

# SPOSOBNOST ZADUŽIVANJA TRGOVAČKIH DRUŠTAVA

UDK 339.7  
Stručni rad

mr. sc. Damir Ribić  
Hypo-alpe-adria-bank d.d. Zagreb  
Viši financijski savjetnik  
Virovitica, Ferde Rusana 1  
tel. 033 / 803-125, fax. 033 / 803-122  
e-mail: damir.ribic@hypo-alpe-adria.hr

**SAŽETAK** - Kreditiranje trgovačkih društava, u razdoblju gospodarskog prosperiteta trebalo bi biti vrlo jednostavan posao. Banke, pokušavajući zauzeti što je moguće veći tržišni udio, odobravale su kredite rizičnim klijentima na vrlo jednostavan način, uglavnom se oslanjajući na osiguranje kredita i kolateralizaciju, i nije se mnogo vodilo računa o sposobnosti zaduživanja određenog subjekta. Do prije desetak godina bilo je relativno jednostavno upravljati bankama na osnovi klasičnih upravljačkih tehnika i obrazaca, što u SAD-u opisuju kao formulu: 3+6+3, što u prijevodu znači: ujutro primite tri dolara depozita, odobrite šest dolara kredita (multiplikacija), a u tri popodne odete na golf (Leko, 2004., 1). Današnje bankarsko tržište, ipak je bitno zahtjevnije i mnogo složenije od ovoga opisa. Dolaskom gospodarske krize i recesije, ovaj način financiranja pokazao se izrazito lošim i pogubnim za banke. S druge pak strane, trgovačka društva su se zaduživala preko mjere, a sposobnost zaduživanja nije se određivala temeljem stvarnih i realnih financijskih pokazatelja, nego vrlo optimistično i često bez ikakvog smisla. Kratkoročni krediti podizani su za dugoročne investicije i dugotrajnu imovinu, a ponekad dugoročni krediti za ulaganje u obrtna sredstva i kratkoročnu likvidnost. Ovakav način funkcioniranja i određivanja kreditne sposobnosti, u značajnoj mjeri u uvjetima gospodarske krize i recesije u državi, dolazi na naplatu. Cilj rada je prikazati kako izgleda idealna financijska struktura trgovačkog društava i koje su granice sposobnosti zaduživanja. Prikazati će se na koji način bi i banke i tvrtke kreditni obveznici, trebali promatrati svoje pokazatelje i do koje mjere se mogu odnosno preko koje mjere se nikako ne smiju zaduživati. Prikazat će se značajniji financijski pokazatelji o kojima je izrazito važno voditi računa i na koji način pojedini pokazatelj doprinosi rastu, odnosno neuspjehu određenog gospodarskog subjekta.

**Ključne riječi:** sposobnost zaduživanja, kreditiranje, financiranje

**ABSTRACT** – Granting credits to companies in the period of economic prosperity should be a very simple job. Banks, trying to win the largest market share, granted credits to very risky clients in the very simple way, mainly relying on credit insurance and collaterals, and they did not take into account the borrowing capacity of the clients. Up to ten years ago, it was very simple managing the banks, based on classical managing techniques and forms, which is described in the US as 3+6+3 formula, meaning: in the morning, you receive three dollars of deposit; you grant six dollars of credit (multiplication), and, at three in the afternoon, you go to play golf. Today, the banking market is much more demanding and complex than this description. With the coming of economic crisis and recession, this type of financing has proved to be very bad and disastrous one for banks. On the other hand, companies have borrowed beyond measure, and borrowing capability has not been determined based on realistic financial indicators, but optimistically and senselessly. Short-term loans have been granted for long-term investments and fixed assets, and sometimes long-term loans for the working capital and short-term liquidity. This type of business operation and borrowing capacity determination, in the circumstances of economic crisis and recession, can cost us dear. The aim of this paper is to describe an ideal financial structure of a company, and to show the limits of credit capacity. It will also be demonstrated how the banks and the companies should analyzed their financial indicators, and where to set the limit of borrowing capacity which should never be exceeded. The paper will emphasize the most important financial indicators which should be taken into account, the way some indicator contribute to growth, or failure of the company.

**Keywords:** borrowing capacity, credit financing, financing

## I. UVOD

Dolaskom gospodarske krize, te ulaskom Hrvatskog gospodarstva u recesiju, mnoga trgovačka društva su se našla u vrlo nezavidnoj situaciji. S jedne strane, padom potražnje za njihovim proizvodima, smanjio se ukupan prihod, a dok su se s druge strane, povećanim kamatnim stopama, rate kredita znatno povećale. U razdobljima prije recesije, u Republici Hrvatskoj investicijski ciklus bio je u punom zamahu. Značajne investicije, od strane države,

posebice u cestogradnji i građevini, davale su nadu svim gospodarskim subjektima da je gotovo nemoguće da u tako kratkom roku nastupi bilo kakva gospodarska kriza. Tržište dionica je cvjetalo, a profitne stope su se računale dvoznamenkastim, pa čak i troznamenkastim iznosima. U takvom okruženju, bilo je teško naslutiti što nam se može dogoditi za manje od godinu dana. U takvom okruženju mnogi poduzetnici nizali su svoje ideje i ulazili u različite projekte očekujući sigurnu zaradu. Cijene stanova i poslovnih prostora su rasle do neslučenih razina, a krediti su bili dostupni na svakom koraku. Banke, pretežno u stranom vlasništvu su mahnito pokušavale zauzeti što veći

tržišni udio i dvoznamenkastim stopama rasta povećati svoju aktivu. U razdoblju do 2007. godine, to je i bilo moguće i nije bilo ograničenja u veličini rasta aktive banaka. Početkom 2008. godine, znajući da takav rast u stvarnosti nije realan i dugoročno održiv, Hrvatska narodna banka ograničava stopu rasta aktive banaka, te uvodi svojevrsni porez ukoliko aktiva banke u razdoblju od 12 mjeseci poraste više od 6%. Isprva je to izazvalo otpor od strane banaka, međutim ubrzo su se sve uklopile u zadano ograničenje. Upravo ova mjera HNB-a ublažila je gospodarski pad koji bi bez navedenog bio zasigurno i veći. Da su banke nastavile kreditiranje u istoj mjeri kao i do 2008. godine, posljedice bi bile značajno teže a samim time i oporavak bi bio značajno teži. U vrijeme izrazite kreditne aktivnosti banaka, prilikom ocjene boniteta klijenata i izračuna kreditne sposobnosti, banke su bile izrazito liberalne. Tržišni udio se morao zauzeti pod svaku cijenu, i zarade su se morale rasti po dvoznamenkastim stopama. U vrijeme do 2007. godine, banke nisu bile povezane i nisu razmjenjivale podatke o klijentima i kritičnim dužnicima. I tvrtke i građani, zaduživali su se od banke do banke, ne vodeći računa o mogućnostima vraćanja, a imajući u fokusu samo brzu i laku zaradu na svemu u što ulože. Građani su podizali kredite da bi kupili dionice, što je jedna od osnovnih postavki ekonomske teorije; ne ulaže u dionice sredstva koja nemaš, budući da je ulaganje u pojedinačne dionice jedan od najrizičnijih oblika investiranja. Po istome modelu i trgovačka društva su ulazila u kreditna zaduženja, ne vodeći računa o kreditnoj sposobnosti i mogućnosti vraćanja kredita. U razdoblju od 2002 – 2007. godine pojmovi kao što su «debt capacity» i «sposobnost zaduživanja» bili su poznati samo u teoriji. Cilj rada je prikazati kako bi trebala izgledati idealna, ali i od strane kreditora prihvatljiva struktura bilance trgovačkog društva da bi ono uredno moglo vraćati sve svoje kreditne i ostale financijske obveze. Prikazat će se kako je najlakše odrediti sposobnost zaduživanja pojedinog trgovačkog društva i preko koje granice je tvrtka prezadužena i hitno je potrebno provesti određene mjere.

## II. SPOSOBNOST ZADUŽENJA

Sposobnost zaduživanja je iznos financijskog duga koji može biti servisiran i otplaćen u vremenskom razdoblju prihvatljivom za kreditora pod pretpostavkom nultog rasta novčanog tijeka poduzeća. Cilj svakog gospodarskog subjekta u prvome redu trebao bi biti održati stabilan novčani tijek. Novčani tijek je glavni pokazatelj vremenske usklađenosti priljeva i odljeva novca iz tvrtke. Novčani tijek je izrazito različit od tvrtke do tvrtke. Kod građevinske djelatnosti vremenski novčani tijek je vrlo neusklađen, pogotovo ako tvrtka nema veliki broj gradilišta ili ako «mala» tvrtka ulazi u «velike» investicije. Svaki mjesec je potrebno osigurati plaće djelatnicima, platiti poreze, doprinose, račune za struju, vodu, telefon itd., a naplata od prodaje dolazi samo jednom kada se proda izgrađena građevina. To razdoblje može biti vrlo dugo i trajati do godinu-dvije. Slične uvjete imaju i poljoprivredni proizvođači, posebice proizvođači monokultura. Ukoliko proizvođač sadi samo kukuruz i pšenicu, jedini priljev sredstava dolazi jednom, odnosno

dva puta godišnje, dok se svi ostali računi moraju podmirivati svaki mjesec. Nasuprot tome, trgovina na malo, pekari, ugostitelji imaju svakodnevni priljev uglavnom gotovine tako da su moguće znatnije kombinacije i različite mogućnosti podmirenja mjesečnih obveza. Trgovačko društvo u svome poslovanju, mora biti vrlo svjesno svojih novčanih tijekova, i uskladiti ih na najbolji mogući način kako bi osigurao dobru stabilnost i ne bi došlo u probleme pri izmirivanju svojih obveza. Navodimo neke osnovne pokretače novčanih tijekova:

Pokretač vrijednosti	Efekt na novčani tijek zbog
Bruto marža	Promjene profitabilnosti u Računu dobiti i gubitka
Opći i administrativni troškovi u % od prodaje	
Dani naplate od kupaca	Promjene u stupnju iskorištenosti kapaciteta pri upravljanju obrtnim sredstvima
Dani vezivanja zaliha	
Dani plaćanja dobavljačima	Promjene u razini obrtnih sredstava zbog rasta (prodaje, troškova za prodano)
Rast prodaje (za potraživanja od kupaca)	
Rast troškova za prodano (za zalihe)	
Rast troškova za prodano (za dug prema dobavljačima)	

Izvor: autor

## III. DONOŠENJE KREDITNIH ODLUKA

Svaka banka, posebice u trenutnoj gospodarskoj situaciji pažljivo bira klijente i pažljivo određuje kome i u kolikom iznosu će odobriti kreditnih sredstava. Prije nego i zatraži kredit, tvrtka bi morala znati i iskreno promisliti hoće li moći vraćati kredit i za koju namjenu će kredit iskoristiti. Jedna od prvih stvari koje dolaze u pitanje je zahtjeva li podnositelj zahtjeva sredstva za ono za što su mu doista potrebna. U praksi su česti slučajevi, posebno u uvjetima izrazite kreditne aktivnosti i procvata građevinske industrije, da su tvrtke podizale kratkoročne kredite do 1 godine da bi osigurale sredstva za investicijsku izgradnju. To je bila najčešća pogreška financiranja građevine, a čija cijena sada dolazi na naplatu. Tvrtke su prelijevale sredstva iz jedne investicije u drugu, bez pravih mjerila, a za investicije čiji je ciklus trajao 2 godine, podizali kredite koji su trajali 1 godinu. Investicije nisu namjenski financirane i kreditni plasmani im nisu prilagođeni, tako da tvrtka u vrlo kratkom vremenu dođe u teškoće. Iduća stavka koja se pokazala problematičnom je problem visine vlastitog kapitala koje je nedovoljna da podrži odgovarajuću kreditnu strukturu. Omjer uloženog vlastitog kapitala mora biti u skladu sa kreditnim obvezama, jer banka ne želi snositi sav rizik investicije, bez ikakvog rizika poduzetnika. Poduzetnik je taj koji treba nositi rizik investicije i cjelokupne tvrtke, a banka ili drugi kreditori snose rizik samo za djelomično, a za što naplaćuju određenu kamatu.

### A. Usklađenost kratkotrajne imovine

Bitan element oko kojega poduzetnik mora voditi računa kod donošenja kreditne odluke, a koja je bankama izrazito važan je visina stalno potrebnog usklađenog radnog



razdoblja, predmetna stavka nikako ne smije biti predmet kreditiranja. Ukoliko tvrtka ne može ostvariti pozitivno financijsko poslovanje kroz duži vremenski period, gubitak mora pokrivati vlasnik, ili tvrtku treba ugastiti, budući da je cilj svakog gospodarskog subjekta ostvarivanje dobiti. Gubitak može biti iskazan i samo kao krajnji rezultat, a da ustvari i ne postoji, budući da je moguće manipulirati visinom amortizacije koje se prikazuje kao trošak. Bilo kako bilo, stvarni gubitak, nikako se ne smije pokrivati novim zaduženjima, jer postoji izrazito visok rizik od gubitka cjelokupnog kreditnog plasmana.

**2. Porezi:** čest je slučaj da tvrtke podižu kratkoročne kredite da bi pokrili dugove prema poreznoj upravi. Ponekad je ovakvo financiranje i opravdano na kraći vremenski rok, dok konstantno financiranje poreznih obveza nema ekonomske opravdanosti i ne može biti predmet financiranja od strane banke.

**3. Kamate:** svaki gospodarski subjekt mora moći servisirati kamate po kreditnim obvezama. U slučaju reprogramiranja određenih kredita, kamate tvrtka mora samostalno financirati i nije dozvoljeno i opravdano kapitalizirati obveze za kamate.

**4. Otplata duga:** tvrtka mora biti u stanju servisirati sve svoje obveze. Ukoliko to nije možemo govoriti o insolventnosti gospodarskog subjekta. Krediti se nikako ne bi smjeli podizati radi financiranja tekuće otplate, a posebice dugoročni krediti. U slučaju nemogućnosti plaćanja kreditnih obveza, kada mjesečne rate u dužem vremenskom periodu premašuju otplatni potencijal tvrtke potrebno je izvršiti reprogram kredita, a otplatu uskladiti sa otplatnim potencijalom. Jedino to je pravi način na koji se rješavaju poteškoće u otplati postojećih kreditnih rata. Banka mora znati stvarnu namjenu, a otplatni potencijal se mora odrediti na temelju i realnih i povijesno ostvarenih financijskih rezultata.

**5. Dividende:** dividenda je novčani iznos koji se isplaćuje vlasniku tvrtke nakon podmirenja svih ostalih troškova. Njome se uglavnom iskazuje uspješnost tvrtke. U pojedinim slučajevima, tvrtke se u nedostatku likvidnosti zadužuju kako bi mogle isplatiti dividende vlasnicima. Ni u kojem slučaju namjena podizanja kredita ne smije biti isplata dividendi. Dividende moraju biti višak likvidnih sredstava koje ne ometaju uredno poslovanje i ne dovode u pitanje buduću stabilnost i likvidnost tvrtke.

**6. Zamjenski kapitalni izdaci (CAPEX):** Zamjenski CAPEX označava visinu ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu iz tekućeg poslovanja, iz razloga da ta imovina ne gubi svoju vrijednost i supstancu. U pravilu bi CAPEX trebao minimalno biti na razini amortizacije koja se iskazuje u određenom razdoblju. Svaka tvrtka bi trebala bi uložiti u svoju dugotrajnu imovinu, posebice zgrade, urede i sl. na održavanje kako bi se održala vrijednost te imovine, i ne bi se trošila kroz svakodnevnu upotrebu. Ovaj izdatak u pravilu se ne bi smio financirati kreditnim sredstvima.

#### IV. NOVČANI TIJEK PODUZEĆA

Zaduživanje je nužno, ono je korisno, ali može biti i loše. Važno je poznavati tu granicu. U praksi često susrećemo ocjene da je neko društvo prezaduženo. Izraz prezaduženo upućuje na granice zaduživanja. Tradicionalno, vjerovalo se da postoji optimalna struktura kapitala. To pojednostavljeno znači da postoji neki odnos duga i glavnice uz koji poduzeće postiže najveću vrijednost (Durand, 1952, 69). Polazeći od temeljnog cilja poslovanja – povećanja bogatstva vlasnika – optimalna struktura kapitala bila bi ona uz koju se ostvaruje najveća vrijednost poduzeća i najveća vrijednost za vlasnike poduzeća. Vrijednost poduzeća je određena sadašnjom vrijednošću novčanih tijekova koje donosi svojim investitorima, a sadašnja se vrijednost određuje njihovim diskontiranjem uz ukupni, odnosno prosječni ponderirani trošak kapitala (Orsag, 2003, 53).

Suvremeni pristup određivanju granice sposobnosti, određuje se prema «Idealnoj strukturi», novčanog tijeka poduzeća. Ovo je računovodstvena tehnika, temeljena na novčanom tijeku koji u cijelosti određuje graničnu sposobnost zaduživanja tvrtke. Naravno, da je bitno prije svega i odrediti postoji li uopće i financijska potreba, ali to nije predmet ove rasprave.

Idealna struktura novčanog tijeka polazi od izračuna dobit prije oporezivanja. Na ostvarenu dobit dodaju se, odnosno oduzimaju: kamate na sve kreditne obveze, amortizacija, te sve ostale negotovinske stavke. Ovaj pokazatelj (EBITDA – earning before income, taxes and depreciation amortization) nam predstavlja polazišnu osnovu za izračun kreditne sposobnosti. Nakon toga odbija se stavka poreza na dobit, te dobijemo pokazatelj EBIDA. Ovo je ustvari iznos koji tvrtka može izdvojiti za podmirenje svojih kreditnih obveza po glavnici i kamati. U idealnoj strukturi, prije plaćanja kreditnih obveza, tvrtka bi dio sredstava trebala izdvojiti kao CAPEX, zamjenski ili dobrovoljni, kojime čuva svoju supstancu, odnosno vrijednost svoje dugotrajne materijalne imovine.

##### Dobit prije oporezivanja

+ kamate  
+ amortizacija  
+/- sve negotovinske stavke  
= **Ukupni izvori ili EBITDA**  
- porezi  
= **EBIDA**  
- kamate  
- otplata dugoročnih obveza  
= **Novac za kapitalne izdatke (CAPEX), radni kapital, «unutar poduzeća»**  
- zamjenski CAPEX  
- «dobrovoljni» CAPEX  
= **Novac za radni kapital, «unutar poduzeća»**  
+/- smanjenje (povećanje) ulaganja u radni kapital  
= **Novac «unutar-poduzeća»**  
+/- smanjenje (povećanje) ulaganja «unutar-poduzeća»  
= **FINANCIJSKA POTREBA / VIŠAK**  
+/- promjene u gotovini  
+/- promjene u kratkoročnim zaduženjima  
+/- nova dugoročna zaduženja  
+/- promjene u kapitalu (uključujući dividende)

Sposobnost zaduživanja je iznos financijskog duga koji može biti servisiran i otplaćen u vremenskom

razdoblju prihvatljivom za kreditora pod pretpostavkom nultog rasta novčanog tijeka poduzeća. Sposobnost zaduženja nije isto što i granica zaduženja, budući da se kredit otplaćuje kroz duži vremenski rok, a upravo taj rok mora biti prihvatljiv za kreditora. Ukoliko je taj rok određen nekom drugim ekonomskim čimbenicima, i zadan je, na taj način možemo odrediti granicu zaduženja. Granica zaduženja ne predstavlja ništa drugo nego, ukupna visina kreditnih obveza koju tvrtka uz određene pokazatelje može uredno servisirati.

Kao što je ranije spomenuto, zamjenski CAPEX (zamjenske kapitalne investicije) se u pravilu odnose na razinu investicija u materijalnu imovinu potrebnu za održanje sposobnosti zaduživanja na postojećoj razini. Odgovarajuća razina bila bi razina godišnje amortizacije dugotrajne imovine, ili određeni postotak te amortizacije, ovisno što je primjerenije za koju tvrtku. Dakle, pod pretpostavkom da je zamjenski CAPEX u visini godišnje amortizacije, možemo ustvrditi da se sposobnost zaduživanja određene tvrtke može izračunati na način:

**SPOSOBNOST ZADUŽIVANJA = EBIDA - zamjenski CAPEX**

Na ovaj način svaki gospodarski subjekt, odnosno svaka tvrtka sama, prije nego li i zatraži kredit u bilo kojoj banci, može izračunati svoj otplatni potencijal, odnosno svoju sposobnost zaduživanja. Sposobnost zaduživanja, određuje se u pravilu za neko buduće razdoblje. U pravilu, tvrtke izrađuju planske pokazatelje za tri godine unaprijed. Planski pokazatelji trebaju biti realan prikaz mogućih i ostvarivih financijskih pokazatelja, a nikako lista želja koje bi tvrtka, odnosno vlasnik želio imati. Profesionalci u području računovodstva čine stalne napore kako bi bilanca i račun dobiti i gubitka što točnije odražavali poslovanje i financijsko stanje neke tvrtke. Ali, umjesto da poboljšaju proizvod, u pojedinim slučajevima, svi ti naponi su općeprihvaćene računovodstvene principe pomaknuli još dalje od ekonomske realnosti (Novak, 2002, 64). Planski pokazatelji moraju biti prikazani realno i moguće ostvarivo, ali svakako potkrijepljeni čvrstim i dokumentiranim argumentima. Sposobnost zaduživanja, može se odrediti na temelju već ostvarenih rezultata, i u pravilu nam to daje najrealniju sliku trenutnog stanja tvrtke.

Ilustrirajmo primjerom:

	2007.	2008.	2009.
Neto dobit	5.824	- 956	4.321
+ kamata	2.300	2.850	2.930
+amortizacija	1.828	1.935	1.980
EBIDA	9.952	3.829	9.231
- zamjenski CAPEX	1.828	1.935	1.980
<b>SPOSOBNOST ZADUŽIVANJA</b>	<b>8.124</b>	<b>1.894</b>	<b>7.251</b>

Izvor: autor

**Prosječna vrijednost u 3 godine iznosi 5.756.000 kn**

$$5.756 = (8.124 + 1.894 + 7.251) / 3$$

U ovome primjeru, tvrtka bi mogla u jednoj godini izdvojiti 5.756.000 kn za otplatu svojih kreditnih obveza. Ukoliko je trenutna kreditna godišnja obveza tvrtke veća

od ovog iznosa, možemo ustvrditi da je prezadužena i da bi mogla imati ozbiljnih problema. Nikako nema prostora za nova zaduženja a i ova postojeća bi bilo potrebno reprogramirati ili pokušati popraviti financijsko stanje tvrtke.

Ukoliko je trenutna godišnja obveza tvrtke manja od ovog iznosa, postoji mogućnost novih zaduženja, ukoliko postoji opravdana potreba za njima. Tvrtka može ulaziti u nove investicije, rješavati kratkoročnu nelikvidnost ili se jednostavno ne zaduživati.

## V. ZAKLJUČAK

Riječ kredit je latinskog porijekla – credo znači vjerujem. Kredit znači ustupanje određene svote novčanih sredstava Banke kao kreditora nekoj osobi, uz obvezu da ih vrati u dogovorenom roku i uz određenu naknadu kamata. Odobrenje kredita je djelatnost banke koju banka obavlja radi ostvarivanja dobiti, a na načelima likvidnosti, sigurnosti i rentabilnosti. Banka kada odobrava kredit nekoj osobi, fizičkoj ili pravnoj, mora voditi računa o njezovoj sposobnosti zaduživanja, te biti sigurna da će kreditoprimac taj kredit moći i vraćati. Obzirom na rizik ne vraćanja kredita, banka naplaćuje kamatu određene visine. S druge strane, svaki onaj koji ulazi u neka kreditna zaduženja, mora znati iz kojih izvora će moći otplaćivati kredite, i jesu li mu kreditna sredstva zaista i potrebna. Kod kreditiranja tvrtki, procesi donošenja odluka su kompleksni i moraju biti zasnovani na realnim osnovama. Ukoliko se ulazi u neku investiciju, ona mora biti u potpunosti opravdana, te imati razrađene scenarije od izrazito optimističnih pa sve do krajnje pesimističnih. Kod ulaska u nove investicije, poduzetnik bi trebao predvidjeti većinu rizika koji se mogu pojaviti pri njezinoj realizaciji. Ukoliko se kreditnim zaduženjima rješavaju problemi tekuće nelikvidnosti, trebali bi se predvidjeti sve mogućnosti njihovog rješavanja, te izabrati onu optimalnu i ekonomski opravdanu.

Kroz ekonomsku povijest, poznate su i priznate različite teorije zaduživanja. U nekima od njih, kao npr. «Teoriji kompromisa» (Modigliani, 1963, 102), ključna je prednost zaduživanja, porezni zaklon, jer se kamate na dug izuzimaju iz oporezive dobiti. Tako poduzeće s dugom vrijedi više od poduzeća bez duga za sadašnju vrijednost poreznog zaklona.

Druge, mnogo konzervativnije teorije, poput teorije «hijerarhije financijskih izbora»<sup>1</sup> oslanjaju se na vlastitu akumulaciju, te otvoreni pristup tržištu dugova i bankarskim kreditima. Viškovima interno prikupljenog novca zatvarati će kreditne obveze, a investicije i druge potrebe za kapitalom, nadomjestit će alternativnim izborima kao što su emisija dionica, izdavanje obveznica, dokapitalizacija vlasnika i sl.

U Republici Hrvatskoj, do prije nekoliko godina sposobnost zaduživanja tvrtke temeljila se prvenstveno na kolateralizaciji i osiguranju kredita. Ukoliko je tvrtka imala vrijednu materijalnu imovinu, posebice nekretnine čija je cijena veoma rasla, imala je gotovo neograničene mogućnosti zaduživanja nedovoljno razmatrajući financijsku potrebu. Svjedoci smo gospodarskog sloma koji nas je zadesio, te je doveo do propasti mnoge tvrtke koje svoja zaduženja nisu usklađivala sa svojom

sposobnošću zaduženja. Suvremene ekonomske teorije, sposobnost zaduživanja u prvome redu temelje na novčanom tijeku i kreditnoj sposobnosti, bez obzira na instrumente osiguranja koji se nude. Oni dolaze u drugi plan i nikako nemaju značaj koji im se svojevremeno pridavao. Novčani tijek i sposobnost zaduživanja ostaje jedini ispravan način koji garantira opstanak tvrtke i u razdobljima recesije i drastičnog pada gospodarske aktivnosti.

U bilo kojem slučaju donošenje kreditne odluke mora biti proces temeljen na realnim i znanstveno utemeljenim normama te mora biti kvalitetno određen. Kreditne odluke ne smiju se donositi olako i bez prethodne dubinske financijske analize gospodarskog subjekta. Ukoliko poduzetnik posjeduje sva potrebna znanja za donošenje kvalitetne kreditne odluke, te je sam svjestan svoje sposobnosti zaduživanja, moći će kvalitetnije i učinkovitije upravljati svojom tvrtkom i svakako doprinijeti njezinoj uspješnosti. Ukoliko poduzetnik to nije u stanju svakako bi trebao poslušati savjete stručnjaka ili financijskih menadžera. Bankama je u cilju postati u pravom smislu riječi financijski savjetnik svojih klijenata, te klijente usmjeravati u donošenju financijskih odluka.

#### LITERATURA:

1. Durand, D., (1952): «Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and problems of Measurement», Conference of Research in Business finance, National Bureau of Economics Research, New York, str.69
2. Leko,V.(2004): Banke i poslovna politika banaka, Sveučilište u Osijeku, Osijek.
3. Marković, I.(2010): Financijsko restrukturiranje i sanacija poduzeća, RriF-plus d.o.o., Zagreb.
4. Modigliani, F., Miller, M.H. (1963): «Corporate income Taxes and the cost of Capital:A Correction», American Economic Review 53, str 102.
5. Novak, B.(2002): Odlučivanje u financijskom upravljanju, Ekonomski fakultet Osijek, Osijek.
6. Orsag, S.(2003): «Poslovne kombinacije», Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, Zagreb.
7. Weston,J.F. and Brigham, F.E. (1987): Essentials of Managerial Finance, Eight Edition, The Dreyden Press, Chicago, str. 3 i 4.