kotacija), odnosno broj jedinica strane valute koji se može dobiti za jednu jedinicu domaće valute (indirektna kotacija).

Devizno/valutno podešavanje (*hedging exchange rate exposure*) - proces kojim se tvrtka osigurava od gubitka zbog fluktuacije deviznih tečajeva u budućnosti.

Dezinvestiranje (*divestment/divestiture*) - prodaja dijela poslovne imovine tvrtke (bilo pojedinačne ili organizacijskog dijela) ili cijele tvrtke.

Dijeljenje dionica (*stock split*) - akcija kojom tvrtka povećava broj dionica u prometu kao na primjer davanje svakom dioničaru dvije nove dionice za jednu prije držanu dionicu kojom se udvostručuje broj dionica u prometu.

Diler (*dealer*) - trgovac koji "čini" tržište za neku vrijednosnicu tako da je spreman kupiti je i prodati po kotiranim cijenama (kupovnoj i prodajnoj - bid/ask).

Dionica (*common stock - USA/ordinary shares - V.B.*) - vrijednosnica koja dokazuje udio u trajnom kapitalu - vlasništvu kompanije.

Dionice s nultim rastom (*zero growth stock*) - obična dionica za čije dividende se ne očekuje da će rasti.

Dionička glavnica (*common/stockholders equity*) - suma običnih dionica, dodatno uplaćenog kapitala i zadržanih zarada koja je jednaka ukupnom vlasništvu običnih dioničara.

Dionička glavnica (*ordinary shares*) - dionički kapital koji nije ovlašten na fiksnu stopu dividendi.

Direktna emisija (*direct placement*) - direktna prodaja neke emisije vrijednosnih papira financijskim institucijama bez supotpisivanja.

Diskontna obveznica (*zero coupon bond*) - obveznica koja se prodaje uz diskont pri emisiji; obveznica čija je tržišna cijena niža od nominalne jer je kuponska stopa niža od tekuće tržišne stope.

Diskontna stopa (*diskont rate*) - kamatna stopa koja se koristi za utvrđivanje sadašnje vrijednosti budućeg novčanog tijeka.

Diskontni faktor (*discount factor*) - sadašnja vrijednost jedne novčane jedinice koja će se dobiti za dati broj perioda u budućnosti.

Diversificirani portfelj (*well diversified portfolio*) - portfelj sačinjen od više vrsta imovine od kojih niti jedna ne čini veliki vrijednosni udio portfelja; aproksimira ga tržišni indeks imovine kao Standard & Poor's indeks industrijskih dionica.

Diversifikacija/raspršivanje (*diversification*) - sniženje rizika imovine ulaganjem u različite vrste imovine.

Dividende (*dividends*) - podjela dobitaka dioničarima, isplata povrata na ulaganje dioničarima u novcu ili drugim stvarima od vrijednosti iz zarade korporacije po odluci upravnog odbora.

Dividendne dionice (*stock dividends*) - dividende plaćene u obliku dodatne dionice umjesto u gotovini.

Dividendni prinos/stopa povrata od dividendi (*dividend yield*) - dividenda po dionici, razmjerni očekivane dividende i tekuće cijene dionica.

Dividendno pokriće (*dividend cover*) - broj puta koliko zarade pokrivaju objavljene dividende.

Dobitak prije plaćanja poreza i kamata (*earning before interest and taxes/EBIT*) - dobitak prije oporezivanja uvećan za kamate.

Dodatno uplaćeni kapital (*paid in capital*) - suvišak sredstava iznad nominalne vrijednosti (par value) obične dionice koji je kompanija dobila pri prodaji običnih dionica.

Dohodna obveznica (*income bonds*) - obveznica kod koje plaćanje kamate ovisi o zaradi tvrtke.

Dražba (*auction*) - organizirana metoda utvrđivanja poštene cijene neke stvari, metoda emisije vrijednosnica.

Državni rizik (*sovereign risk*) - rizik da će domaća vlada jednostavno otkazati svoje strane obveze ili spriječiti domaću tvrtku da plati svoje strane obveze.

Dugotrajna imovina (*fixed assets*) - dugotrajna imovina, sredstava investirana u opremu, zgrade.

Džambo zajmovi (*jumbo loans*) - zajmovi od jednu mlrd \$ i više.

ECU, europska novčana jedinica (*European currency unit, ECU*) - kompozitna valuta koju je od 1999. zamijenio Euro - zajednička novčana jedinica jedanaest zemalja EU koje su ušle u prvu fazu EMU.

Efektivna godišnja stopa (*effective annual rate - EAR*) - godišnja kamatna stopa koja se stvarno zarađuje/plaća.

Efikasno tržište (*efficient market*) - tržište na kojem cijene vrijednosnih papira trenutno odražavaju sve raspoložive informacije.

Ekonomija obujama (*economies of scale*) - sniženje prosječnih troškova poslovanja s povećanjem obujma.

Ekspertni sustav (*expert system*) - tip kompjuterskog sistema koji namjerava simulirati odluke i znanje ljudskog eksperta u danom području.

Ekstra dividenda (*extra dividend*) - dodatna dividenda koja se isplaćuje dioničarima u vrijeme povećanja raspoloživosti sredstava.

Emisija prava (*rights issue*) - emisija postojećim dioničarima kompanije prava da upiše dodatne dionice na pro rata bazi. Ukoliko ne žele mogu ih prodati drugima.

Emisija cijena (*issue price*) - bruto cijena prije odbitka provizije i drugih odbitaka na neku emisiju vrijednosnih papira, izražena kao postotak iznosa glavnice.

Emitirani kapital (*issued capital*) - dionice emitirane radi pribavljanja kapitala.

Eurodolar (*Eurodollar*) - dolar kojeg drži SAD nerezident, obično u obliku depozita, u banci izvan SAD ili stranom ogranku SAD banke.

Euroobveznica (*Eurobond*) - emisija obveznica koja se prodaje izvan zemlje valute u kojoj se obveznica izdaje.

Eurovaluta (*Eurocurrency*) - valuta deponirana u banci koja je locirana u zemlji različitoj od zemlje emitenta valute.

Factoring (*factoring*) - prodaja potraživanja financijskoj instituciji, faktoru, obično bez prava regresa; metoda financiranja.

Financijska imovina (*financial assets*) - potraživanja na gotovinski tijekom realne imovine kao dionice, obveznice i sl.

Financijska poluga (*gearing u V.B. leverage u SAD*) - stupanj u kojem se vrijednosni papiri s fiksnim povratom (obveznice i prioritetne dionice) koriste u strukturi kapitala tvrtke, odnos između dioničkog i zajmovnog kapitala poslovnog subjekta - razmjer zaduženosti; upotrebu duga s fiksnim povratom kako bi se povećala zarada raspoloživa običnim dioničarima; posuđivanje.

Financijski leasing (*financijal lease/capital lease*) - leasing koji ne pruža usluge servisiranja imovine, neopoziv je i u potpunosti se amortizira tijekom svog vijeka.

Financijski pokazatelj (*financijal ratio*) - omjer jednog računovodstvenog broja s drugim.

Financijski posrednik (*financijal intermediary*) - institucija koja posreduje među krajnjim posudiocima i zajmodavcima izdavanjem vlastitih vrijednosnica i prenošenjem sredstava na krajnjeg posudioca.

Financijski rizik (*financijal risk*) - dodatni rizik dioničara iznad poslovnog rizika koji je rezultat odluke tvrtke da koristi dug odnosno koristi financijsku polugu.

Fluktuirajuće kamatne stope (*floating rate interest*) - kamatne stope koje se mijenjaju po utvrđenoj formuli na regularnoj bazi kako bi odrazile promjene na tržištu (obično dodavanjem određenog postotka međubankarskoj stopi).

Fond koje se iscrpljuje (*dinking fund*) - fond formiran za otkup u regularnim intervalima dijela emisije duga pri čemu posudilac ima legalnu obvezu da fond iscrpi u potpunosti.

Futures ugovor/ročnice (*futures contract*) - standardizirani ugovor o prodaji ili kupovini na određeni budući datum određene količine proizvoda, financijskih instrumenata, deviza i slično po utvrđenoj cijeni.

Glavnica (*principal*) - iznos novca koji se mora otplatiti kod korištenja kredita ili emisije obveznica.

Goodwill - suvišak iznad knjigovodstvene vrijednosti poduzeća koji preostaje nakon njegove prodaje, nedodirljiva imovina tvrtke koja nastaje pri kupnji tvrtke po cijeni većoj od njene knjigovodstvene vrijednosti. Vrijednost goodwilla mora biti amortizirana.

Gotovinska dividenda (*cash dividend*) - iznos periodičnih gotovinskih isplata korporacije svojim dioničarima.

Gotovinski ekvivalent (*meas cash reserves*) - vrijednosnice koje se mogu brzo i lako konvertirati u gotovinu.

Gotovinski proračun (*cash budget*)- raspored gotovinskih tijekom (primitaka i izdataka) tvrtke za određeni vremenski period , najčešće mjesec dana ili tjedan.

Gotovinski tijek (*cash flow*) - stvarna neto gotovina nasuprot računovodstvenom dobitku koji proizlazi iz poslovanja tvrtke u određenom vremenskom periodu koji teče u ili iz tvrtke.

Gotovinski tijek iz poslovanja (*operating cash flow*) - gotovinski tijek koji proizlazi iz redovnog poslovanja , razlika između prihoda od prodaje i gotovinskih izdataka.

Gotovinsko tržište (*cash market*) - termin koji podrazumijeva tržište u temeljnoj valuti ili novčanom instrumentu na koji se odnosi futures i opcije koji su predmet ugovora.

Granični investitor (*marginal investor*) - ulagač čije aktivnosti odražavaju stavove ljudi koji trenutno trguju vrijednosnim papirima. Aktivnosti graničnih investitora određuju cijene dionica.

Hiperinflacione zemlje (*hyperinflation countries*) - zemlje sa vrlo visokom stopom inflacije, prema SAD standardima zemlje s kumulativnom trogodišnjom inflacijom od 100% i više.

Hipoteza efikasnog tržišta (*efficient market hypothesis*) - hipoteza da su vrijednosni papiri u ravnoteži, u principu ni precijenjeni ni potcijenjeni, da njihove cijene odražavaju sve javno raspoložive informacije o svakom vrijednosnom papiru.

Horizontalno spajanje (*horizontal merger*)- spajanje kompanija u istoj liniji poslovanja, kombinacija dviju tvrtki koje proizvode istu vrstu proizvoda ili usluga.

Imovina (*assets*) - stvar ili zakonsko pravo koje posjeduje pojedinac ili kompanija a kojem se može pripisati novačna vrijednost.

Indeks profitabilnosti (*profitability index*) - odnos sadašnje vrijednosti neto novčanih tijekova i inicijalnog uloga.

Indeksirana obveznica (*index bond/purchasing power bond*) - obveznica čija kamatna plaćanja se temelje na indeksu inflacije u cilju zaštite imaoa obveznice od inflacije.

Insolventan (*insolvent*) - nesolventan, stanje poslovne tvrtke u kojem su potraživanja kreditora manja od vrijednosti imovine odnosno kad je aktiva manja od pasive (suvišak obveza nad imovinom).

Interna stopa povrata (*internal rate of return- IRR*) - diskontna stopa koja ujednačava sadašnju vrijednost primitaka sa sadašnjom vrijednošću izdataka projekta odnosno sa sadašnjom vrijednošću obveznice.

Investicijski bankari (*investment banks*) - brokerske tvrtke ili institucije specijalizirane za prodaju novo emitiranih vrijednosnih papira financijska institucija koja supotpisuje i distribuira vrijednosne papire.

Izrada proračuna gotovine (*cash budgeting*) - prognoza budućih gotovinskih tijekova tvrtke na mjesečnoj, kvartalnoj ili godišnjoj bazi.

Izravne strane investicije (*foreign direct investment/FDI*) - kupovina fizičke imovine kao što su postrojenja, oprema i slično u stranoj zemlji kojom će upravljati roditeljska kompanija ; suprotno od stranih portfolio investicija.

Izvanbilančno financiranje (*off balance sheet financing*) - financiranje kod kojeg se imovina i obveze proizašle iz angažiranja te imovine ne pojavljuju u bilanci tvrtke.

Izvanburzovno tržište/uređeno javno tržište (*over - the - counter/OTC-market*) - mreža dilera koja osigurava trgovinu vrijednosnih papira bez kotacije na burzi, tržište vrijednosnicama organizirano ne na jednom fizičkom mjestu već kroz elektronsku (kompjutersku) ili telefonsku komunikaciju na više lokacija.

Izvorni rok dospijeca (*original maturity*) - broj godina do dospijeca u vrijeme emisije obveznice.

Izvršna cijena (*exercise price*) - cijena koja se mora platiti za dionice pri realizaciji opcije poziva ili waranata.

Javna ponuda (*public offering*) - registrirana ili kotirana ponuda vrijednosnica javnosti.

Javno tržište vrijednosnih papira (*public market*) - javno tržište preko kojeg se obavlja kupoprodaja vrijednosnica.

Kamatni diferencijal (*interest rate differential*) - razlika između kamatnih stopa među valutama na vrijednosnice iste dospelosti.

Kapital dobitak (*capital gain*) - prodajna cijena neke imovine umanjena za trošak (kupovnu) cijenu te imovine.

Kapitalizacija (*capitalization*), izvori dugoročnog financiranja poduzeća (dug, prioritetne dionice i dionička glavnica)

Kapitalno proračunavanje (*capital budgeting*) - proces planiranja izdataka na imovinu čiji gotovinski tijekovi se očekuju da će prelaziti jednu godinu, cijeli proces analiziranja projekata uz odlučivanje da li ih uključiti u plan kapitalnih ulaganja.

Karakteristična linija (*characteristic line*) - linija koja opisuje vezu između natprosječnih primanja na dionicu i natprosječnih prinosa tržišnog portfelja; nagib ove linije je sustavni rizik.

Knjigovodstvena linija (*book value*) - knjigovodstvena vrijednost neke imovine.

Knjigovodstvena vrijednost dionice (*book value per share*) - računovodstvena vrijednost dionice jednaka je odnosu dioničke glavnice i broja dionica u prometu.

Knjigovodstvena vrijednost vrijednosnog papira (*book value*) - vrijednost po kojoj se vrijednosni papir vodi u računovodstvu imaoca.

Knjigovodstveni dobitak ili gubitak (*book gains/loss*) - profit ili gubitak koji proizlazi iz razlike između troška i tržišne cijene vrijednosnog papira.

Koeficijent beta (*beta coefficient*) - kovarijanca između povrata na danu imovinu i povrata na tržišni portfelj podijeljena sa varijancom povrata na tržišni portfelj.

Koeficijent korelacije (*correlation coefficient*) - mjera koja opisuje kako se dvije varijable kreću zajedno tijekom vremena (mjera stupnja povezanosti dviju varijabli).

Koeficijent varijacije (*variation coefficient*) - odnos standardne devijacije distribucije i njene očekivane vrijednosti.

Kolateral (*collateral*) - sekundarna ili podržavajuća vrijednosnica kod odobravanja zajma. Primjerice, kad banka odobri zajam na temelju hipoteke na

imovinu kao glavne vrijednosnice i police životnog osiguranja posudioca kao kolateralu. Otplate zajma istodobno se oslobađaju obje vrijednosnice.

Komercijalni papir (*commercial paper*) - nesigurna kratkoročna promesa velikih kompanija, instrument novčanog tržišta.

Komponenta kapitala (*capital component*) - jedna od vrsta kapitala kojom tvrtka pribavlja novac, pozicija desne strane bilance, dugovi, prioritetne dionice i dionička glavnica. Povećanje ukupne imovine tvrtke mora biti financirano povećanjem jedne ili više komponenti kapitala.

Komunalne kompanije (*utilities*) - prirodni monopol kao što su električna energija, voda i telefon.

Konglomeratsko spajanje (*conglomerate merging*) - spajanje između nepovezanih kompanija (kompanija u potpuno različitim industrijama).

Konsolidirana bilanca (*consolidated balance sheet*) - izvješće kojim se pozicija poslovne grupe pokazuje na način kao da se radi o jedinstvenom tijelu.

Kontinuirana distribucija vjerojatnosti (*continuous probability distribution*) - glatka zvonolika krivulja koja se koristi za utvrđivanje vjerojatnosti da će se određeni ishod nalaziti u određenom rasponu ishoda.

Konvertibilna obveznica (*convertible bond*) - obveznica izdana sa odredbom na temelju koje je imalac može zamijeniti za dionicu kompanije ili komitenta ili njene roditeljske kompanije po dogovorenoj cijeni unutar određenog razdoblja.

Konvertibilna valuta (*convertible currency*) - valuta koja se može brzo konvertirati u ostale valute; konvertibilnost za strance i to u sferi tekućih transakcija.

Konvertibilna vrijednosnica (*convertible security*) - vrijednosnica obično obveznica ili prioritetna dionica, zamjenjiva po izboru imaoца za običnu dionicu tvrtke emitenta.

Konzorcij (*consortium*) - udruženje kompanija u cilju provođenja određene aktivnosti. Obično se uspostavlja kada troškovi nekog poduhvata nadmašuju sredstva bilo koje od kompanija.

Korisnik leasinga (*lessee*) - tvrtka koja uzima imovinu zakupom.

Korporacijski nesustavni rizik (*company specific risk*) - dio rizika vrijednosnog papira povezan sa slučajnim događajima, može se diversificirati.

Kotirani vrijednosni papir (*listed security*) - vrijednosni papir kojim se trguje na organiziranoj burzi.

Kratkotrajna/tekuća imovina (*current asset*) - imovina koju tvrtka drži radi konverzije u ostale oblike imovine. Obično uključuje zalihe sirovina, proizvodnju u tijeku, potraživanja i gotovinu; imovina koja se normalno iskoristi u jednom financijskom periodu i mijenja iz dana u dan.

Kratkoročne /tekuće obveze (*current liabilities*) - obveze koje se moraju podmiriti u veoma kratkom roku i fluktuiraju iz dana u dan.

Kredit po tekućem računu (*overdraft*) - kreditna linija koja omogućuje deponentu automatski kredit (do unaprijed dogovorenog iznosa) u slučajevima kad nema dovoljno sredstava za pokriće izdanih čekova.

Kreditna linija (*line of credit*) - aranžman koji kompanija ili pojedinac sklapaju sa bankom i stječu na temelju njega pravo da posuđuju sredstva prema potrebi do određenog iznosa tijekom utvrđenog razdoblja.

Kreditni rejting (*credit rating*) - procjena kreditne sposobnosti osobe ili tvrtke (njene vrijednosnice) .

Križni tečaj (*cross rate*) -devizni tečaj između dviju valuta koji se računa dijeljenjem deviznih tečaja valuta prema trećoj valuti. Dobiva se iz odnosa dvaju relevantnih ili indirektnih tečajeva ili pak iz umnoška relevantnog direktnog i indirektnog tečaja.

Kumulativne dividende (*cummulative dividends*) -odredba prema kojoj se prije isplate dividende na običnu dionicu moraju isplatiti sve neplaćene kumulativne dividende na prioritetne dionice.

Kuponska isplata (*coupon payment*) -utvrđeni novčani iznos komata koji se plaća utvrđenom dinamikom, obično polugodišnje.

Kuponska stopa (*coupon rate*) - utvrđena kamatna stopa na obveznicu; gorišnje plaćanje kamata podijeljeno nominalnom vrijednošću instrumenta.

Kupovna cijena (*bid price*) -cijena koju je diler spreman platiti za stranu valutu/robu ili vrijednosni papir. Koristi se za nižu od dviju cijena bid/ask raspona (spread).

Kupovno-prodajni raspon (*bid - ask spread*) -razlika između kupovne i prodajne kotacije.

LIBOR (*The London Interbank Offered Rate, LIBOR*) -kamatna stopa koju banke nude na londonskom eurodolarskom tržištu. Koristi se kao standard za veliki dio međunarodnih zajmova i emisija sa fluktuirajućim stopama.

Likvidacija (*liquidation*) - prodaja imovine tvrtke, bilo dobrovoljno, bilo u slučaju bankrota.

Likvidan (*liquid*) -sposobnost imovine da se bez gubitka pretvori u gotovinu.

Likvidna sredstva (*current assets*) - imovina tvrtke kao gotovina i unovčivi vrijednosni papiri koja se može kovertirati u gotovinu brzo i s malim ustupkom u cijeni imovine.

Likvidnost (*liquidity*) -sposobnost podmirivanja tekućih obveza; vrijeme i trošak koji su potrebni da bi se imovina prodala po pravoj vrijednosti.

Loša nenaplativa potraživanja (*bad debt*) - iznos koji tvrtka potražuje, ali ga ne može naplatiti.

Marža sigurnosti (*margin of saafety*) - suvišak prodaje iznad praga rentabilnosti (očke pokrića) .

Međubankarske stope (*interbank rates*) - stope po kojoj banke međusobno polažu depozit.

Model konstantnog rasta, Gordonov model (*constant growth model*) - model vrednovanja dionica na temelju očekivanih gotovinskih tijekova od dividendi, temelji se na konstantnom rastu dividendi i koristi za pronalaženje vrijednosti dionica s konstantom, normalnim rastom.

Model za utvrđivanje cijene uloženog kapitala (*Capital Assets Pricing Model-CAPM*) - model koji govori da je stopa povrata na vrijednosnice (imovinu) funkcija

sustavnog, tržišnog rizika; model koji uravnotežuje stope povrata i vrijednost imovine na konkurentnim i efikasnim financijskim tržištima.

Molba (*application*) - ponuda investitoru da upiše određeni broj dionica kompanije napravljena na formularu koji tvrtka emitira zajedno sa

prospektusom. Investitor upisuje broj dionica koji želi upisati, ukupan iznos, te puno ime i adresu. Ponuda je neopoziva, mora biti potpisana sa priloženim čekom na puni iznos koji se duguje.

Moralni hazard (*moral hazard*) - sklonost osigurane osobe (menadžera) da preuzima veći rizik svojim odlukama zbog toga što je osigurana.

Multinacionalna kompanija/MNK (*multinational company*) - kompanija koja obavlja poslovanje i raspolaže imovinom u dvije ili više zemalja .

Naknađivanje (*refunding*) - zamjena jedne emisije duga drugom, novom s ciljem sniženja troškova ili ublažavanja uvjeta financiranja.

NASDAQ indeks (*NASDAQ index*) - indeks koji sadrži prosjeke svih dionica kojima se trguje na nezvaničnom, izvanburzovnom (over - the - counter) tržištu i koji se redovno objavljuje u kompjuteriziranom sustavu informiranja NADADQ-a (Nacionalnog udruženja posrednika u prodaji vrijednosnica) u SAD .

Neopoziva obveznica (*non - callable bond*) - obveznica koju posudilac ne može povući unutar specificiranog vremena od emisije.

Neosigurane obveznice (*debenture*) - nesigurni, dugoročni, dugovni instrument.

Neprijateljsko spajanje (*hostile merger*) - kombinacija dviju tvrtki kod koje se protivi menadžment ciljnog poduzeća.

Nesklonost riziku (*risk aversion*) - nesklonost investitora riziku. Investitor nesklon riziku traži veće stope povrata na vrijednosnice s većim stupnjem rizika.

Nesolventnost (*insolvency*) - nemogućnost udovoljavanja ugovornim dugoročnim financijskim obvezama.

Nesustavni/korporacijski rizik (*residual/corporate risk*) - rizik vrijednosnice koji je jedinstven za danu kompaniju; može se diversificirati držanjem vrijednosnica više kompanije.

Neto imovina (*net worth/net assets*) - ukupna imovina kompanije umanjena za njene obveze rezultat računovodstvene jednadžbe:

neto imovina = imovina-obveze.

Neto obrtni kapital (*net working capital*) - suvišak kratkotrajne (tekuće) imovine tvrtke nad kratkoročnim (tekućim) obvezama .

Neto prihodi od prodaje (*net sales*) - stvarni obujam prodaje u nekom periodu umanjen za eventualno vraćenu robu, gotovinske diskontne ili neke druge olakšice.

Neto sadašnja vrijednost investicije (*net present value/economic value/intrinsc value/investment worth*) - vrijednost investicije dobivena diskontiranjem očekivanih gotovinskih tijekova od investicije tržišnom stopom povrata investitora.

Neto sadašnja vrijednost (*net present value*) - metoda rangiranja investicijskih prijedloga; sadašnja vrijednost budućih neto gotovinskih tijekova diskontiranih troškom kapitala, traženom stopom povrata.

Nominalna kamatna stopa (*nominal/quoted interest rate*) - ugovorena ili objavljena kamatna stopa.

Nominalna vrijednost (*par value/face value*) - nominalna vrijednost dionice ili obveznice.

Nominalni tečaj (*nominal exchange rate*) - stvarna kotacija strane valute razlikuje se od realnog deviznog tečaja koji je prilagođen za promjene u kupovnoj snazi valuta (na bazi indeksa kretanja cijena).

Normalna distribucija (*normal distribution*) - simetrična zvonolika distribucija pomoću koje se donose iskazi o vjerojatnosti na temelju sredine (očekivane vrijednosti) i standardne devijacije distribucije.

Novac (*currency*) - gotovina u obliku novčanica i kovanica; najlikvidniji oblik imovine tvrtke.

Novčana tržišta (*money markets*) - financijska tržišta na kojima se kupuju i prodaju različite vrste kratkoročnih sigurnih dugovnih instrumenata, uključujući bankarske zajmove i komercijalne papire; termin se obično koristi za tržište međubankarskih depozita i potvrda o depozitima (certificate of deposits/CD) ali i za tržišta instrumenata kratke dospelosti (manje od godinu dana)

Obična dionica (*common stock* u SAD, *ordinary share* u V.B. - obična dionica.

Obrtni/radni bruto kapital (*gross working capital*) - kratkoročna imovina tvrtke - gotovina, utrživi vrijednosni papiri, zalihe i potraživanja od kupaca.

Obveze (*liabilities*) - novac koji organizacija duguje.

Obveze prema dobavljačima (*accounts payable*) - obveze dobavljačima za isporučenu robu i usluge (primljena a nenaplaćena faktura).

Obveznica (*bond*) - dugoročni dugovni instrument, dug neke korporacije evidentiran u specijalnom ugovoru između korporacije emitenta i povjerenika koji zastupa vlasnike obveznica, isprava kojom se emitent obvezuje da će isplatiti imaću nominalnu vrijednost pri dospijeću (jednokratno isplative obveznice) ili glavnicu i kamatu u pravlnim intervalima (goišnje ili polugodišnje) i jednakim iznosima do dospijeća (višeputno isplative obveznice).

Obveznice s trostrukom A (*triple A bonds*) - obveznice s vrhunskim rejtingom.

Ocjena kreditne sposobnosti (*credit rating*) - ocjena podobnosti pojedinca ili poslovne organizacije za dobivanje kredita, ocjena pouzdanosti kao zajmoprimca.

Očekivana vrijednost (*expected value*) - ponderirani prosjek mogućih ishoda gdje se kao ponderi koriste vjerojatnosti pojave ishoda.

Očekivani kapital dobitak (*expected value*) - ponderirani prosjek mogućih ishoda gdje se kao ponderi koriste vjerojatnosti pojave ishoda.

Očekivani kapital dobitak (*expected capital gains yield*) - razmjernost dobitka na kapitalu tijekom danog perioda (razlika prodajne i kupovne cijene) i cijene na početku perioda.

Očekivani povrat od ulaganja (*expected rate of return*) - diskontna stopa koja izjednačava sadašnju vrijednost tijekom očekivanih budućih dividendi s tekućim (tržišnim) cijenama dionica; u stanju ravnoteže očekivana stopa povrata jednaka je traženoj stopi povrata; stopa očekivana da se realizira od neke investicije; srednja vrijednost distribucije vrijednosti mogućih rezultata (suma umnožaka mogućih ishoda i vjerojatnosti njihova pojavljivanja).

Očekivani ukupni povrat (*expected total return*) - suma očekivanog dividendnog povrata (očekivana dividenda/tekuća cijena dionice) i očekivanog povrata od kapital dobitka (kapital dobitak tijekom bilo koje godine/cijena na početku perioda).

Odredba poziva (*call provision*) - ugovorna odredba koja emitentu daje pravo da isplati obveznicu po unaprijed utvrđenim uvjetima prije datuma dospijeća.

Ogranak (*branch*) - poslovna jedinica u inozemstvu koja nije inkorporirana u zemlji domaćinu.

Opcija (*option*) - ugovor koji kupcu daje pravo da kupi - opcija poziva (*call option*) ili proda - opcija ponude (*put option*) proizvod, temeljni vrijednosni papir ili futures ugovor unutar specificiranog vremena ili na specificirani datum.

Opcija kupnje (*call option*) - opcija kupnje ili poziva dionice po određenoj cijeni u specificiranom periodu.

Oportunitetni trošak (*opportunity cost*) - povrat na najbolju alternativnu upotrebu (ulaganje) postojeće imovine tvrtke jednakog stupnja rizika; povrat koji se propušta ako se sredstva ulože u određenu investiciju.

Osoba neskolona riziku (*risk averse individual*) - osoba kojoj se granična vrijednost novca smanjuje te ne bi prihvatila ni poštenu okladu kod koje je vrijednost dobitka ili gubitka 50% .

Otkup dionica (*stock repurchase*) - transakcija kojom tvrtka kupuju natrag vlastite dionice, koje postaju trezorske dionice, samanjujući na taj način broj dionica u prometu (*outstanding shares*), povećavajući EPS i često cijenu dionica.

Otplatni period/period povrata (*pay back period*) - duljina vremenskog perioda prije nego što se kumulativni gotovinski tijekovi nekog investicijskog projekta ne izjednače s njegovim inicijalnim troškovima.

Otvoreni/nepokriveni ugovor (*open contract*)- futures ugovor koji je kupljen ili prodan, a da transakcija nije pokrivena stvarnom, fizičkom kupovinom ili prodajom proizvoda ili financijskog instrumenta.

Papirnat dionice (*letter stock*) - privatno plasirane dionice, obično kod osnivanja novog poduzeća. Dionice se ne mogu odmah prodati, već tek po naknadnoj registraciji kod nadležne institucije.

Paralelni zajam (*parallel loan/back-to - back loan*) - zajam u kojem dvije kompanije iz različitih zemalja posuđuju valutu druge kompanije za određeni vremenski period i otplaćuju u valuti druge kompanije na dogovoreni datum.

Participativne prioritetne dionice (*participating preferred shares*)- dionice čiji imaoци imaju pravo sudjelovati u povećanim dividendama ako dividende običnih dioničara premaše određenu razinu.

Partnerstvo (*partnership*) - oblik organiziranja poslovnih subjekata koji posjeduju dva ili više pojedinaca, društvo osoba (komanditno društvo i javno trgovačko društvo) za razliku od društva kapitala.

Plan kapitalnih izdataka/kapitalni proračun (*capital budget*) - prikaz planiranih izdataka na realnu imovinu, marketinške projekte i sl. poduhvate.

Poček (*grace period*) - period između puštanja zajma u opticaj i prve otplate glavnice kod sindiciranog zajma.

Podešavanje (*hedge*)- pokrivanje tečajnog rizika, kupovina ugovora ili robe za koju se očekuje da će porasti na vrijednost (aprecirati) i kompenzirati pad vrijednosti u drugom ugovoru ili fizičkoj robi zaštićujući tako vlasnika od gubitka, tehnika ograničavanja gubitka, obično kroz kupnju futuresa ili opcija na proizvodnu ili financijsku poziciju koja daje suprotni rezultat od očekivanog u odnosu na postojeću imovinu/obveze .

Podružnica (*subsidiary*)- poslovna jedinica u inozemstvu inkorporirana u zemlji domaćina.

Poduzetnički kapital (*venture capital*) - financiranje novog poduhvata dionicama ili vrijednosnim papirima koji su bili konvertibilni u dionice ili nude opciju na kupnju dionica.

Pokazatelj cijene zarade (*price/earning ratio P/E ratio*) - odnos tržišne cijene po dionici i zarade kompanije po dionici u zadnjih 12 mjeseci.

Pokazatelj isplate dividendi (*dividend payout*)- odnos godišnjih dividendi i godišnjih zarada kompanije.

Pokazatelj ubrzane likvidnosti (*acid test ratio/liquidity ratio*) - razmjer ukupne kratkotrajne (likvidne) imovine i kratkoročnih obveza tvrtke.

Pokazatelj zaduženosti/duga (*debt ratio* - odnos duga i dioničke glavnice (D/E) ili duga i ukupne imovine (D/A).

Politički rizik (*political risk*) - vjerojatnost da će politički događaj u nekoj zemlji utjecati na ekonomsko blagostanje tvrtke (ekspropriaciju imovine podružnice, očekivanje repatrijacije zarade) u toj zemlji.

Ponderirani prosječni trošak kapitala (*weighted average cost of capital - WACC*) - ponderirani prosjek komponentnih troškova kapitala : duga, prioritetnih dionica i dioničke glavnice.

Ponuda (*offer*) - spremnost da se proda vrijednosnica ili futures ugovor.

Ponuda na tenderu (*tender offer*)- ponuda kupovine dionica drugog poduzeća po fiksnoj cijeni obično iznad tekuće tržišne cijene.

Ponuda po najboljoj namjeri (*best efforts offering*)- ponuda vrijednosnica javnosti pri kojoj se investicijski bankar obvezuje da će dati sve od sebe da proda vrijednosne papire ali bez obveze da otkupi neprodani dio emisije.

Ponuda prava /privilegirani upis (*privileged subscription/rights issue*)- prodaja vrijednosnih papira postojećim dioničarima kompanije.

Porez na dodanu vrijednost (*value - added tax*) - vrsta poreza na nacionalnu trgovinu koji se prikuplja u svakoj fazi proizvodnje ili prodaje potrošnih dobara i naplaćuje sa vrijednošću dodanoj u toj fazi.

Portfelj (*portfolio* - kombinacija dva ili više vrijednosnica ili imovine.

Portfelj ulaganja (*portfolio investment*) - oblik međunarodnog kretanja kapitala, kupovina stranih dionica i obveznica za razliku od direktnih stranih investicija u inozemstvu.

Poslije porezni trošak duga (*cost of debt*) - relevantni trošak novog duga, kamatna stopa umanjena za poreznu uštedu od kamata.

Poslovna izloženost (*operating/economic exposure*) - mogućnost za promjenu očekivanih gotovinskih tijekova i stoga u vrijednosti podružnice u inozemstvu kao rezultat neočekivane promjene deviznog tečaja.

Poslovna poluga (*operating leverage* - stupanj u kojem se fiksni troškovi koriste u poslovanju tvrtke. Veći stupanj poslovne poluge implicira veći stupanj poslovnog rizika mjereno varijabilnošću dobitka iz poslovanja (EBIT - a) i povrata na vlastiti kapital (ROE).

Poslovni leasing (*operating lease*) - Kratkoročni leasing (do godinu dana), leasing kod kojeg zakupopodavac održava i financira svoju imovinu danu u najam.

Poslovni rizik (*business risk*) - rizičnost poslovanja tvrtke povezan s projekcijom budućih stopa povrata na ukupnu imovinu (ROA) ili vlastiti kapital (ROE) tvrtke ako ne koristi dug (zaduživanje).

Poslovno okruženje (*environment of bussines*) - tržište i ekonomski, tehnološki, društveni, politički i etički čimbenici biznisa.

Potraživanje od dužnika (*accounts receivable*) - potraživanja od dužnika - potraživanja od kupaca za isporučenu robu ili izvršene usluge.

Potrebe za dodatnim sredstvima (*additional funds needed, AFN*) - sredstva koja tvrtka treba pribaviti izvana posuđivanjem, prodajom običnih ili prioritetnih dionica, odnosno nekom od kombinacija navedenih oblika financiranja.

Potvrda o depozitu (*certificate of deposit/CD*) - oročeni depozit u banci sa utvrđenom kamatnom stopom.

Povjerenik (*trustee*) - posrednik (obično banka) koji osigurava poštivanje uvjeta ugovora o emisiji obveznica (indenture) i zaštitu imaoaca obveznice.

Pozicija (*position*) - broj vrijednosnica ili futures ugovora koje posjeduje diler (*long position*) ili broj vrijednosnih papira ili ugovora koje je ugovorio isporučiti ali još nije kupio (*short position*).

Poziv (*call*) - opcija za kupnju strane valute ili financijskog ugovora; pravo emitenta obveznice da otplati emisiju prije dospijeca po danoj cijeni i u utvrđenom razdoblju.

Prag rentabilnosti/analiza točke pokrića (*break even analysis*) - analiza veze između troškova i profita. Točka pokrića /prag rentabilnosti je nivo prodaje pri kojoj se izjednačuju prihodi i troškovi tj. ostvaruje nulti profit.

Pravo prvokupa (*preemptive righ*) - pravo običnih dioničara da kupe obične dionice ili vrijednosne papire konvertibilne u obilne dionice u slučaju novih emisija dionica kako bi zadržali isti udio u vlasništvu kompanije.

Premija (*premium*) - iznos za koji cijena vrijednosnice premašuje njegovu nominalnu vrijednost.

Premija poziva (*call premium*) - iznos iznad nominalne vrijednosti koju tvrtka mora platiti kod poziva vrijednosnice; višak pretplatne cijene vrijednosnog papira iznad njegove nominalne vrijednosti.

Premija za rizik (*risk premium*) - razlika između očekivane stope povrata na rizičnu imovinu i stope na imovinu bez rizika.

Premijska obveznica (*premium bond*) - obveznica čija tržišna cijana je veća od nominalne; posljedica je stanje u kojem je kuponska stopa veća od tekuće tržišne ili konvertibilnosti obveznice u dionice emitenta.

Preuzimanje (*takeover*) - stjecanje duga kompanije u slučaju kad se menadžment ciljne kompanije protivi toj aktivnosti, po preuzimanju kontrole postojeće posloводство se eliminira.

Prijateljsko spajanje (*friendly merger*) - kombinacija dviju tvrtki po uvjetima na koje je menadžment dao svoju suglasnost.

Primarno tržište (*primary market*) - tržište za nove emisije vrijednosnica primici kojih odlaze emitentu. Naknade kupoprodaje ovih vrijednosnica predstavljaju transakcije sekundarnog tržišta koje nemaju odraza na gotovinske tijekove emitenta.

Prioritetne/preferencijalne dionice (*preferred/preference shares*) - dionički kapital koji ima fiksnu stopu dividendi i prima svoje dividende prije ostatka dioničkog kapitala. Red prvenstva imaoca prioritetnih dionica u potraživanju na imovinu korporacije u slučaju bankrota dolazi nakon svih vjerovnika ali prije običnih dioničara.

Privatizacija kompanije u vlasništvu javnosti (*going private*) - privatizacija javne kompanije otkupom njenih dionica.

Privatizacija zaduživanjem (*leveraged buyout, LBO*) - privatizacija tvrtke od strane menadžmenta značajnim zaduživanjem na temelju imovine tvrtke.

Privatna emisija (*private placement*) - emisija s jednim ili par investitora koja obično u Europi nema kotaciju, odnosno u SAD nije registrirana kod SEC-a.

Privatna korporacija (*closely held corporation*) - korporacija koju posjeduje nekoliko pojedinaca koji su u pravilu povezani s menadžmentom tvrtke.

Prodajna cijena (*ask/offer price*) - cijena po kojoj je diler spreman prodati vrijednosni papir, robu ili stranu valutu.

Profit (*profit*) - suvišak zarade iznad troškova.

Promet (*turnover*) - vrijednost ukupne prodaje.

Proračun (*budget*) - prognoza ili procjena događaja za budući vremenski interval.

Prospektus (*prospectus*) - dokument s detaljima o emitentu i emisiji kod nove emisije vrijednosnih papira.

Provizija poziva (*call provision*) - provizija u ugovoru obveznice koja emitentu daje pravo povlačenja obveznice prije datuma dospeljeća po specificiranim uvjetima.

Punomoć (*proxy*) - sredstvo kojim dioničari tvrtke prenose pravo glasovanja na pojedinca ili neko tijelo.

Račun dobitka i gubitka (*income statement/profit and loss account*) - izvješće koje prikazuje prihode i rashode poslovnog subjekta tijekom određenog razdoblja, obično godinu dana.

Računovodstvena izloženost (*translation exposure*) - računovodstveni dobitak ili gubitak koje je posljedica preračunavanja imovine i obveza strane podružnice u valutu roditeljske kompanije.

Računovodstvena stopa povrata (*accounting rate of return, ARR*) - metoda procjene investicijskih projekata; razmjernost prosječnih godišnjih profita i prosječnih ulaganja.

Radni/obrotni (neto) kapital (*net working capital*) - kapital potreban za poslovanje biznisa dok se ne generira dodatni novac iz poslovanja; tekuća imovina minus tekuće obveze.

Radni/obrotni bruto kapital - vidi obrtni bruto kapital.

Rangiranje (*rating*) - rangiranje kreditne sposobnosti posudioca pomoću slovnih oznaka koje vrše agencije za rangiranje.

Ravnoteža (*equilibrium*) - stanje u kojem je očekivani povrat na dionicu jednak traženom povratu i cijena dionice je stabilna.

Razmjer/odnos konverzije (*conversion ratio*) - broj dionica u koje se vrijednosni papir može konvertirati u drugi - običnu dionicu izdatnika ili druge kompanije.

Razrjeđivanje (*dilution*) - smanjenje vrijednosti ili postotnog udjela zarade dioničara.

Realna imovina (*real assets, capital items*) - materijalna imovina kao poslovni objekti, hale, zemljište i nematerijalna imovina kao patenti, licencije i sl. ;može se posjedovati direktno ili indirektno - preko financijske imovine koja predstavlja potraživanja na realnu imovinu i to posjedovanjem potraživanja prema korporaciji, ili financijskoj instituciji.

Realni kapital (*real capital/capital items*) -stalna imovina koja se koristi u proizvodnji (oprema, hale, zalihe), realni kapital za razliku od financijskog kapitala.

Realni devizni tečaj (*real exchange rate*) - trenutna devizna kotacija prilagođena za promjene relativnog nivoa cijena u odnosu na bazni period.

Reorganizacija (*reorganization*) - promjena strukture kapitala kompanije, s financijskim problemima kako bi se smanjile fiksne naknade. U cilju postizanja povoljnije strukture kapitala postojećim vjerovnicima mogu se dati drugi vrijednosni papiri - oni koji ne nose fiksnu naknadu.

Repatrijacija zarada (*repatriation of earnings*) - vraćanje gotovinskih tijekova supsidijara u stranoj zemlji roditeljskoj kompaniji.

Reputacija (*reputation*) - opća procjena osobe ili institucije od strane javnosti.

Revalvacija (*realutation*) -službeno povećanje vrijednosti neke valute vezane za neku drugu valutu ili korpu valuta , u odnosu na druge valute.

Revolving kredit (*revolving credit*) - zajam koji omogućuje posudiocu da ga koristi i otplati po svojoj odluci unutar specificiranog perioda.

Revolving kredit (*revolving credit agreement*) - formalna kreditna linija odobrena od zajmovne institucije.

Rezerve (*reserves*) - profiti koji su zadržani u poslovanju, rijetko u obliku gotovine; mogu biti kapitalne rezerve (share premium, paid in capital) i prihode (neraspodijeljeni dobitak iz računa dobitka i gubitka).

Rezervni kapacitet zaduživanja (*reserve borrowing capacity*) - sposobnost tvrtke da pribavi novac kad se pojave povoljne mogućnosti investiranja uz razumne troškove; održavanje nižeg udjela duga u strukturi kapitala nego što implicira Miller - Modigliani hipoteza o optimalnoj strukturi kapitala.

Rezidualna vrijednost (*solvage value/scrap value/residual value*) - vrijednost realne imovine na kraju vijeka investicijskog projekta ili perioda leasinga.

Rizik (*risk*) - stanje u kojem je moguće više ishoda neke odluke u kojem je vjerojatnost svakog ishoda poznata ili se može ocijeniti.

Rizik promjene deviznog tečaja (*foreing exchange risk/exchange rate risk*) - vjerojatnost da će neočekivana promjena deviznog tečaja povećati iznos domaće valute potrebne da se otplati dug denominiran u stranoj valuti.

Rizik zemlje (*country risk*) - vjerojatnost da će neočekivani događaj u zemlji domaćina utjecati na sposobnost vjerovnika da otplati zajam. Obično se dijeli na politički rizik (*sovereign*) i valutni rizik (*foreign exchange risk*).

Roditeljska/holding kompanija (*parent company/holding company*) - holding kompanija, tvrtka koja posjeduje kontrolni paket dionica druge tvrtke.

Rok dospjeća (*maturity date*) - određeni datum na koji se mora otplatiti nominalna vrijednost.

Sadašnja vrijednost (*present value*) - diskontirana vrijednost budućeg gotovinskog iznosa (tjeka).

Samuraj obveznica (*samurai bond*) -obveznica denominirana u japanskim jenima koju Japanu emitiraju strani emitenti.

Sekundarno tržište (*secondary market*) -tržište za trgovinu već izdanih vrijednosnih papira, tržište višestrukih kupovina i prodaja koje ne utječu na iznos već samo strukturu pribavljenog kapitala.

Sindicirani zajam (*syndicated loan*) -veliki zajam grupe banaka velikim međunarodnim tvrtkama ili vladama.

Sindik (*syndicate*) - termin za menadžere supotpisnike i prodajne agente obveznica.

Složena kamata (*compound interest* -kamata zarađena na reinvestirane naplaćene kamate; metode obračuna kamate gdje se akumulirane kamate periodično dodaju glavnici i tako nose kamatu.

Složeno ukamaćivanje (*compounding*) -aritmetički proces utvrđivanja buduće vrijednosti gotovinskog iznosa ili gotovinskog tjeka uz primjenu složenih kamata.

Spajanje (*merger*) -kombinacija dviju kompanija obično približno jednake veličine, pri kojoj jedna gubi svoj korporacijski identitet.

Specijalna prava vučenja (*special drawing rights/SDR*) -svjetska rezervna valuta, sredstvo obračuna i plaćanja koju IMF definira kao korpu sastavljenu od 5 valuta.

Spekulat (*speculator*)- osoba koja stječe poziciju u jednoj imovini radi profitiranja od promjene njene cijene.

Srednjoročni kredit (*term loan*) - kredit banke ili osiguravajućeg društva sa dospjelošću iznad jedne godine.

Sredstva (*funds*) - gotovina ili radni (obrti) kapital tvrtke.

Stalna /dugotrajna imovina (*fixed assets*) - imovina koja se drži više godina radi ostvarivanja profita kao npr. zemljišta, zgrade, postrojenja, oprema.

Standardna devijacija (*standard deviation*) -statistička mjera disperzije ili širine distribucije, vjerojatnošću ponderirano prosječno odstupanje od očekivane vrijednosti, statistička mjera varijabilnosti niza promatranja te stoga mjere rizika kojom se utvrđuje vjerojatnost da će stvarni rezultat biti znatno ispod očekivanog rezultata.

Stopa isplate dividendi (*dividend payout ratio*) - postotak zarade tvrtke isplaćen u obliku dividendi na obične dionice.

Stopa konstantnog, normalnog rasta (*normal/constant growth*)- rast koji se očekuje da će se nastaviti u budućnosti po istoj stopi kao i cijelo gospodarstvo.

Stopa odbacivanja (*hurdle rate*) -minimalna zahtijevana (tražena) stopa povrata na investicije u kapitalnu imovinu, diskontna stopa, trošak kapitala koju IRR mora nadmašiti da bi se projekt mogao usvojiti.

Stopa povrata do dospijeca (*yield to maturity/YTM*) -stopa povrata na obveznice koje se drže do dospijeca.

Stopa rasta (*growth rate*) - očekivana stopa rasta dividendi po dionici ; uz konstantnu stopu rasta g, to je i očekivana stopa rasta cijene dionica.

Stalna obveznica (*foreign bond*) - obveznica koju emitira stranac denominirana u valuti zemlje u kojoj se vrši emisija (npr. obveznica denominirana u \$ koju francuska kompanija emitira u SAD) .

Strategijski poslovni plan (*strategic business plan*) -dugoročni plan koji daje temeljnu strategiju tvrtke za narednih 5-10 godina u globalnim terminima.

Supstitucija kredibilnosti (*credit substitution*) -zamjena kredibilnosti jedne ugovorne strane kredibilnošću financijske institucije ; omogućuju je *reputacija* i *pooling*.

Supotpisivanje (*underwriting*) - dogovor investicijskog bankara, banaka i drugih supotpisnika kojom se garantira supotpisivanje radi razmjerne raspodjele nove emisije po specificiranoj cijeni s ciljem osiguranja punog upisa emisije.

Supotpisnik (*underwriter*) -investicijski bankar koji snosi rizik prodaje vrijednosnog papira davajući emitentu ček za ponudu vrijednosnica.

Šogun obveznica (*shogun bonds*) -obveznice denominirane u stranoj valuti koje japanske korporacije emitiraju u Japanu.

Tečaj za trenutne transakcije (*spot rate*) - efektivni devizni tečaj kod isporuke strane valute na tekući dan.

Tekuća dividenda (*current dividend*) - dividenda po dionici u zadnjem periodu. Kupac koji danas kupi dionicu dobit će dividendu za jedno razdoblje unaprijed.

Teorijska vrijednost dionice (*intrinsic value*) - teorijska vrijednost dionice danas koji pojedini investitor utvrđuje na temelju relevantnih informacija kojima procjenjuju očekivane tijekove o investicije. Može se razlikovati o tekuće tržišne ili knjigovodstvene vrijednosti , a investitor će kupiti dionicu samo ako je tržišna cijena niže ili jednaka teorijskoj vrijednosti.

Terminska transakcija (*forward transaction*) - transakcija kojom se ugovorene strane dogovaraju o uvjetima trgovine koja će se realizirati u budućnosti.

Terminski tečaj (*forward exchange rate*) - tečaj razmjene dviju valuta na neki budući datum, devizni tečaj koji kotira danas za obračun na neki budući datum, stopa kojom se

koristi u terminskim , transakcijama - deviznim transakcijama koje su ugovorene danas a imaju se realizirati na neki određeni budući datum (često za par mjeseci).

Terminski ugovor (*forward contract*) - nestandardizirani ugovor za financijski instrument ili robu koji će se riješiti na dogovoreni budući datum.

Točka (*point*)- na tržištu obveznica jedan postotak vrijednosti glavnice , na USA tržištu obveznica 1 \$.

Trajni kapital/vlastiti kapital/dionička glavnica/kapital trgovca pojedinca (*net worth, common stock, stockholders' equity, owners' equity*) - kapital koji su pridonijeli obični dioničari, knjigovodstvena vrijednost običnih dionica, dodatno uplaćenog kapitala i zadržanih zarada i, povremeno, određene rezerve. To je relativni dio poslovnog subjekta koji pripada vlasnicima - koji preostaje nakon podmirivanja vanjskih interesa gotovinom. Izvor novog trajnog kapitala su zadržani dio tekućih zarada i primici od prodaje novih običnih dionica.

Transakcijska izloženost (*transaction exposure*) - potencijal za promjenu vrijednosti nepodmirjenih financijskih obveza u koje se ušlo prije promjene deviznog tečaja, a treba ih podmiriti nakon promjene deviznog tečaja.

Tražena stopa povrata (*required rate of return*) - minimalna očekivana stopa povrata koju investitor očekuje prije nego želi steći neku imovinu; opisuje je linija tržišta vrijednosnih papira (SML) .

Trezorska / vlastita dionica (*treasury stock*) -obična dionica koju je otkupila i drži sama kompanija.

Trošak (*cost*) - izdatak koji je nužan za proizvodnju određenog proizvoda ili koristi.

Trošak emisije /flotacije (*flotation cost*) - trošak koji nastaje pri emisiji vrijednosnice.

Trošak kapitala (*cost of capital*) - eksplicitna ili implicitna tražena stopa povrata na različite vrste financiranja . Ukupni trošak kapitala je ponderirani prosjek troškova pojedinačnih komponenti kapitala pri čemu se ponderi proporcije u kojima su korištene , trošak koji tvrtka treba platiti da bi pribavila i zadržala fondove kapitala . Tvrtka treba osigurati da sve njene investicije ostvare stopu povrata barem na nivou troška kapitala.

Trošak prodane robe, cijena koštanja (*cost of goods sold/cost of production*) - cijna koštanja koja uključuje trošak upotrebljenog materijala, trošak radne snage zaposlene na proizvodnji robe i usluga (direktni rad) te opće, prodajne i administrativne troškove (nadzor, električna energija , održavanje i slično).

Tržišna cijena dionice (*market price of share of stock*) - cijena po kojoj se dionica prodaje na tržištu.

Tržišni portfelj (*market portfolio*) - kao nadomjestak tržišnog portfolija koristi se Standard & Poor's indeks 500 dionica ili NYSE indeks .

Tržišni, sustavni, izbjegivi rizik (*market/systematic/diversifiable risk*) - dio rizika vrijednosnice koji se ne može diversificirati.

Tržišni nalog (*market order*) - nalog za trenutno izvršenje brokeru ili agentu kupnje ili prodaje po najboljoj mogućoj cijeni.

Tržišta financijske imovine (*financial asset markets*) - tržišta za financijsku imovinu: dionice, note, obveznice, hipoteke i ostala potraživanja na realnu imovinu.

Tržišta fizičke imovine (*physical asset markets*) - tržišta za dugoročnu imovinu (nekretnine, strojevi, automobili) .

Tržišta kapitala (*capital markets*) - financijska tržišta na kojima se kupuju ili prodaju instrumenti dugoročnog duga /ili vlasnički vrijednosni papiri ili potraživanja na ove instrumente; tržište za srednjoročne i dugoročne instrumente, za razliku od novčanog tržišta za kratkoročno zaduženje.

Tržište inicijalne ponude vrijednosnica (*initial public offering- IPO- market*) - tržište dionica poduzeća koja tek prelaze iz privatnih u javna poduzeća.

Utržive, unovčive vrijednosnice (*marketable security*) - vrijednosnice koje se mogu prodati brzo i po cijeni bliskoj njihovoj kotaciji .

Uzajamni fondovi novčanog tržišta (*money market mutual fund*) - fond koji se bavi ulaganjima u instrumente novčanog tržišta na bazi okrupnjivanja malih depozita individualnih investicija.

Varijanca (*variance*) - razlika između standardnog i stvarnog rezultata .

Verikalno spajanje (*vertical merger*) - kombinacija tvrtke s jednim dobavljačem ili kupcem.

Visoko rizične obveznice (*junk bonds*) - visokorizične obveznice koje su emitirale kompanije s niskim ili bez rejtinga , ili su bezvrijednim postale nakon emisije.

Vječna renta/povrat (*perpetuity*) - investicija koja obećava fiksne gotovinske isplate zauvijek.

Vrijednosnice bez rizika (*risk free security*) - vrijednosnice čiji je prinos tijekom perioda držanja poznat s izvjesnošću , državne kratkoročne vrijednosnice.

Warrant - opcija za kupovinu dionice kompanije po specificiranoj cijeni tijekom utvrđenog vremenskog perioda.

Zadržane zarade/neraspodijeljeni dobitak (*retained earnings/profits*) - kumulativne zarade kompanije preostale nakon dividendi; pozicija bilance koja pokazuje iznos tvrtke koje kroz tijek poslovanja tvrtke nisu isplaćene u obliku dividendi; odnosno koje su reinvestirane u tvrtku .

Zadužnica (*debenture*) - dugoročni dug koji nije osiguran hipotekom na specifičnu imovinu poduzeća.

Zajam/obveznice na više valuta (*multi - currency bond/loan*) - zajam ili obveznica otplativa u dvije ili više valuta.

Zajednička ulaganja (*joint venture*) - poslovni poduhvat koji je u vlasništvu dva ili više poduzetnika često iz različitih zemalja; oblik partnerskog poslovnog odnosa koji se obično uspostavlja za posebnu svrhu; vodi ga jedan ili nekoliko generalnih partnera. Također, metoda kojom se dvije ili više tvrtki spajaju u kompaniju koja je u zajedničkom vlasništvu a prema dogovorenim postotnim udjelima vlasništva .

Zajedničke banke (*mutual banks*) - banke čiji su vlasnici ulagači, u pravilu štedionice.

Zalog (*mortgage*) - zalog realne imovine u svrhu osiguranja zajma.

Zalog potraživanja (*pledging receivables*) - financiranje zajmom na temelju zaloga potraživanja kod komercijalne banke, specijalizirane agencije ili velike industrijske financijske korporacije.

Zarada po dionici (*earnings per share/EPS*) - ostvarena zarada po dionici, raspoloživi profit koji se može rasporediti podijeljen s brojem dionica.

Zarade (*earnings*) - noac koji je primljen ili se potražuje za isporučenu robu ili obavljenju uslugu.

Diskontne obveznice, obveznice bez kupona (*zero coupon bond*) - obveznice emitirane bez kupona, ali uz diskontnu cijenu, što daje implicitnu kamatu do vremena kad se povlači po nominalnoj vrijednosti.

Literatura:

1. Rodić, J.: Računovodstvene informacije, Informator, Zagreb, 1980.
2. Spremić, I.: Bilanca kretanja sredstava u organizacijama udruženog rada, Zbornik simpozija "Aktualni problemi računovodstva i financija", SRFR Hrvatske, Šibenik – Zagreb, 1985.
3. Spremić, I.: Metodološki postupak kvantifikacije efekata na monetarnim pozicijama, Zbornik radova Fakulteta za turizam i vanjsku trgovinu, Dubrovnik, 1984.
4. Spremić, I.: Računovodstvo u uvjetima inflacije, Informator, Zagreb, 1988.
5. Spremić, I.: Sadržaj i bitne karakteristike računovodstvenih izvještaja, Zbornik simpozija "Računovodstvo i poslovne financije u uvjetima različitih oblika vlasništva", Pula – Zagreb, 1991.
6. Šošić, H.: Bilančna i financijska politika najvećih korporacija i svijet velikog biznisa, Narodne novine, Zagreb 1991.
7. Štrbac, R.: Organizacija računovodstvene službe, Informator, Zagreb, 1969.
8. Tadijančević, S.: Obračunski sustav i računovodstveni standardi, Zbornik radova "Računovodstvo i poslovne financije u uvjetima različitih oblika vlasništva" SRFR Zagreb – Pula, 1991.
9. Tadijančević, S.: Financijsko računovodstvo, Informator, Zagreb, 1983.
10. Tepšić, R.: Likvidnost poslovanja i solventnost privredne organizacije, Zbornik radova "Razvoj i aktualni problemi financijskog poslovanja i računovodstva privrednih organizacija", SRFR Hrvatske, Pula – Zagreb, 1989.
11. Turk, I.: Informacije o troškovima pri poslovnom odlučivanju, Informator, Zagreb 1984.
12. Turk, I.: Osnove kalkulacije troškova u dohodovnom sistemu, Informator, Zagreb, 1983.
13. Turk, I.: Računovodstvene informacije, kao podloga za donošenje poslovnih odluka, Informator, Zagreb, 1971.
14. Turk, I.: Petrović, M.- Tepšić, R.: Računovodstvena funkcija, Informator, Zagreb, 1980.
15. Međunarodni računovodstveni standardi (prijevod), Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 1994.
16. Grupa autora (Deželjin, J. red.): Računovodstvo, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 1994.
17. Grupa autora (Spajić, F. red.): Primjena međunarodnih računovodstvenih standarda u poduzeću, Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb, 1993.
18. Van Horne, J.C.: Financijsko upravljanje i politika (Financijska menedžment), Nakladna kuća "Mate" Zagreb, 1993.
19. Foley, B.J.: Tržišta kapitala, Nakladna kuća "Mate" Zagreb, 1993.
20. Schall, L.D., Haley C.W.: Introduction To Financial Management, McGraw-Hill Book Company, New York, 1991.
21. Francis, J.C.: Investments, Analysis and Management, McGraw-Hill Book Company, New York, 1990.
22. Brealy, R.A. Myers, S.C. Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill Book Company, New York, 1990.
23. Blake, D.: Financial Market Analysis, McGraw-Hill Book Company, New York, 1990.