

Mr. sc. Eleonora Kontuš

Grad Kastav, Kastav

Voditelj Službe za proračun, financije i računovodstvo

E-mail: eleonora.kontus@ri.t-com.hr

KRATKOROČNO FINANCIRANJE I NJEGOVE IMPLIKACIJE NA SOLVENTNOST I PROFITABILNOST PODUZEĆA

UDK / UDC: 658.14:330.13

JEL klasifikacija / JEL classification: G10, G32

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 9. rujna 2011. / September 9, 2011

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 6. prosinca 2011. / December 6, 2011

Sažetak

Svrha i ciljevi istraživanja jesu istražiti značajke kratkoročnog financiranja poduzeća, njegov utjecaj na solventnost i profitabilnost, istražiti odabir kratkoročnih izvora financiranja s aspekta troškova financiranja i dokazati važnost znanstveno utemeljenog upravljanja kratkoročnim izvorima financiranja. Poduzeće treba razmotriti troškove svih raspoloživih izvora financiranja i izvršiti odabir optimalne kombinacije kratkoročnih izvora financiranja s aspekta troškova financiranja prema stvarnoj kamatnoj stopi nakon oporezivanja. Pri odabiru kratkoročnih izvora financiranja financijski menadžer treba razmotriti troškove izvora financiranja, utjecaj kratkoročnog financiranja na solventnost i profitabilnost poduzeća i odabrati optimalnu kombinaciju kratkoročnih izvora financiranja s aspekta ekonomičnosti, solventnosti i profitabilnosti. Na temelju dobivenih rezultata istraživanja izrađen je model optimalnog kratkoročnog financiranja poduzeća koji omogućava odabir optimalne kombinacije kratkoročnih izvora financiranja s aspekta troškova financiranja, solventnosti i profitabilnosti.

Ključne riječi: kratkoročno financiranje poduzeća, solventnost, profitabilnost, stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja, model optimalnog katkoročnog financiranja.

1. UVOD

Kratkoročno financiranje važna je pretpostavka solventnosti, profitabilnosti i uspješnog poslovanja poduzeća. Usklađenost kratkoročnih izvora i kratkotrajne imovine važna je pretpostavka održavanja solventnosti poduzeća. Pritom je osobito važna usklađenost rokova plaćanja kratkoročnih obveza dobavljačima i rokova naplate kratkoročnih potraživanja od kupaca. Poduzeća

moгу iskoristiti različite vrste kratkoročnih neosiguranih i osiguranih izvora financiranja. Potrebno je odabrati obujam izvora s prihvatljivim rokovima raspoloživosti kakvi neće ugroziti solventnost. Kratkoročno financiranje utječe i na profitabilnost poduzeća. Kratkoročni izvori izazivaju kamatne i druge troškove koji povećavaju rashode, smanjuju financijski učinak i profitabilnost. Da bi se smanjilo troškove kratkoročnog financiranja treba realno utvrditi potrebnu količinu kratkotrajne imovine, odabrati besplatne ili najjeftinije kratkoročne izvore financiranja te razmotriti i druge uvjete financiranja.

U kontekstu navedene problematike istraživanja definiran je problem istraživanja: premda se kontinuirano izučavaju temeljne odrednice kratkoročnih izvora financiranja poduzeća, u teoriji i praktičnoj primjeni, upravljanje je kratkoročnim izvorima financiranja u Republici Hrvatskoj još uvijek nedovoljno istraženo. Nedostatak spoznaja i neodgovarajući odabir kratkoročnih izvora financiranja izravno utječu i impliciraju negativne posljedice na solventnost, profitabilnost i uspješnost poslovanja poduzeća. Imajući na umu složenost znanstvenoga problema istraživanja postavljena je temeljna znanstvena hipoteza: primjenom znanstvenih spoznaja u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja i optimalnim odabirom kratkoročnih izvora financiranja koji neće ugroziti solventnost i profitabilnost poduzeća, poduzeća mogu osigurati kontinuirano i uspješno poslovanje, ubrzati rast i unaprijediti razvoj.

Rezultati istraživanja potvrđuju navedenu hipotezu. U radu se analiziraju rezultati istraživanja 273 poduzeća koja su poslovala u Republici Hrvatskoj u 2008. godini. Rezultati istraživanja prezentirani su u sedam međusobno povezanih dijelova. Nakon prvog, uvodnog dijela, u drugom dijelu analizirane su teorijske značajke upravljanja kratkoročnim financiranjem poduzeća. U trećem dijelu analiziran je utjecaj kratkoročnog financiranja na solventnost i profitabilnost poduzeća. U četvrtom dijelu opisana su osnovna obilježja i determinante provedenog istraživanja te sami uzorak. Rezultati istraživanja prikazani su u petom dijelu rada, a u šestom je dijelu dan prijedlog modela optimalnog kratkoročnog financiranja poduzeća. U posljednjem su dijelu, zaključku, prezentirani najvažniji rezultati istraživanja. kojima je dokazana postavljena hipoteza.

2. UPRAVLJANJE KRATKOROČNIM FINANCIRANJEM PODUZEĆA

Upravljanje kratkoročnim financiranjem poduzeća sastavni je dio menadžmenta radnog kapitala. Menadžment radnog (obrtnog) kapitala predstavlja domenu kratkoročnih financija – odluka koje se odnose na kratkotrajnu imovinu i kratkoročne obveze.¹ Sukladno tome financijski menadžer treba razmotriti upravljanje kratkotrajnom imovinom, upravljanje kratkoročnim obvezama, kao i

¹ Vidučić, Lj.: Financijski menadžment, IV. izdanje, RRiF, Zagreb, 2004., p. 315.

međusobnu uvjetovanost upravljanja kratkoročnim obvezama i kratkotrajnom imovinom. Nakon što je određena razina kratkotrajne imovine i njena struktura razmatra se njeno financiranje, što predstavlja drugi aspekt upravljanja radnim kapitalom. Kratkotrajna se imovina može financirati iz različitih izvora, a u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja poduzeća mogu koristiti agresivnu, konzervativnu politiku, politiku usklađivanja i balansiranu politiku.

Agresivna politika angažira kratkoročne obveze za financiranje ne samo povremene kratkotrajne imovine nego i jednog dijela ili cjelokupne permanentne kratkotrajne imovine. Ovakva strategija povećava rizik nelikvidnosti jer poduzeće mora kontinuirano refinancirati svoje kratkoročne kredite uz nepredvidive kamatne stope. Stoga politika agresivnog upravljanja kratkoročnim obvezama rezultira višom razinom tekućih obveza, kraćim ciklusom gotovine, nižim troškovima kamata, višim rizicima i očekivanim visokim povratima². Agresivno je upravljanje obvezama visokorizična strategija i omogućava visoku profitabilnost, dok konzervativni pristup stvara manji rizik i niže povrate. Konzervativna politika ignorira razliku između povremene i permanentne kratkotrajne imovine angažirajući dugotrajni kapital za financiranje skoro cijele imovine. Konzervativna politika značajno smanjuje rizik nelikvidnosti, eliminira izloženost poduzeća fluktuirajućim kamatnim stopama, ima više troškove financiranja i manje je profitabilna.

Politika usklađivanja³ slijedi principe usklađivanja dospijeaća obveza sa životnim vijekom imovine. Kratkotrajnu imovinu treba financirati iz kratkoročnih izvora, a dugotrajnu imovinu iz dugoročnih izvora financiranja. Većina financijskih menadžera smatra ovu politiku nerazboritom jer su velike svote tekuće imovine potrebne kao zaštita od manje predviđenih novčanih primitaka od prodaje. Pored toga, permanentna kratkotrajna i dugotrajna imovina trebaju biti financirane iz dugoročnih izvora financiranja. Zbog nepraktičnosti u implementaciji politike usklađivanja i ekstremne prirode agresivne i konzervativne politike, većina se financijskih menadžera opredjeljuje za balansiranu politiku⁴. Dugoročni se izvori financiranja koriste za financiranje dugotrajne imovine, permanentne kratkotrajne imovine i dijela povremene kratkotrajne imovine, a kratkoročni se krediti upotrebljavaju za pokrivanje preostalog dijela potreba za radnim kapitalom. Primjenjujući balansiranu politiku financijski menadžer ne mora samo angažirati i održavati kratkoročne izvore financiranja, već mora i nadzirati ulaganje viška sredstava.

Kratkotrajna se imovina može financirati iz različitih izvora financiranja. Menadžer treba donijeti odluku o željenom razmjeru između kratkoročnih i dugoročnih izvora financiranja te veličini i strukturi kratkoročnih izvora financiranja. Pri definiranju odgovarajućeg razmjera kratkoročnog i dugoročnog

² Pinches, G.: *Financial Management*, Harper Collins College Publishers, New York, 1994., p. 648.

³ Rao, Ramesh K.S.: *Financial Management*, 3rd edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1995., p. 658.

⁴ Ibidem, p. 660.

financiranja za potporu ulaganju u tekuću imovinu menadžer mora uzeti u razmatranje karakteristike kratkoročnih i dugoročnih izvora, odabrati primjerenu strategiju te razmotriti moguće implikacije primjene takve strategije i razmjera dugoročnog i kratkoročnog financiranja na uspješnost poslovanja poduzeća.

Prilikom utvrđivanja strukture kratkoročnih izvora financiranja potrebno je razmotriti sve dostupne kratkoročne izvore financiranja i odrediti kombinaciju kratkoročnih izvora koja je najprimjerenija s aspekta troškova financiranja, solventnosti i profitabilnosti. Kratkoročni izvori financiranja mogu biti spontani te ugovoreni ili vanjski kratkoročni izvori. Obveze prema dobavljačima i akumulirani rashodi predstavljaju spontane izvore financiranja jer nastaju iz svakodnevnih poslovnih transakcija poduzeća, a njihova je veličina ovisna o razini poslovanja poduzeća. Ugovoreni ili vanjski izvori kratkoročnog financiranja koji se sastoje od određenih kredita s tržišta novca, neosiguranih i osiguranih zajmova, nisu automatski, već se moraju planirati. Neosigurani bankarski krediti jedan su od najvažnijih ugovorenih izvora kratkoročnog financiranja. Ovi se krediti dodjeljuju na osnovi dobrog kredibiliteta zajmoprimca bez da zajmoprimac ponudi ikakvo posebno jamstvo zajmodavcu.

Osigurano kratkoročno financiranje moguće je realizirati kratkoročnim kreditima financijskih institucija ili emisijom dugovnih ili vlasničkih vrijednosnica. Osiguranjem zajmodavci imaju dva načina otplate zajma: sposobnost poduzeća da podmiri dug iz svog tijeka gotovine i založenu vrijednost osiguranja. Velika i najkredibilnija poduzeća mogu koristiti kao izvor kratkoročnog financiranja emisiju komercijalnih zapisa. Prodajom komercijalnih zapisa poduzeća posuđuju kratkoročna sredstva na tržištu novca od velikog broja malih kreditora. Osnovne su prednosti komercijalnog papira kao izvora kratkoročnog financiranja njegova relativna jeftinoća u usporedbi s kratkoročnim bankarskim kreditima i veća fleksibilnost u odnosu na bankarske kredite. Kamatnjak je na komercijalne zapise od 1 do 2% niži od primarne stope na bankarske kredite.⁵

3. KRATKOROČNO FINANCIRANJE, SOLVENTNOST I PROFITABILNOST PODUZEĆA

Kratkoročno je financiranje važna pretpostavka solventnosti i profitabilnosti poduzeća, kao i njegovog uspješnog poslovanja. Optimalna solventnost podrazumijeva sposobnost podmirenja svih dospjelih obveza u roku dospijea, uz minimalan rizik insolventnosti i minimalno smanjenje profitabilnosti zbog držanja minimalne pričuve solventnosti. Radi postizanja optimalne solventnosti poduzeće treba kratkoročne izvore financiranja koristiti samo za financiranje povremene kratkotrajne imovine.

⁵ Pinches, G.: op. cit., p. 743.

Korištenje kratkoročnih izvora financiranja za financiranje stalne kratkotrajne imovine i dugotrajne imovine nije prihvatljivo s aspekta održavanja solventnosti te je stalnu kratkotrajnu i dugotrajnu imovinu potrebno financirati iz dugoročnih izvora.

Uvjeti za održanje stalne solventnosti stvaraju se postizanjem i održavanjem pozitivne bilančne neravnoteže kod koje je kratkotrajno vezana imovina veća od kratkoročnih obveza te se tada dio kratkotrajno vezane imovine, odnosno stalna kratkotrajna imovina, financira iz odgovarajućih dugoročnih izvora, što poduzeću pruža sigurnost u održavanju solventnosti. Neutralna bilančna ravnoteža u kojoj je kratkotrajno vezana imovina jednaka po obujmu i roku s kratkoročnim izvorima, a dugotrajno vezana imovina jednaka dugoročnim izvorima financiranja, donja je granica financijske ravnoteže u bilanci koja se može povremeno tolerirati glede solventnosti.⁶

Radi postizanja i održavanja optimalne solventnosti poduzeća moraju težiti ostvarenju pozitivnog financijskog rezultata. Pozitivan financijski rezultat omogućuje veće zadržavanje dobitka u poduzeću, povećava sposobnost dugoročnog financiranja, a smanjuje zaduženost. Kod pozitivnog financijskog rezultata poduzeće naplaćuje veće prihode od isplate rashoda te ostvaruje veće novčane primitke od novčanih izdataka. Time osigurava pozitivan neto novčani tijek i stvara uvjete za osiguranje optimalne solventnosti poduzeća. Gubitak najčešće uzrokuje insolventnost zbog toga što poduzeće s naplaćenim prihodima ne može pokriti sve rashode, odnosno s novčanim primitcima ne može pokriti novčane izdatke.

Radi održavanja optimalne solventnosti potrebno je posvetiti posebnu pozornost novčanim primitcima i izdatcima jer o njihovoj stalnoj sinkronizaciji izravno ovisi solventnost poduzeća i sposobnost financiranja. Postizanje pozitivnog novčanog tijeka neophodno je s aspekta održavanja optimalne solventnosti jer tada poduzeće ostvaruje veće novčane primitke od novčanih izdataka i višak novca koji daje sigurnost u održavanju solventnosti. Politika solventnosti mora spriječiti pojavu negativnog novčanog tijeka u kojem su novčani primitci manji od novčanih izdataka jer tada manjak novca uzrokuje insolventnost i potrebu dodatnog zaduživanja.

Postizanje optimalne solventnosti izravno ovisi o sinkronizaciji novčanih primitaka i izdataka pa poduzeće treba težiti ubrzanju naplate potraživanja i usporavanju isplata obveza. Optimalna solventnost postiže se ako je zadovoljena relacija: raspoloživa novčana sredstva plaćanja + minimalna sigurnosna pričuva solventnosti = dospjele obveze plaćanja. Svako odstupanje od navedene relacije može uzrokovati insolventnost, ako je sigurnosna pričuva solventnosti manja od minimalne, ili prekomjernu solventnost i smanjenje profitabilnosti, ako je ta

⁶ Marković, I.: *Financiranje Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava*, RRiF, Zagreb, 2000., p. 255.

pričuva veća od minimalne⁷. Sigurnosna pričuva solventnosti determinirana je usklađenošću primitaka i izdataka.

Korištenje kratkoročnih izvora financiranja za financiranje tekućeg poslovanja uzrokuje troškove financiranja koji utječu na profitabilnost poduzeća.

Pri donošenju odluke o korištenju kratkoročnih izvora financiranja potrebno je odabrati najjeftinije kratkoročne izvore, a razdoblje korištenja kratkoročnih kredita treba odgovarati razdoblju pomanjkanja novca kako se ne bi plaćale kamate duže nego što je potrebno i time se ugrozila profitabilnost poduzeća. Kratkoročno financiranje potrebno je koristiti za financiranje povremene kratkotrajne imovine jer njeno financiranje iz dugoročnih izvora uzrokuje veće troškove financiranja i može smanjiti profitabilnost poslovanja.

Ako poduzeće ostvaruje negativni novčani tijek, tada manjak novca može uzrokovati insolventnost i potrebu za dodatnim kratkoročnim zaduživanjem, što povećava troškove financiranja i smanjuje profitabilnost poduzeća. Pozitivan novčani tijek omogućava da se višak novca do njegove konačne uporabe uloži u portfolio kratkoročnih utrživih vrijednosnih papira čiji prinosi povećavaju prihode, financijski rezultat i profitabilnost poduzeća. Povećanje kratkoročnih obveza dovodi do povećanja troškova financiranja, a može dovesti i do smanjenja profitabilnosti. Stoga je veoma važno da se utvrdi optimalna količina ulaganja u tekuću imovinu kako se ne bi plaćale kamate više nego je potrebno i na taj se način ugrozila profitabilnost poduzeća. S aspekta profitabilnosti poželjno je da menadžment odredi odgovarajuću strukturu kratkoročnog i dugoročnog financiranja koja će se upotrijebiti za potporu ulaganjima u kratkotrajnu imovinu u kojoj će prevladavati kratkoročni izvori financiranja.

Menadžeri moraju odrediti najbolju kombinaciju kratkoročnih izvora financiranja koja najviše ovisi o spoznavanju troškova financiranja te izravno utječe na profitabilnost poduzeća. Odabir kratkoročnog kredita prema kriteriju najmanjeg kamatnog troška treba obavljati prema stvarnoj kamatnoj stopi jer ona čini stvaran trošak financiranja kreditom. Metode obračuna kamata koje se najčešće primjenjuju jesu: dekurzivna metoda, anticipativna metoda, anuitetska metoda te metoda kompenzirajućeg stanja. Stvarna kamatna stopa prije oporezivanja dobitka jednaka je nominalnoj kamatnoj stopi kod dekurzivnog obračuna bez kompenzirajućeg stanja, a stvarna je kamatna stopa nakon oporezivanja jednaka stvarnoj kamatnoj stopi prije oporezivanja umanjenoj za poreznu uštedu. Prema anticipativnoj metodi kamata se obračunava i plaća početkom uporabe kredita i oduzima se od glavnice odobrenog kredita, tako da korisnici kredita koriste kredit umanjen za svotu anticipativnih kamata, dok se kamate plaćaju na ukupnu svotu kredita, što rezultira povećanjem stvarne kamatne stope. Prema anuitetskoj metodi kredit se otplaćuje obročno i u jednakim mjesečnim anuitetima koji se sastoje od glavnice i kamata. Svota korištenog

⁷ Ibidem, p. 259. – 260.

kredita svaki se mjesec smanjuje za otplaćeni dio glavnice. Prigodom odobravanja kredita banke ponekad zahtijevaju od korisnika kredita kompenzirajuće stanje, što rezultira povećanjem stvarne kamatne stope, odnosno troškova financiranja kreditom. Efektivna kamatna stopa sa zahtijevanim kompenzirajućim stanjem iskazana je jednadžbom⁸

$$\text{efektivna kamatna stopa} = \text{kamatna stopa} / (1 - \% \text{ kompenzirajućeg stanja})$$

Kod uzimanja i ugovaranja kredita financijski menadžer mora voditi računa da se ugovori plaćanje kamata na ostatak duga, a ne na ukupnu svotu odobrenog kredita.

4. OBILJEŽJA PROVEDENOG ISTRAŽIVANJA I OPIS UZORKA

Istraživanje je provedeno na uzorku od 273 poduzeća koja su poslovala u Republici Hrvatskoj u 2008. godini. Poduzeća su analizirana s obzirom na veličinu, a klasifikacija prema veličini provedena je prema Zakonu o računovodstvu.⁹ Uzorak sadrži 159 malih poduzeća, 48 srednjih i 66 velikih poduzeća, a odabran je slučajno iz skupova koje čine ukupan broj malih, srednjih i velikih poduzeća, odnosno između 87 807 malih poduzeća, 1 396 srednjih poduzeća i 453 velika poduzeća. U odabranom uzorku značajno je veći postotak velikih poduzeća (14,57%) u odnosu na mala (0,18%) i srednja poduzeća (3,44%) jer je njima dan veći značaj zbog njihovog razmjerno većeg značenja u ostvarivanju ekonomskih učinaka na gospodarstvo.

U ovom istraživanju izvršena je analiza kratkoročne zaduženosti i solventnosti hrvatskih poduzeća, analiza povezanosti kratkoročne zaduženosti i profitabilnosti te sinteza i analiza dobivenih rezultata istraživanja radi sagledavanja utjecaja kratkoročnog financiranja na solventnost i profitabilnost hrvatskih poduzeća. Analiza kratkoročne zaduženosti izvršena je pomoću pokazatelja kratkoročne zaduženosti koji je izračunat na osnovi odnosa kratkoročnih obveza i ukupne imovine. U istraživanju su korišteni i pokazatelji zaduženosti kojima se razmatra pokriće dugotrajne imovine glavnicom te glavnicom uvećanom za dugoročne obveze, stupanj pokrića I i stupanj pokrića II:

$$\text{stupanj pokrića I} = \text{glavnica} / \text{dugotrajna imovina}$$

$$\text{stupanj pokrića II} = \text{glavnica} + \text{dugoročne obveze} / \text{dugotrajna imovina}^{10}$$

Pokazatelje stupnja pokrića istodobno je moguće razmatrati i kao pokazatelje likvidnosti jer dio dugoročnih izvora mora biti iskorišten za

⁸ Kolb, R. W.: Financial Management, Scott, Foresman and Company, London, 1987., p. 232.

⁹ Klasifikacija prema veličini poduzeća provedena je prema Zakonu o računovodstvu, „Narodne novine“, 2007.

¹⁰ Žager, K. i suradnici: Analiza financijskih izvještaja, drugo izdanje, Masmedia, Zagreb, 2008., p. 246.

financiranje kratkotrajne imovine zbog održavanja likvidnosti, odnosno sposobnosti transformacije pojedinih oblika imovine u novac. Stupnjevi pokrića I i II u su ovom istraživanju razmatrani u procjeni zaštićenosti poduzeća od rizika insolventnosti.

Ocjena solventnosti poduzeća, kao sposobnosti podmirenja svih dospjelih obveza u roku dospijeća, izvršena je na temelju izvještaja o novčanom tijeku. Novčani tok iz poslovnih aktivnosti jest svakako najznačajniji izvor novca i novčanih ekvivalenata za poduzeće, pa se stoga koristi za ocjenu solventnosti i likvidnosti.¹¹

Utjecaj kratkoročnog duga na profitabilnost poduzeća analiziran je pomoću Du Pont sustava pokazatelja koji omogućuje ocjenu performanci poduzeća u terminima povrata na ulaganje. Osnovna Du Pont jednadžba izražava povrat na imovinu kao rezultat profitne marže i obrta ukupne imovine. Proširena Du Pont jednadžba, koja pokazuje kako kombinacija neto marže profita, koeficijenta obrtaja imovine i financijske poluge određuje svotu povrata na vlastiti kapital, glasi:¹²

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

Analiza je izvršena u obliku analize ROA i ROE koji su izračunati za svako poduzeće u uzorku te su temeljem dobivenih rezultata prikazani sintetizirani podatci za odabrana poduzeća prema veličini u Republici Hrvatskoj.

5. REZULTATI ISTRAŽIVANJA

Analiza kratkoročne zaduženosti izvršena je pomoću pokazatelja kratkoročne zaduženosti i udjela kratkoročnog duga u ukupnom dugu. Rezultati analize kretanja kratkoročne zaduženosti i ukupne zaduženosti odabranih hrvatskih poduzeća prema veličini u 2008. godini prikazani su u tablici 1.

¹¹ Ibidem, p. 280.

¹² Brigham, E. F. – Daves, P. R.: Intermediate Financial Management, 8th edition, Thomson South-Western, Ohio, 2004., p. 248.

Tablica 1.

Kratkoročna zaduženost i zaduženost odabranih hrvatskih poduzeća prema veličini u 2008. godini (u milijunima kuna)

Poduzeće Pozicija	Mala poduzeća	Srednja poduzeća	Velika poduzeća
Ukupna imovina	1.983,58	7.307,51	86.295,90
Dugoročne obveze	284,63	1.383,72	17.142,16
Kratkoročne obveze	561,72	1.621,38	32.495,72
Ukupne obveze	846,35	3.005,10	49.637,88
Kratkoročne obveze/ ukupna imovina	28,32	22,19	37,66
Ukupne obveze/ ukupna imovina	42,67	41,12	57,52
Kratkoročne obveze/ ukupne obveze	66,37	53,95	65,47

Izvor: Financijski izvještaji poduzeća u 2008. godini, FINA Zagreb, obrada autora

Kratkoročna je zaduženost malih poduzeća u 2008. godini iznosila 28,32%, srednjih poduzeća 22,19%, a kratkoročna zaduženost velikih poduzeća bila je 37,66%. Usporedna analiza kratkoročne zaduženosti hrvatskih poduzeća prema veličini pokazuje da je najveća kratkoročna zaduženost velikih poduzeća, zatim slijede mala poduzeća, dok je zaduženost srednjih poduzeća najmanja. Udio kratkoročnih obveza u ukupnim obvezama najveći je kod malih poduzeća, zatim slijede velika poduzeća, a kod srednjih poduzeća taj je udio najmanji. Ukupna je zaduženost u 2008. godini bila najveća kod velikih poduzeća, zatim slijede mala i srednja poduzeća. Ukupna zaduženost malih poduzeća iznosila je 42,67%, srednjih poduzeća 41,12%, a ukupna zaduženost velikih poduzeća bila je 57,52%.

Analiza novčanih tijekova poduzeća pokazala je da 42,42 % velikih poduzeća i 43,75% srednjih poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek te da iz poslovnih aktivnosti generira pozitivan novčani tijek 70,83% srednjih poduzeća i 69,70% velikih poduzeća. Postizanje pozitivnog novčanog tijeka neophodno je s aspekta održavanja optimalne solventnosti jer tada poduzeće ostvaruje veće novčane primitke od novčanih izdataka te višak novca koji daje sigurnost u održavanju solventnosti. Sposobnost poduzeća da generira novac iz redovnog poslovanja veoma je važna za održavanje solventnosti poduzeća jer poduzeće s negativnim novčanim tijekom iz poslovnih aktivnosti ne može stalno prikupljati novac, odnosno ostvarivati pozitivan novčani tijek uz pomoć ulagateljskih i

financijskih aktivnosti. Zato je za politiku solventnosti osobito važno da poduzeće generira dovoljno novca iz poslovnih aktivnosti. Poduzeća trebaju primjenjivati optimalnu politiku solventnosti koja se postiže tako da su u promatranom razdoblju novčani primitci veći od novčanih izdataka, a sav višak novca iznad minimalne sigurnosne pričuve solventnosti profitabilno uložen radi stjecanja kamata i drugih prinosa.

Ocjena zaštićenosti hrvatskih poduzeća od rizika insolventnosti izvršena je pomoću pokazatelja stupnja pokrića I i II, a sve veličine predstavljaju bilančna stanja krajem godine jer nije bilo moguće uvažiti varijacije veličina tijekom godine. U tablici 2. dan je pregled pokazatelja stupnja pokrića I i II za odabrana poduzeća prema veličini na dan 31. prosinca 2008. godine. Pokazatelji stupnja pokrića II, koji predstavljaju odnos vrijednosti dugoročnih izvora financiranja i dugotrajne imovine, manji su od 100% kod 34,59% malih poduzeća, 45,83% srednjih poduzeća te 43,94% velikih poduzeća. Promatrana poduzeća financiraju dio dugotrajne imovine i stalnu kratkotrajnu imovinu iz kratkoročnih izvora financiranja. Stoga ta poduzeća ne mogu usklađivati dospjevanje obveza i generiranje gotovine te nisu zaštićena od rizika insolventnosti.

Tablica 2.

Pokazatelji stupnja pokrića I i II odabranih hrvatskih poduzeća u 2008. godini

Poduzeća Pokazatelji	Mala poduzeća	%	Srednja poduzeća	%	Velika poduzeća	%
$P^2 < 100\%$	55	34,59	22	45,83	29	43,94
$P^2 \geq 100\%$	104	65,41	26	54,17	37	56,06
$100\% \leq P^2 < 200\%$	43	27,04	16	33,34	34	51,52
$P^1 \geq 100\%$	19	11,95	9	18,75	11	16,67
$70\% < P^1 < 100\%$	6	3,77	5	10,42	15	22,73
$P^1 < 70\%$	18	11,32	2	4,17	8	12,12
$P^2 > 200\%$	61	38,37	10	20,83	3	4,54
$P^1 \geq 100\%$	58	36,48	9	18,75	3	4,54
$70\% < P^1 < 100\%$	1	0,63	0	0,00	0	0,00
$P^1 < 70\%$	2	1,26	1	2,08	0	0,00
Ukupno	159	100,00	48	100,00	66	100,00

Izvor: Podatci izračunati na temelju prikupljenih financijskih izvještaja poduzeća u 2008. godini.

Pokazatelji stupnja pokrića indiciraju dostatnu zaštićenost od rizika insolventnosti kod 36,48% malih poduzeća, 18,75% srednjih poduzeća i 4,54% velikih poduzeća jer je dugotrajna imovina s visokim postotkom financirana iz

kapitala i rezervi ($\% P^1 > 100$) i ukupno financiranje iz dugoročnih izvora višestruko nadmašuje vrijednost dugotrajnih ulaganja ($\% P^2$). To je dobra pretpostavka da poduzeća mogu usklađivati dospjevanje obveza i generiranje gotovine, a dok su poslovno aktivnav poduzeća su solventna i dobro zaštićena od rizika insolventnosti.

S obzirom da se vjerovnici i poduzeće primarno štite vlastitim kapitalom, pokazatelji stupnja pokrića indiciraju zaštićenost od rizika insolventnosti kod poduzeća čija je dugotrajna imovina s visokim postotkom financirana iz kapitala i rezervi ($\% P^1 > 100$), a njihovo ukupno financiranje iz dugoročnih izvora nadmašuje vrijednost dugotrajnih ulaganja do 100% kod 11,95% malih poduzeća, 18,75% srednjih poduzeća i 16,67% velikih poduzeća. Uz uvjet da je njihova stalna kratkotrajna imovina u cijelosti pokrivena dugoročnim izvorima ta su poduzeća solventna. Pored toga, kod 22,73% velikih poduzeća dugotrajna je imovina financirana iz kapitala i rezervi od 70 do 100%, a njihovi ukupni dugoročni izvori financiranja nadmašuju vrijednost dugotrajnih ulaganja do 100%.

Uz uvjet da dugoročni izvori financiranja nadmašuju dugotrajnu imovinu za visinu stalne kratkotrajne imovine, ta poduzeća mogu biti solventna. Iako su poduzeća, prema pokazateljima, u visokom stupnju zaštićena od rizika insolventnosti, ona trebaju biti usmjerena na održavanje kontinuiteta racionalnog raspolaganja sredstvima i usklađivati operativne transformacijske procese.

U ovom istraživanju izvršena je analiza utjecaja veličine kratkoročnog duga na profitabilnost poduzeća. Analiza je napravljena u obliku analize ROA i ROE koji su izračunati za svako poduzeće u uzorku te su temeljem dobivenih rezultata prikazani sintetizirani podatci za poduzeća prema veličini u 2008. godini. U tablici 3. prikazani su podatci o kretanju kratkoročne zaduženosti i profitabilnosti, odnosno povrata na imovinu (ROA) poduzeća prema veličini u Republici Hrvatskoj. U svezi s rasponom varijacije ROA-e primjećuje se da je on najveći kod velikih poduzeća čija se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 0 do 10% te je maksimalna vrijednost pokazatelja 37%, a minimalna -15%.

Podatci pokazuju da je raspon varijacije ROA-e najveći kod srednjih poduzeća čija se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 20 do 30% te je maksimalna vrijednost pokazatelja 21%, a minimalna -14%. U skupini malih poduzeća raspon varijacije pokazatelja ROA najveći je kod poduzeća čija je kratkoročna zaduženost veća od 50%, pa je maksimalna vrijednost pokazatelja 84%, a minimalna -74%. Kratkoročna zaduženost je veća od 50% kod 54,09% promatranih malih poduzeća.

Tablica 3.

Kratkoročna zaduženost i profitabilnost poslovanja odabranih poduzeća prema veličini u Republici Hrvatskoj

Kratkoročna zaduženost	Mala poduzeća ROA	Mala poduzeća ROE	Srednja poduzeća ROA	Srednja poduzeća ROE	Velika poduzeća ROA	Velika poduzeća ROE
0 – 10%	$-0,27 \leq \text{ROA} \leq 0,19$	$-21,27 \leq \text{ROE} \leq 0,20$	$0,01 \leq \text{ROA} \leq 0,03$	$-0,03 \leq \text{ROE} \leq 0,02$	$-0,15 \leq \text{ROA} \leq 0,37$	$-0,04 \leq \text{ROE} \leq 0,42$
10 – 20%	$-0,24 \leq \text{ROA} \leq 0,23$	$-0,29 \leq \text{ROE} \leq 0,62$	$-0,04 \leq \text{ROA} \leq 0,15$	$-0,10 \leq \text{ROE} \leq 0,18$	$-0,02 \leq \text{ROA} \leq 0,05$	$-0,04 \leq \text{ROE} \leq 0,06$
20 – 30%	$-0,10 \leq \text{ROA} \leq 0,53$	$-0,12 \leq \text{ROE} \leq 0,70$	$-0,14 \leq \text{ROA} \leq 0,21$	$-0,25 \leq \text{ROE} \leq 0,44$	$-0,10 \leq \text{ROA} \leq 0,36$	$-0,22 \leq \text{ROE} \leq 0,56$
30 – 40%	$-0,08 \leq \text{ROA} \leq 0,54$	$-0,18 \leq \text{ROE} \leq 1,42$	$-0,04 \leq \text{ROA} \leq 0,12$	$-0,07 \leq \text{ROE} \leq 0,26$	$-0,05 \leq \text{ROA} \leq 0,11$	$-0,12 \leq \text{ROE} \leq 0,22$
40 – 50%	$-0,18 \leq \text{ROA} \leq 0,88$	$-0,50 \leq \text{ROE} \leq 1,27$	$-0,04 \leq \text{ROA} \leq 0,03$	$-0,07 \leq \text{ROE} \leq 0,15$	$-0,02 \leq \text{ROA} \leq 0,14$	$0,03 \leq \text{ROE} \leq 0,34$
Iznad 50%	$-0,74 \leq \text{ROA} \leq 0,84$	$-19,65 \leq \text{ROE} \leq 0,96$	$-0,27 \leq \text{ROA} \leq 0,05$	$-1,81 \leq \text{ROE} \leq 0,18$	$-0,15 \leq \text{ROA} \leq 0,07$	$0,00 \leq \text{ROE} \leq 0,62$

Izvor: Podatci izračunati na temelju prikupljenih financijskih izvještaja poduzeća u 2008. godini.

Može se uočiti zavisnost između stupnja kratkoročne zaduženosti i stope povrata na ukupnu imovinu kod velikih i srednjih poduzeća, odnosno da se s povećanjem kratkoročne zaduženosti smanjuje povrat na imovinu. Prvi zaključak koji se nameće iz tablice koja prikazuje povrat na imovinu s obzirom na kratkoročnu zaduženost jest taj da u grupi velikih poduzeća povrat na imovinu opada s povećanjem katkoročne zaduženosti. Promatrajući podatke između pojedinih razina kratkoročne zaduženosti ne može se reći da postoji dominantan obrazac odnosa između ROA i kratkoročne zaduženosti.

Radi sagledavanja nužnosti efikasnog upravljanja kratkoročnim financiranjem i financijskim rezultatom, kao i utjecaja kratkoročnog financiranja na solventnost i profitabilnost hrvatskih poduzeća, izvršena je sinteza i analiza dobivenih rezultata istraživanja. U nastavku su prikazani sintetizirani rezultati istraživanja velikih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj dobiveni analizom kratkoročne zaduženosti, solventnosti i profitabilnosti.

U tablici 4. prikazani su sintetizirani financijski pokazatelji odabranih velikih profitabilnih poduzeća u 2008. godini. Velika poduzeća koja imaju pozitivnu bilančnu neravnotežu i financiraju od 75% do 100% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora, a njihova je kratkoročna zaduženost manja od 10%, posluju profitabilno i ostvaruju pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, što je veoma važno glede održavanja solventnosti. Poduzeća koja financiraju od 50 do 75% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora i čija se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 3,76 do 27,95% ostvaruju najveće povrate na imovinu i vlastiti kapital, a 71,43% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, dok svega 28,57% poduzeća ostvaruje pozitivan neto novčani tijek jer investiraju u dugotrajnu imovinu.

Podatci pokazuju da velika poduzeća koja financiraju od 25 do 50% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora i čija se kratkoročna zaduženost kreće

u rasponu od 2,96 do 42,32% posluju profitabilno te 70,00% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, a 50,00% poduzeća ostvaruje pozitivan neto novčani tijek. Poduzeća koja financiraju od 0 do 25% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora i čija je kratkoročna zaduženost manja od 50,00% ostvaruju povrate na imovinu i vlastiti kapital te 88,89% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, dok 44,44% poduzeća ostvaruje pozitivan neto novčani tijek. Poduzeća koja financiraju od 0 do 25% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora i čija je kratkoročna zaduženost veća od 50,00% također ostvaruju povrate na imovinu i na vlastiti kapital te 50,00% poduzeća ostvaruje pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti i pozitivan neto novčani tijek.

Tablica 4.

Financijski pokazatelji velikih profitabilnih poduzeća u Republici Hrvatskoj u 2008. godini

Kratkotrajna imovina financirana iz dugoročnih izvora	Kratkoročna zaduženost (%)	Udio kapitala (%)	Udio dugoročnih obveza (%)	Udio kratkoročnih obveza (%)	ROA	ROE	Novčani tijek (NT) iz poslovnih aktivnosti	Neto novčani tijek (NNT)
75 – 100%	8,32 – 8,9	74,9 – 91,10	0,00 – 16,78	8,32 – 8,90	0,06 - 0,12	0,07 - 0,16	pozitivan	50% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
50 - 75%	3,76 – 27,95	53,27 – 93,32	0,75 – 31,31	3,76 – 27,95	0,01 - 0,37	0,01 - 0,56	71,43% poduzeća ima pozitivan NT	28,57% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
25 - 50%	2,96 - 42,32	6,73 – 96,82	0,00 – 0,82	2,96 – 42,32	0,00 - 0,07	0,00 - 0,20	70,00 % poduzeća ima pozitivan NT	50% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
0 – 25%	0 – 50 50-100	31,90 - 75,95 12,84 – 31,72	1,38 – 25,86 0,31 – 18,53	4,72 – 48,90 52,17 – 83,30	0,00 - 0,14	0,00 - 0,34	88,9% poduzeća ima pozitivan NT 50% poduzeća ima pozitivan NT	44,4% poduzeća ima pozitivan NNT 50% poduzeća ima pozitivan NNT
Negativna bilančna neravnoteža	5,96 – 93,91	0,94 – 76,30	0,00 – 56,92	5,96 – 93,91	0,00 - 0,07	0,00 - 0,39	72,22% poduzeća ima pozitivan NT	50% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek

Izvor: Podatci izračunati na temelju prikupljenih financijskih izvještaja poduzeća u 2008. godini

Velika poduzeća, koja imaju negativnu bilančnu neravnotežu, stalnu kratkotrajnu imovinu i dio dugotrajne imovine financiraju iz kratkoročnih obveza te imaju kratkoročnu zaduženost u rasponu od 5,96 do 93,91%, ostvaruju povrate na imovinu do 7% i povrate na vlastiti kapital do 39%. U toj grupi 72,22% poduzeća ima pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, a 50% generira pozitivan ukupni neto novčani tijek što je važno za održavanje solventnosti. Poduzeća koja imaju negativnu bilančnu neravnotežu i posluju profitabilno te generiraju pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti i pozitivan neto novčani tijek investiraju u dugotrajnu imovinu i ulažu višak novca u kratkoročne vrijednosne papire. Bez obzira što imaju negativnu bilančnu neravnotežu i financiraju dio dugotrajne imovine i stalnu kratkotrajnu imovinu iz kratkoročnih obveza, 72,22% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti i proizvode dovoljno novca iz poslovnih aktivnosti, što je osobito važno za

održavanje solventnosti jer je redovna poslovna djelatnost poduzeća uvjet njegovog opstanka.

Velika poduzeća, koja imaju negativnu bilančnu neravnotežu i koja financiraju dio dugotrajne imovine i stalnu kratkotrajnu imovinu iz neodgovarajućih kratkoročnih izvora financiranja te posluju s gubitkom i ostvaruju negativan neto novčani tijek, prekomjerno su kratkoročno zadužena i trebala bi pravovremeno sanirati negativnu bilančnu neravnotežu. Njihova bi poslovna politika trebala težiti ostvarivanju pozitivnog financijskog rezultata i generiranju pozitivnog neto novčanog tijeka, posebno iz poslovnih aktivnosti, jer insolventnost i negativni financijski rezultat mogu ugroziti opstanak poduzeća.

U tablici 5. prikazani su sintetizirani financijski pokazatelji odabranih srednjih poduzeća u 2008. godini. Većina srednjih poduzeća, koja imaju pozitivnu bilančnu neravnotežu i koja financiraju od 75 do 100% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora, ima malu kratkoročnu zaduženost i glavnina poduzeća posluje profitabilno te ostvaruju povrate na imovinu i na vlastiti kapital, a 75% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti. Srednja poduzeća, koja imaju pozitivnu bilančnu neravnotežu i koja financiraju od 50 do 75% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora, imaju kratkoročnu zaduženost manju od 29% te ostvaruju značajne povrate na imovinu i na vlastiti kapital, a 77,78% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti i pozitivan neto novčani tijek, što je važno glede održavanja solventnosti.

Poduzeća u skupini srednjih, koja imaju pozitivnu bilančnu neravnotežu i koja financiraju od 25 do 50% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora, a njihova se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 5,32 do 50,68%, posluju profitabilno te ostvaruju najviše povrate na imovinu i na vlastiti kapital. U ovoj grupi 85,71% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, a 42,86% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek jer ostala poduzeća investiraju u dugotrajnu imovinu i ulažu u kratkoročne vrijednosne papire.

Tablica 5.

Financijski pokazatelji odabranih srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj u 2008. godini

Kratkotrajna imovina financirana iz dugoročnih izvora (%)	Kratkoročna zaduženost (%)	Udio kapitala (%)	Udio dugoročnih obveza (%)	Udio kratkoročnih obveza (%)	ROA	ROE	Novčani tijek (NT) iz poslovnih aktivnosti	Neto novčani tijek (NNT)
75 – 100%	9,84 – 23,72	54,20 – 88,45	0,00 – 22,01	9,84 – 23,72	-0,14 - 0,13	-0,25 - 0,18	75,00% poduzeća ima pozitivan novčani tijek	25,00% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
50 – 75%	1,13 – 28,77	64,42 – 93,80	0,00 – 24,56	1,13 – 28,77	0,01 - 0,15	0,01 - 0,21	77,78% poduzeća ima pozitivan novčani tijek	77,78% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
25 – 50%	5,32 – 50,68	24,52 – 81,97	0,00 – 29,26	5,32 – 50,68	0,01 - 0,21	0,02 - 0,44	85,71% poduzeća ima pozitivan novčani tijek	42,86% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
0 – 25%	17,82 – 47,07	26,80 – 64,57	0,05 – 26,47	17,82 – 47,07	0,02 - 0,04	0,03 - 0,15	75,00% poduzeća ima pozitivan novčani tijek	25,00% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek
Negativna bilančna neravnoteža	2,66 – 19,42	57,82 – 77,91	18,09 – 26,77	2,66 – 19,42	0,00 – 0,03	0,00 – 0,04	100 % poduzeća ima pozitivan NT	40,00% poduzeća ima pozitivan NNT
Negativna bilančna neravnoteža	28,98 – 93,54	5,51 – 71,97	0,00 – 32,02	28,98 – 93,54	0,00 – 0,12	0,00 – 0,26	100 % poduzeća ima pozitivan NT	28,57% poduzeća ima pozitivan NNT

Izvor: Podatci izračunati na temelju prikupljenih financijskih izvještaja poduzeća u 2008. godini.

Srednja poduzeća, koja imaju pozitivnu bilančnu neravnotežu i koja financiraju od 0 do 25% kratkotrajne imovine iz dugoročnih izvora, a njihova se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 17,82 do 47,07%, posluju profitabilno i 75% poduzeća generira pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti.

Srednja poduzeća, koja imaju negativnu bilančnu neravnotežu i čija se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 2,66 do 19,42%, posluju profitabilno te generiraju pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, a 40% poduzeća ima pozitivan neto novčani tijek jer ostala poduzeća investiraju u dugotrajnu imovinu ili otplaćuju kredite. Poduzeća čija se kratkoročna zaduženost kreće u rasponu od 28,98 do 93,54% posluju profitabilno i imaju pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti. Glavnina srednjih poduzeća koja posluju profitabilno generiraju pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, što je važno za održavanje solventnosti i profitabilnosti poduzeća jer manjak novca uzrokuje insolventnost, potrebu dodatnog zaduživanja i smanjuje profitabilnost poduzeća.

Srednja poduzeća, koja imaju negativnu bilančnu neravnotežu i prekomjernu kratkoročnu zaduženost, ostvaruju negativne povrate na imovinu i na vlastiti kapital te generiraju negativan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, trebala bi pravovremeno sanirati negativnu bilančnu neravnotežu, a njihova bi poslovna politika trebala težiti ostvarivanju pozitivnog financijskog rezultata i generiranju pozitivnog novčanog tijeka iz poslovnih aktivnosti.

Mala poduzeća imaju velik udio kratkotrajne imovine u ukupnoj imovini te velik udio kratkoročnih obveza i mali udio kapitala u ukupnim izvorima. Nedostatak kapitala usporava ili čak ograničava rast i razvoj malih poduzeća.

Istodobno, nedostatna dugotrajna imovina onemogućuje ovim poduzećima pristup dugoročnim izvorima financiranja jer se često koristi kao kolateral za dobivanje dugoročnih kredita. Kratkoročni izvori čine dominantan udio ukupnih izvora malih poduzeća, a 35,22% malih poduzeća financira stalnu kratkotrajnu imovinu i dio dugotrajne imovine iz kratkoročnih izvora koji nisu odgovarajući za financiranje dugotrajne imovine, rasta i razvoja.

Kratkoročni izvori utječu na solventnost poduzeća, posebno malih i srednjih, jer se radi o kratkoročnim obvezama koje treba podmiriti u kraćim rokovima. S aspekta solventnosti omjer je kratkoročnog i dugoročnog financiranja optimalan kada se stalna kratkotrajna imovina i dugotrajna imovina financiraju iz dugoročnih izvora te kada se održava minimalna pričuva solventnosti koja neće ugroziti profitabilnost. Neka poduzeća ne vode optimalnu politiku solventnosti jer višak novca od pozitivnog neto novčanog tijeka do njegove konačne upotrebe ne ulažu u kratkoročne utržive vrijednosne papire čiji bi prinosi povećali prihode, financijski rezultat, profitabilnost i novčane primitke.

Analiza novčanih tijekova pokazala je da značajan dio velikih i srednjih poduzeća ostvaruje pozitivan novčani tijek iz poslovnih aktivnosti, što je veoma važno za održavanje solventnosti jer poduzeće s negativnim novčanim tijekom iz poslovnih aktivnosti ne može stalno ostvarivati pozitivan novčani tijek uz pomoć ulagateljskih i financijskih aktivnosti. Sama kratkoročna zaduženost ne determinira stopu povrata na imovinu, već na stopu povrata na imovinu utječe omjer kratkoročnog i dugoročnog financiranja i profitabilnost ulaganja u aktivi.

U skupini su velikih poduzeća najprofitabilnija i ostvaruju najveće prinose na imovinu poduzeća koja više od 53% svoje imovine financiraju iz vlastitih izvora financiranja, a njihova je kratkoročna zaduženost manja od 27,97%. Pozitivna je financijska neravnoteža kod ovih poduzeća prekomjerno pomaknuta prema dugoročnim izvorima, pa veliki dio kratkotrajne imovine financiraju iz preskupih dugoročnih izvora financiranja, što pozitivno utječe na solventnost, a negativno na profitabilnost. Ova poduzeća primjenjuju konzervativnu strategiju u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja i imaju povećani stupanj vlastitog financiranja, a takvo ponašanje znači da ta poduzeća manje intenzivno koriste financijsku polugu, kao čimbenik oplodnje vlastitog kapitala.

Istraživanje je pokazalo da nedostatak spoznaja u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja, razina ulaganja u kratkotrajnu imovinu koja nije optimalna, neodgovarajuća struktura kratkoročnog i dugoročnog financiranja upotrebljena za potporu tom ulaganju, kao i neodgovarajući odabir kratkoročnih izvora financiranja izravno utječu i impliciraju negativne posljedice na solventnost i profitabilnost, kao izraz uspješnosti poslovanja poduzeća. Menadžment nedovoljno razmatra raspoložive izvore financiranja i kriterije odabira izvora financiranja, troškove i koristi raspoloživih izvora kratkoročnog financiranja i dane razine ulaganja u kratkotrajnu imovinu, što često rezultira

odabirom neodgovarajućih kratkoročnih izvora financiranja s aspekta solventnosti i profitabilnosti poslovanja.

Sukladno tome, hrvatska poduzeća moraju voditi novu i napredniju financijsku politiku koja će se temeljiti na znanstvenim spoznajama o upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja te koja će stvarati pretpostavke za vođenje uspješnije politike solventnosti i politike profitabilnosti poduzeća. Upravljanje kratkoročnim financiranjem mora se temeljiti na znanstvenim spoznajama i treba težiti određivanju optimalne veličine i strukture kratkoročnih izvora financiranja. Upravljanje kratkoročnim financiranjem, politika solventnosti i profitabilnosti, kao sastavni dijelovi financijske politike, moraju biti međusobno povezani i usklađeni zbog toga jer postoji velika ovisnost i uvjetovanost između kratkoročnog financiranja, solventnosti i profitabilnosti. Politika solventnosti treba se temeljiti na znanstvenim spoznajama o solventnosti i njezinim financijskim učincima. Ona treba težiti optimalnoj solventnosti i mora biti u funkciji osiguranja likvidnosti, odnosno sposobnosti poduzeća da podmiri svoje dospjele kratkoročne obveze, kao i u funkciji profitabilnosti.

Politika profitabilnosti treba težiti generiranju pozitivnog financijskog rezultata koji će omogućiti veće zadržavanje dobitka kao najkvalitetnijeg izvora financiranja. Nužno je osigurati profitabilnost poduzeća kako bi se mogle namiriti kratkoročne i dugoročne obveze te osigurati odgovarajuće naknade vlasnicima poduzeća i odgovarajući iznos zadržane dobiti koja omogućava nova investicijska ulaganja i razvoj poduzeća.

Upravljanje kratkoročnim financiranjem treba se temeljiti na primjeni strategija koje omogućavaju postizanje optimalnih rezultata. Određivanje optimalne količine ulaganja u kratkotrajnu imovinu, koja je rezultat uravnoteženosti koristi i troškova dane razine ulaganja, važna je pretpostavka efikasnog upravljanja kratkoročnim izvorima financiranja. Efikasno upravljanje kratkoročnim financiranjem pretpostavlja određivanje optimalne strukture kratkoročnog i dugoročnog financiranja koje će se upotrijebiti za potporu ulaganju u tekuću imovinu te spoznavanje najbolje kombinacije kratkoročnog financiranja koja će se temeljiti na razmatranjima troškova, dostupnosti, vremena, fleksibilnosti i stupnju opterećenja imovine. Svi ti čimbenici utječu na odluku poduzeća o prikladnoj kombinaciji kratkoročnog financiranja, no trošak je ključni čimbenik. Pri razmatranju različitih izvora financiranja neophodno je rangirati izvore financiranja prema njihovim troškovima i izvršiti odabir izvora prema kriteriju najmanjeg troška financiranja, a nakon toga potrebno je razmotriti i ostale čimbenike. S aspekta utjecaja strukture kratkoročnih izvora financiranja na profitabilnost potrebno je spoznati najbolju kombinaciju kratkoročnih izvora financiranja kojom će se uz najniže troškove financiranja ostvariti najviša profitabilnost.

Primjenom znanstvenih spoznaja i izborom prave strategije u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja, optimalnim odabirom kratkoročnih izvora financiranja, koji neće ugroziti solventnost i profitabilnost poduzeća, poduzeća

moгу osigurati kontinuirano i uspješno poslovanje, ubrzati rast i unaprijediti razvoj. Ostvarenjem pozitivnog financijskog rezultata i zadržavanjem dobitka u poduzeću, poduzeća mogu povećati vlastiti kapital i popraviti dugoročnu financijsku ravnotežu. Zadržani dobitak omogućuje nova investicijska ulaganja, privlačenje tuđeg kapitala i razvoj poduzeća. Financiranje dugotrajne imovine samo vlastitim kapitalom ograničava ekspanziju i razvoj i može biti uzrok zaostajanja poduzeća pa je razumno takvu imovinu financirati i tuđim raspoloživim kapitalom. Stvaranjem nove dodane vrijednosti, zadržavanjem dobitka u poduzeću i većom upotrebom financijske poluge ostvaruje se ubrzani rast i unapređuje razvitak poduzeća. Ubrzani se rast prepoznaje po promjenama potencijala i učinaka, odnosno povećanju obujma poslovanja i rastu ukupnog prihoda koji se kontinuirano ubrzava te u povećanju vlastitog kapitala, dok se unaprijeđeni razvitak očituje u poboljšanju načina korištenja potencijala, kao i u povećanju uspješnosti.

6. PRIJEDLOG MODELA OPTIMALNOG KRATKOROČNOG FINANCIRANJA PODUZEĆA

Model optimalnog kratkoročnog financiranja iskazuje se u formi matematičkog modela u kojem su definirani odnosi između različitih nezavisnih varijabli radi izračuna zavisne varijable – stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Odabir kratkoročnih izvora prema kriteriju najmanjeg kamatnog troška treba obavljati prema stvarnoj kamatnoj stopi nakon oporezivanja jer ona čini stvaran trošak financiranja. U nastavku će se iskazati i analizirati postupci izračuna stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka za sljedeće kratkoročne izvore financiranja: bankarske kredite uz dekurzivan i anticipativni obračun kamata, dekurzivan obračun kamata i kompenzirajuće stanje, anticipativni obračun kamata i kompenzirajuće stanje, kratkoročni osigurani kredit, kratkoročni kredit uz anuitetsku metodu i emisiju komercijalnih zapisa. Na temelju dobivenih rezultata istraživanja definirat će se nezavisne varijable koje determiniraju stvarnu kamatnu stopu nakon oporezivanja za navedene izvore, kao i odnosi između tih varijabli te će se iskazati nove jednadžbe za njen izračun.

Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka kod bankarskog kredita uz dekurzivan obračun kamata uključuje sljedeće korake: izračun nominalnog kamatnog troška financiranja kreditom, izračun stvarne kamatne stope prije oporezivanja, porezne uštede od kamatnog troška, postotka porezne uštede i stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja može se reducirati i iskazati sljedećom jednadžbom, u kojoj su definirani odnosi između nezavisnih varijabli radi izračuna zavisne varijable – stvarne kamatne stope nakon oporezivanja:

$$k'' = k \times (1 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

k – nominalna kamatna stopa (%)

p – stopa poreza na dobitak iskazana decimalnim brojem.

Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka kod kratkoročnog kredita uz anticipativan obračun kamate uključuje sljedeće korake: izračun nominalnog kamatnog troška, izračun stvarno upotrebijene svote kredita, izračun stvarne kamatne stope prije oporezivanja, porezne uštede od kamatnog troška, postotka porezne uštede i stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Nezavisne varijable koje imaju utjecaj na stvarnu kamatnu stopu nakon oporezivanja jesu nominalna kamatna stopa i stopa poreza na dobitak te se stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja može iskazati sljedećom jednadžbom:

$$k' = k / (100 - k) \times (100 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

k – nominalna kamatna stopa (%)

p – stopa poreza na dobitak (%).

Postupci za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka kod kredita uz dekurzivan i anticipativan obračun kamata i kompenzirajuće stanje uključuju sljedeće korake: izračun nominalnog kamatnog troška, izračun kompenzirajućeg stanja, izračun stvarno uporabljene svote kredita, izračun stvarne kamatne stope prije oporezivanja, porezne uštede od kamatnog troška, postotka porezne uštede i stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja kod kredita uz dekurzivan obračun kamata i kompenzirajuće stanje može se reducirati i iskazati sljedećom jednadžbom:

$$k'' = k / (100 - CB) \times (100 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

k – nominalna kamatna stopa (%)

CB – kompenzirajuće stanje (%) p – stopa poreza na dobitak (%).

Gornja jednadžba determinira odnos između stvarne kamatne stope nakon oporezivanja, kao zavisne varijable, te nominalne kamatne stope, kompenzirajućeg stanja i stope poreza na dobitak, kao nezavisnih varijabli.

Nezavisne varijable koje imaju utjecaj na stvarnu kamatnu stopu nakon oporezivanja kod kratkoročnog kredita uz anticipativan obračun kamata i kompenzirajuće stanje jesu nominalna kamatna stopa, kompenzirajuće stanje i stopa poreza na dobitak te se stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja može iskazati sljedećom jednadžbom:

$$k'' = k / (100 - k - CB) \times (100 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

k – nominalna kamatna stopa (%)

CB - kompenzirajuće stanje (%)

p – stopa poreza na dobitak (%).

Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka kod kratkoročnog osiguranog kredita uključuje sljedeće korake: izračun ukupne vrijednosti odobrenog kredita, izračun ukupnog kamatnog troška, stvarne kamatne stope prije oporezivanja, porezne uštede od kamatnog troška, postotka porezne uštede i stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Nezavisne varijable koje imaju utjecaj na stvarnu kamatnu stopu nakon oporezivanja dobitka kod kratkoročnih osiguranih kredita, odobrenih temeljem dva kolaterala, jesu glavnice odobrenih kredita, kamatne stope i stopa poreza na dobitak. Stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja, kao zavisna varijabla, može se iskazati sljedećom jednadžbom:

$$k'' = \frac{G(1) \times k(1) + G(2) \times k(2)}{G(1) + G(2)} \times (1 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

$G(1)$ i $G(2)$ – glavnice odobrenih kredita

$k(1)$ i $k(2)$ – nominalne kamatne stope kredita (%)

p – stopa poreza na dobitak koja se iskazuje decimalnim brojem.

Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka kod kratkoročnog kredita uz anuitetsku metodu uključuje sljedeće korake: izračun nominalnog kamatnog troška, izračun stvarno uporabljene svote kredita, izračun stvarne kamatne stope prije oporezivanja, porezne uštede od kamatnog troška, postotka porezne uštede i stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Nezavisne varijable koje imaju utjecaj na stvarnu kamatnu stopu nakon oporezivanja, kao zavisnu varijablu, jesu nominalna kamatna stopa i stopa poreza na dobitak, pa se stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja može iskazati sljedećom jednadžbom:

$$k'' = k \times 2 / (1 + 1/12) \times (1 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

k – nominalna kamatna stopa (%)

p – stopa poreza na dobitak iskazana decimalnim brojem.

Postupak za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja dobitka kod emisije komercijalnih zapisa uključuje sljedeće korake: izračun nominalnog kamatnog troška, izračun ukupnog troška financiranja, izračun stvarne kamatne stope prije oporezivanja, porezne uštede od kamatnog troška, postotka porezne uštede i stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Stvarna je kamatna stopa nakon oporezivanja funkcija nominalne kamatne stope, troškova emisije, glavnice i stope poreza na dobitak, te se može iskazati sljedećom jednadžbom:

$$k'' = (k + 100 \times Te / G) \times (1 - p)$$

k'' – stvarna kamatna stopa nakon oporezivanja

k – nominalna kamatna stopa (%)

Te – troškovi emisije

G – glavnica kredita

p – stopa poreza na dobitak iskazana decimalnim brojem.

Na temelju dobivenih rezultata istraživanja izrađen je model optimalnog kratkoročnog financiranja poduzeća koji pretpostavlja odabir između svih dostupnih kratkoročnih izvora financiranja optimalnih kratkoročnih izvora financiranja i koji osigurava optimalne rezultate s aspekta troškova financiranja, solventnosti i profitabilnosti.

6.1. Model optimalnog kratkoročnog financiranja:

1. S aspekta troškova financiranja postignuto je optimalno kratkoročno financiranje, ako je odabir kratkoročnih izvora financiranja izvršen prema najmanjoj stvarnoj kamatnoj stopi nakon oporezivanja dobitka. Izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja (k'') vrši se pomoću sljedećih jednadžbi:

Kredit uz dekurzivni obračun kamata

$$k'' = k \times (1 - p) \quad (1)$$

Kredit uz anticipativni obračun kamata

$$k'' = k / (100 - k) \times (100 - p) \quad (2)$$

Kredit uz dekurzivni obračun kamata i kompenzirajuće stanje

$$k'' = k / (100 - CB) \times (100 - p) \quad (3)$$

Kredit uz anticipativni obračun amata i kompenzirajuće stanje

$$k'' = k / (100 - k - CB) \times (100 - p) \quad (4)$$

ratkoročni osigurani kredit

$$k'' = \frac{G(1) \times k(1) + G(2) \times k(2)}{G(1) + G(2)} \times (1 - p) \quad (5)$$

redit uz anuitetsku metodu

$$k'' = k \times 2 / (1 + 1/12) \times (1 - p) \quad (6)$$

misija komercijalnih zapisa

$$k'' = (k + 100 \times Te / G) \times (1 - p) \quad (7)$$

2. S aspekta solventnosti postignuta je optimalna solventnost ako postoji financijska ravnoteža između raspoloživih novčanih sredstava uvećanih za sigurnosnu pričuvu solventnosti i dospjelih obveza, što se iskazuje sljedećom relacijom:

$$\text{raspoloživa novčana sredstva} + \text{minimalna sigurnosna pričuva solventnosti} = \text{dospjele obveze plaćanja} \quad (8)$$

3. S aspekta profitabilnosti postignuto je optimalno kratkoročno financiranje ako su sva priskrbljena novčana sredstva uložena tako da ostvaruju maksimalnu moguću stopu profitabilnosti, što se može iskazati relacijom:

$$\text{Dobit} / \text{Ukupna imovina} \times 100 = \text{maksimalna stopa profitabilnosti} \quad (9)$$

Ovako odstupanje od gornje relacije znači odstupanje od optimuma profitabilnog financiranja i pokazuje ili neiskorištenost sredstava ili neprofitabilno ulaganje.

Model optimalnog kratkoročnog financiranja predviđa da poduzeće poslije uporabe odabranih kratkoročnih izvora financiranja ostvaruje veće povrate na ukupnu imovinu (ROA_1) od povrata koje je ostvarilo prije korištenja odabranih kratkoročnih izvora financiranja (ROA_0), što se iskazuje sljedećom relacijom:

$$ROA_1 > ROA_0 \quad (10)$$

ili

$$\text{Dobit (D1)} / \text{Ukupna imovina (A1)} > \text{Dobit (D0)} / \text{Ukupna imovina (A0)}$$

Model optimalnog kratkoročnog financiranja omogućuje postizanje optimalnog kratkoročnog financiranja, a ono se postiže ako su postignuti optimalni rezultati sa sva tri aspekta: ekonomičnosti, solventnosti i profitabilnosti. Nepostizanje optimuma u svezi s bilo kojim aspektom znači odstupanje od optimalne kombinacije kratkoročnog financiranja.

7. ZAKLJUČAK

Istraživanje je pokazalo da nedostatak spoznaja u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja, neodgovarajuća struktura kratkoročnog i dugoročnog financiranja, kao i neodgovarajući odabir kratkoročnih izvora financiranja izravno utječu i impliciraju negativne posljedice na solventnost i profitabilnost poduzeća te je potvrđena temeljna znanstvena hipoteza: primjenom znanstvenih spoznaja u upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja i optimalnim odabirom kratkoročnih izvora financiranja koji neće ugroziti solventnost i profitabilnost poduzeća, poduzeća mogu osigurati kontinuirano i uspješno poslovanje, ubrzati rast i unaprijediti razvoj. Hrvatska poduzeća moraju voditi novu i napredniju financijsku politiku koja će se temeljiti na znanstvenim spoznajama o upravljanju kratkoročnim izvorima financiranja te koja će stvarati pretpostavke za vođenje uspješne politike solventnosti i politike profitabilnosti poduzeća. Upravljanje kratkoročnim financiranjem mora se temeljiti na znanstvenim spoznajama te treba težiti određivanju optimalne veličine i strukture kratkoročnih izvora financiranja. Kratkoročno financiranje treba biti u funkciji osiguranja solventnosti i profitabilnosti.

Primjena znanstveno utemeljenog upravljanja kratkoročnim obvezama važna je pretpostavka efikasnog upravljanja kratkoročnim financiranjem koje neće ugroziti profitabilnost i solventnost poduzeća. Izrađeni model optimalnog kratkoročnog financiranja poduzeća olakšava razmatranje svih raspoloživih kratkoročnih izvora financiranja i odabir kratkoročnog izvora financiranja prema stvarnoj kamatnoj stopi nakon oporezivanja koja čini stvarni trošak financiranja. Korištenjem jednadžbi za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja njen se izračun bitno pojednostavljuje i ubrzava u odnosu na primjenu postupaka za izračun stvarne kamatne stope nakon oporezivanja. Model optimalnog kratkoročnog financiranja međusobno usklađuje i povezuje upravljanje kratkoročnim izvorima financiranja, solventnost i profitabilnost što se u praksi često zanemaruje, a od velike je važnosti zbog toga jer postoji velika ovisnost i uvjetovanost između kratkoročnog financiranja, solventnosti i profitabilnosti.

LITERATURA

Brigham, E. F. – Daves, P. R.: *Intermediate Financial Management*, eighth edition, Thomson South-Western, Ohio, 2004.

Kolb, R. W.: *Financial Management*, Scott, Foresman and Company, London, 1987.

Marković, I.: *Financiranje Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava*, RRiF, Zagreb, 2000.

Pinches, G.: *Financial Management*, Harper Collins College Publishers, New York, 1994.

Rao, Ramesh K.S.: Financial Management, third edition, South-Western College Publishing, Cincinnati, 1995.

Tintor, J.: Poslovna analiza, Masmedia, Zagreb, 2009.

Vidučić, Lj.: Financijski menadžment, četvrto izdanje, RRiF, Zagreb, 2004.

Žager, K. et al.: Analiza financijskih izvještaja, drugo izdanje, Masmedia, Zagreb, 2008.

Eleonora Kontuš, M. Sc.

The Town of Kastav, Kastav
Budget and Finance Department Manager
E-mail: eleonora.kontus@ri.t-com.hr

**SHORT-TERM FINANCING AND ITS IMPLICATIONS ON
SOLVENCY AND PROFITABILITY OF COMPANY*****Abstract***

The purpose and aims of this paper are to explore short-term financing of companies, its impact on profitability and solvency, then to determine which sources of short-term financing to employ, based on the lowest cost criteria, and lastly, to prove the importance of scientifically-based management of short-term financing. The company should bear in mind the cost of available sources expressed as a comparable Effective Interest Rate After Tax (EIRAT) and decide on the optimal composition of the company's short-term sources from a cost-effective point of view with regard to EIRAT. To determine what sources of short-term financing to employ, a firm should take into consideration the cost of the sources, the impact of short-term sources on solvency and profitability and decide on the optimal composition of the firm's short-term liabilities from an economic, solvency and profitability aspect. On the basis of research results, a model of optimal short-term financing has been developed whereby a company can select the optimal composition of short-term sources from a cost-financing, solvency and profitability standpoint.

Key words: short-term financing, profitability, solvency, effective interest rate after tax, model of optimal short-term financing

JEL classification: G10, G32

