

Dr. sc. Sonja Brlečić Valčić

Računovodstveni ekspert u Odjelu financija
Saipem S.p.A., Podružnica u Republici Hrvatskoj
E-mail: sonja.brlecic@gmail.com

POSLOVNI MODELI U *GOING CONCERN* KONCEPTU TEMELJENI NA MEĐUOVISNOSTI KATEGORIJA STVARANJA, OČUVANJA I ZADRŽAVANJA VRIJEDNOSTI

UDK / UDC: 658.011.2

JEL klasifikacija / JEL classification: G32, L21

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 30. ožujka 2015. / March 30, 2015

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 1. lipnja 2015. / June 1, 2015

Sažetak

Suvremeni ekonomski koncepti usredotočeni su na održive modele poslovanja. Stoga bi u kontekstu going concern koncepta osnovni organizacijski ciljevi trebali biti usmjereni ka ključnim procesima i resursima koji pridonose stvaranju, očuvanju i zadržavanju vrijednosti. To se odnosi na identifikaciju i analizu međuovisnosti vrijednosnih kategorija, te usmjeravanje poslovnih strategija na pravilno upravljanje vrijednosnim lancem. U tom procesu vrlo su važni međusobni odnosi i povjerenje svih sudionika stvaranja vrijednosti, kako bi se mogli stvarati zadovoljavajući pozitivni novčani tokovi temeljem poslovne izvrsnosti, kapitalne strukture i konkurentnosti poduzeća. Takvo poslovanje ujedno služi i promicanju gospodarskih i društvenih vrijednosti u zajednicama u kojima poduzeće posluje pa je dio modernih shared value koncepata. Održive prednosti stvaraju se optimalnom kombinacijom stvaranja i zadržavanja vrijednosti. Zbog toga se u radu predlaže konceptualni model stvaranja i zadržavanja vrijednosti u svrhu razvoja učinkovitih poslovnih rješenja za održivo i dugotrajno poslovanje.

Ključne riječi: poslovni modeli, stvaranje vrijednosti, zadržavanje vrijednosti, očuvanje vrijednosti, održivost poslovanja

1. UVOD

Iako se poslovni modeli u ekonomskoj teoriji i praksi proučavaju već dugi niz godina, novija istraživanja (Shafer i sur., 2005.) pokazuju da se njihova učinkovitost u kontekstu održivog poslovanja treba promatrati upravo s aspekta stvaranja, očuvanja i zadržavanja vrijednosti. Zbog toga bi spomenute vrijednosne kategorije trebale biti osnova logike strateških ciljeva i odluka menadžmenta u *going concern* konceptu.

Going concern koncept nastao je iz temeljnih računovodstvenih pretpostavki, a predstavlja vremenski neograničen nastavak poslovanja bez prekida. Uz neograničenost, ovaj koncept predstavlja, u poslovnom smislu, stabilnu i relativno lako predvidljivu budućnost. To se prije svega odnosi na rano otkrivanje čimbenika koji mogu uzrokovati bankrot i prekid poslovanja. Modeli za predviđanje poslovnih neuspjeha i bankrota kroz financijske omjere proučavaju se od šezdesetih godina prošlog stoljeća, a kao najistaknutije začetnike ovakvih modela valja istaknuti autore poput Beavera (1966.), Altmana (1968.) te Altmana i sur. (1974., 1977.). Otada do danas razvijeni su mnogi modeli u tu svrhu, a posebna pozornost u ispitivanju neograničenosti poslovanja posvećuje se s revizijskog aspekta (Citron i Taffler, 1992.; Ruiz-Barbadillo i sur. 2004.; Carson i sur., 2013.), ispitivanja postojanosti zarada (Subramanyam i Wild, 1996.) i vrednovanja poduzeća (Pratt i Niculita, 2008.; Damodaran, 2006.; Helfert, 2005.).

Poduzeće koje stvara vrijednost može se definirati kao ono u kojemu menadžment uspijeva integrirati interese i postupke svih koji su zainteresirani za poslovne procese tog poduzeća. To su prvenstveno vlasnici, menadžeri i zaposlenici, kao unutarnji stvaratelji poslovnih procesa, a osim njih kao vanjski sudionici mogu se izdvojiti kupci, dobavljači, kreditori, ali i cjelokupna zajednica u kojoj poduzeće posluje. Cilj je optimizacije u postupku stvaranja vrijednosti omogućiti usklađenost između operativnih, investicijskih i financijskih aktivnosti. Takav sustav trebao bi rezultirati pozitivnim održivim novčanim tokovima u smislu očekivanih budućih obrazaca novčanih tokova, koji premašuju troškove kapitala. Strategijama i politikama poslovanja koje su usklađene sa svrhom poslovanja i kapacitetima poduzeća u konkurentskoj okolini osiguravaju se sigurni povrati dioničarima, nagrade za menadžere i zaposlenike, ali i kvaliteta i izvrsnost u odnosima s kupcima, dobavljačima i kreditorima.

Bit je strategija u postupku stvaranja vrijednosti uskladiti niz aktivnosti od nabavke sirovine do zadovoljenja krajnjeg potrošača koje će omogućiti stvaranje novog proizvoda ili usluge u budućnosti, dok se zadržavanje vrijednosti postiže zadržavanjem dijela korisnosti stečenih u proizvodnom procesu u svrhu daljnjeg razvoja i rada (Chesbrough, 2007.).

Održive prednosti stvaraju se optimalnom kombinacijom stvaranja i zadržavanja vrijednosti. Zato su analiza i razvoj učinkovite međuovisnosti kategorija stvaranja, zadržavanja i očuvanja vrijednosti, kao i kategorija održivih prednosti vrlo važne pretpostavke u vrijednosnom lancu (Pitelis, 2009.). Održiva

ekonomska prednost poduzeća nužan je uvjet za stvaranje društvene vrijednosti. Ekonomska održivost međuvremenska je i međunarodna kategorija. U tom kontekstu, za održivo stvaranje vrijednosti, nužno je korporativno upravljanje prilagoditi ciljevima stvaranja zajedničke društvene vrijednosti.

U radu se zato definiraju poslovni modeli temeljeni na stvaranju i očuvanju vrijednosti, kao i same spomenute vrijednosne kategorije. Konceptualnim modelom povezuju se vrijednosne kategorije u kontekstu održivog poslovanja te se predlažu mjere za ispitivanje elemenata koji sudjeluju u stvaranju vrijednosti u svrhu učinkovitosti definiranih poslovnih modela.

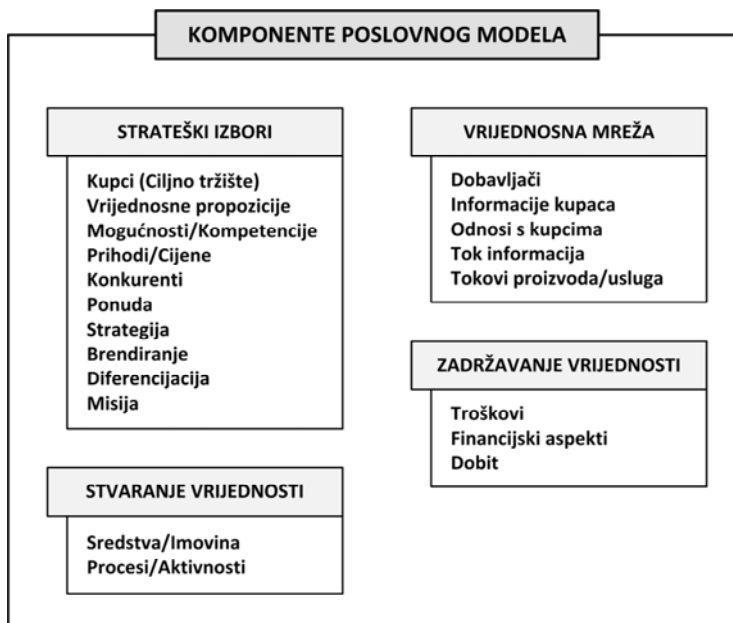
2. ULOGA POSLOVNIH MODELA U *GOING CONCERN* KONCEPTU POSLOVANJA PODUZEĆA

Koncepti i definicije uloge poslovnih modela u ekonomskoj su se teoriji mijenjali tokom godina. Coombes i Nicholson (2013.), napravili su pregled definicija i koncepta u novijim ekonomskim istraživanjima. Amit i Zott (2001.) definiraju ih kao modele koji oslikavaju sadržaj, strukturu i upravljanje poslovnim transakcijama. Prema spomenutim autorima poslovni modeli dizajnirani su u svrhu stvaranja vrijednosti kroz iskorištavanje poslovnih prilika. Kao skup aktivnosti i načine izvođenja tih aktivnosti u svrhu ponude korisničkih prednosti potrošačima, ali i zarade, poslovne modele definira Afuah (2001.). Prema njemu, osnovni je cilj postavljanja i upravljanja poslovnim modelima okvir za stvaranje novca. Uloga poslovnih modela u postavljanju strategija ka stvaranju i očuvanju vrijednosti poduzeća, te važnost čimbenika unutar vrijednosne mreže u tom procesu, definirana je tek 2005. godine od Shafer i sur. (2005.). Otada se kategorije stvaranja i očuvanja vrijednosti prepoznaju kao ključne u definiranju strategija poslovanja i poslovnih modela.

Kroz kreiranje unutarnjih poslovnih procesa (Chesbrough, 2007.) do povezivanja istih s vanjskim sudionicima u vrijednosnom lancu (Zott i sur., 2011.) definiraju se razni čimbenici vrijednosnog procesa u poslovnim modelima, poput određivanja vrijednosnog procesa kroz doživljaje kupaca, profitne formule te ključne resurse i procese. Pravilno postavljeni poslovni modeli u modernim ekonomskim konceptima definiraju poslovne procese okrenute stvaranju vrijednosti. Takvi procesi proizvedenim proizvodom ili pruženom uslugom za svrhu imaju zadovoljavanje očekivanja kupaca. Uz pravilno postavljene strukture troškova i rizika, koje omogućuju zadovoljavajuće zadržavanje dijela stvorene vrijednosti, u novom se poslovnom ciklusu omogućuje stvaranje novih proizvoda ili usluga uz zadovoljavajuće poslovne rezultate (Teece, 2010.).

Kako bi poduzeće moglo poslovati u kontekstu održivosti i nastavka poslovanja, pravilno se postavljenim strategijama kroz vrijednosnu mrežu trebaju stvarati zadovoljavajući novčani tokovi, odnosno vrijednost, a zadržavanje dijela

te stvorene vrijednosti usmjeravati k poboljšanju novih poslovnih procesa. To naravno ovisi o mnoštvu čimbenika, poput godina poslovanja poduzeća, industrije unutar koje poduzeće posluje, koncentracije industrije, tipu potrošača, ali i ostalih unutarnjih i vanjskih čimbenika koji utječu na poslovanje poduzeća. Uz pomoć poslovnih modela uprava i menadžment analizira i predstavlja strateške izbore (Shafer i sur., 2005.). Iz svega spomenutog slijedi da je poslovni model snažan strateški alat u postizanju ciljeva održivog poslovanja. Na slici 1. prikazane su osnovne komponente poslovnih modela.



Slika 1. Osnovne komponente poslovnih modela

Izvor: (Shafer i sur., 2005.)

Veća stvorena vrijednost poduzeća donosi veće vrijednosti za državu i društvo, pa stoga i država u *shared value* konceptu mora biti okrenuta stvaranju pretpostavki kojima će poduzeće lakše stvarati vrijednost. To se poglavito odnosi na interakciju državnih institucija i poduzeća u ostvarivanju radnji kojima se poduzimaju mjere za poboljšanje poslovne učinkovitosti.

3. MEĐUOVISNOSTI KATEGORIJA STVARANJA, OČUVANJA I ZADRŽAVANJA VRIJEDNOSTI

Stvaranje vrijednosti prvenstveno se može promatrati kao komparacija troškova i korisnosti koje proizlaze iz poduzimanja neke radnje. Vrijednost je stvorena kada postignute korisnosti premašuju troškove nastale u postizanju tih korisnosti, ali jednako tako i u sprječavanju situacija u kojima bi troškovi mogli biti veći od korisnosti. Odražava se u poslovnim procesima stvaranja pozitivnih novčanih tokova, koji nadilaze troškove kapitala uložene u proces, na način da se upravljanjem postupcima i sudionicima koji čine vrijednosni lanac zadovolje očekivanja svih zainteresiranih strana.

Vrijednosni lanac čine menadžment, zaposlenici, kupci, dobavljači, poslovni partneri, ali i društvo u cjelini. Stvaranje vrijednosti u poduzeću se postiže poslovnim procesima koji se odnose na kvantitetu, kvalitetu i operativne metode poslovanja. U tim procesima ključni su međusobni odnosi između sudionika procesa, a kao najvažniji mogu se izdvojiti odnosi poduzeća i zaposlenika, poduzeća i potrošača te poduzeća i društva kao cjeline. Primjerice, kolaborativni odnos poduzeća s kupcima i dobavljačima može dovesti do stvaranja vrijednosti i vrhunskih poslovnih performansi svih sudionika u poslovnom procesu. Povećanje ukupne relacijske vrijednosti stvorene u takvoj vezi, rezultira većim udjelom zadržavanja vrijednosti za sve sudionike (Miguel i sur., 2014.). Posebnost ovakvih veza poglavito se očituje u zajedničkom pristupu resursima, jer se stvaranje vrijednosti događa kroz integraciju resursa i na taj način utječe na prirodu sustava. Složenost spomenutog procesa utječe i pod utjecajem je društvene i ekonomske razmjene (Corsaro, 2014.).

Stvaranje vrijednosti može se promatrati i kao sposobnost poduzeća da razumije i prosljedi potrebe potrošača u superiorna rješenja. Dobavljači, s tog aspekta mogu sudjelovati u stvaranju vrijednosti kao vrijednosni moderator, savjetnik, organizator i pojačivač, dok su kupci u tom procesu dijagnostičari nedostataka i dizajneri novih rješenja proizvoda ili usluga, pa ih se može promatrati kao bitne sudionike procesa proizvodnje i implementacije inovacija i novih rješenja (Aarikka-Stenroos i Jaakkola, 2012.).

S druge strane, odnos prema zaposlenicima uzrokuje stvaranje vrijednosti kroz njihovu poslovnu učinkovitost. Raspodjelom dijela zadržane vrijednosti na stvaranje boljih radnih uvjeta i novog intelektualnog kapitala, kao i daljnjih usavršavanja, osigurava se stvaranje vrijednosti u budućnosti.

Vrijednost menadžmenta vrijednost je orijentirana praćenju postavljenih poslovnih strategija, ostvarenju postavljenih ciljeva, upravljanju poslovnim procesima, resursima i zaposlenicima, kao i na odgovornost za spomenute radnje.

Stvaranje se vrijednosti, dakle, ne odnosi isključivo na stvaranje profita za poduzeće, već ono nadilazi tu formu i okrenuto je stvaranju uvjeta za održivo poslovanje u *going concern* konceptu. Isto tako, bit kategorije stvaranja vrijednosti nisu samo imovina i kapital već i pozitivni, i održivom poslovanju

okrenuti, poslovni procesi, kao i vrijednost svakog pojedinog čimbenika u tim procesima te njihove međusobne veze.

Kako bi poduzeće prepoznalo važnost implementiranja i konstantnog održavanja stvaranja vrijednosti potreban je pristup analize održivosti konkurentske prednosti koja naglašava čimbenike značajne za proces potražnje (Adner i Zemsky, 2006.). Njime se prvenstveno identificiraju pokretači potražnje, odnosno granična korisnost od poboljšanja poslovnih performansi, percepcija kvalitete sa strane potrošača i opseg potrošačke raznovrsnosti (Adner i Zemsky, 2006.). Konkurentska intenzivnost, broj rivala, barijere imitatorima, fragmentacija dobavljača, rivala i kupaca, signalizacija, tehnološki standardi, horizontalna (razlike u karakteristikama proizvoda) nasuprot vertikalnoj (razlike u kvaliteti i učinkovitosti) diferencijaciji su čimbenici koji tvore industrijske karakteristike u mehanizmima stvaranja vrijednosti.

Iako stvaranje vrijednosti ne mora biti povezano s kategorijom zadržavanja vrijednosti, jer se ono teoretski može postići i bez vrijednosnog zadržavanja, zadržavanje vrijednosti najučinkovitiji je način za stvaranje vrijednosti u novim poslovnim ciklusima.

Zadržavanje vrijednosti proces je odvajanja dijela stvorene vrijednosti, kako bi se ulaganjem u inovacije, novu tehnologiju i poboljšane poslovne procese vrijednost mogla ponovno stvoriti. Karakteristike koje pokreću odabir mehanizama za zadržavanje vrijednosti mogu se podijeliti na definiciju mehanizama, institucionalne okvire, industrijske karakteristike, karakteristike poduzeća i tehnološke karakteristike (James i sur., 2013.).

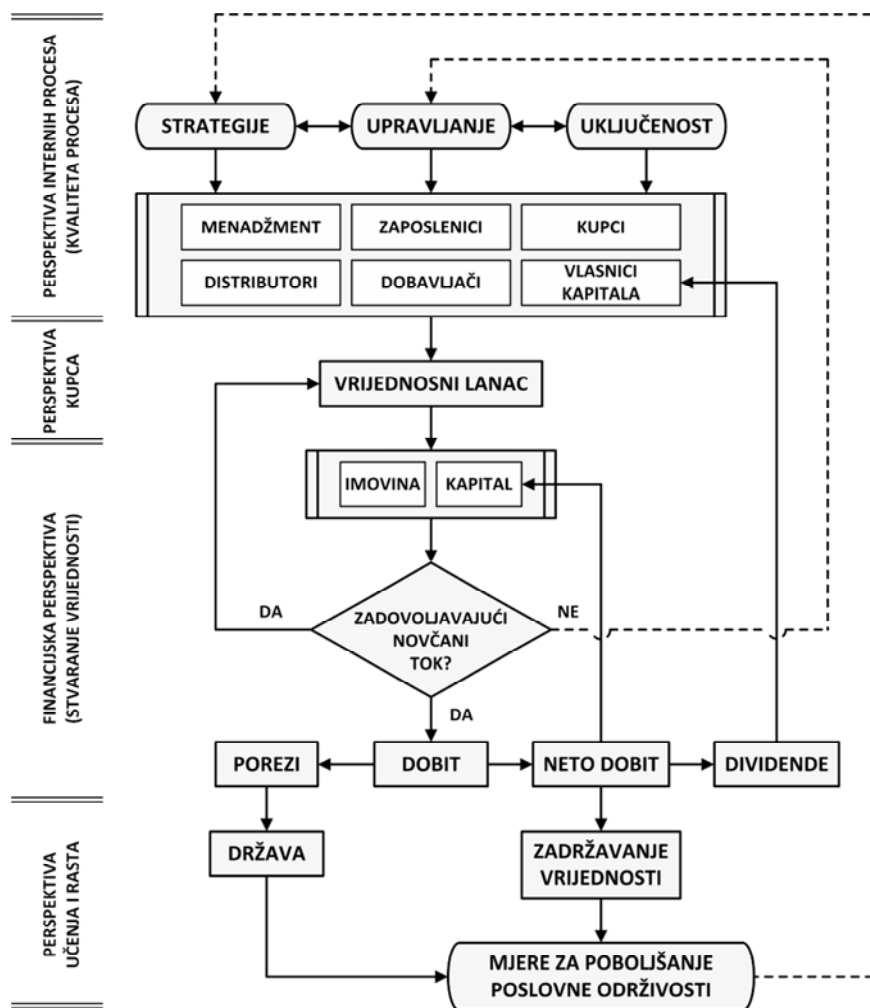
Karakteristike poduzeća u mehanizmima zadržavanja vrijednosti odnose se na razmjer i opseg istraživanja i razvoja, inovacijskih aktivnosti, mogućnosti upravljanja procesom patentiranja, ali i djelokruga odjela istraživanja i razvoja i tehnoloških specijalizacija u odnosu prema veličini poduzeća, apsorpcijske kapacitete, kao i mogućnosti stjecanja i korištenja informacija. U tehnološkom smislu, zadržavanje vrijednosti odnosi se na ulaganja u inovacijske procese i proizvodne inovacije, brze tehnološke promjene te kompleksnost generiranja intelektualnog vlasništva i korištenja procesa.

Postupci kojima država u okviru *shared value* koncepta može utjecati na stvaranje i očuvanje vrijednosti odnose se prvenstveno na zadovoljavajuća zakonska rješenja za patentiranje inovacija, donošenje dozvola kod potrebe novih ulaganja, ulaganje u sveučilišta kako bi ona mogla učinkovito pridonositi poslovnim zajednicama, formiranje učinkovitih tehnoloških parkova kako bi se omogućile inovacije otvorenog tipa, suradnju sveučilišta i poduzeća u pronalaženju i ispitivanju novih tehnologija i poslovnih procesa, kao i boljeg, po mjeri poduzeća, obrazovanja budućih kadrova, brzog doškolovanja kadrova, poreznih olakšica za ulaganje u stvaranje novih vrijednosti i sl.

4. KONCEPTUALNI MODEL STVARANJA I ZADRŽAVANJA VRIJEDNOSTI U SVRHU RAZVOJA UČINKOVITIH POSLOVNIH MODELA

Kako bi poslovni modeli bili usmjereni ka konstantnom stvaranju i očuvanju vrijednosti u kontekstu poslovne održivosti, potrebno je strategije postaviti na način da poslovni procesi pridonose ostvarivanju zadovoljavajućih novčanih tokova. Stoga se u radu predlaže konceptualni model stvaranja vrijednosti temeljen na vrijednosnom očuvanju u kontekstu poslovne održivosti. Struktura spomenutog modela prikazana je na slici 2.

Ključni elementi koji sudjeluju u stvaranju održivog poslovanja raspoređeni su kroz model u fazama stvaranja i zadržavanja vrijednosti. Ulaze modela čine strategije, upravljanje i uključenost elemenata stvaranja vrijednosti. Strategije trebaju biti postavljene u kontekstu usklađenosti između održivosti i osnovne poslovne politike upravljanja najvažnijim faktorima održivosti, mogućnostima i rizicima. Upravljanje, s druge strane predstavlja kvalitetu vrhunskog rukovođenja problemima održivosti. Uključenost elemenata stvaranja vrijednosti odnosi se na mjere shvaćanja i djelovanja problema sudionika procesa. Shvaćanjem i međusobnim interakcijama u spomenutim relacijama izravno se djeluje na najvažniji podsustav u stvaranju vrijednosti, a to je lanac vrijednosti. Poslovnim politikama upravlja se lancem vrijednosti, od dobavljača do distributera, uključujući životni ciklus proizvoda, kako bi sudionici poslovnog procesa učinkovitim načinom koristili imovinu i kapital s ciljem stvaranja zadovoljavajućih pozitivnih novčanih tokova.



Slika 2. Struktura konceptualnog modela stvaranja vrijednosti temeljenog na vrijednosnom očuvanju u kontekstu poslovne održivosti

Izvor: Izradila autorica

Koncept stvaranja vrijednosti u kontekstu održivog poslovanja iziskuje mjere za zadržavanje dijela preostale dobiti u fondove za postizanje postupaka za poboljšanje poslovne održivosti. Ovakva izdvajanja nužno su povezana sa strategijom poduzeća koja u novom poslovnom ciklusu ponovno pokreće sve procese stvaranja vrijednosti. Strategija se mora mijenjati onog trenutka kada se uoči da nisu postignuti zadovoljavajući pozitivni učinci na stvaranje novčanih tokova u sustavu stvaranja vrijednosti. Stoga je vrlo važno konstantno ispitivati

vrijednosne lance kako bi se utvrdio stupanj utjecaja svakog pojedinog elementa na stvaranje pozitivnih novčanih tokova, ali i njihovih veza u vrijednosnom lancu.

Model sustava stvaranja vrijednosti u kontekstu poslovne održivosti temeljem vrijednosnog očuvanja, konstantni je dinamički proces u životnom ciklusu poduzeća. To se očituje u neraskidivoj povezanosti svih elemenata sustava.

U svrhu boljeg praćenja procesa predloženih u modelu, potrebno je odrediti perspektive promatranja poslovnih procesa. Osnovna konstrukcija *Balanced Scorecard* modela može poslužiti u tu svrhu, pa se određuje (Belak, 2014.):

- financijska perspektiva,
- perspektiva kupca,
- perspektiva internog poslovnog procesa i
- perspektiva usavršavanja i rasta.

Kao što je prikazano na slici 2., financijska perspektiva služi mjerenju stvaranja vrijednosti. U slučaju stvaranja nezadovoljavajućih novčanih tokova, ali i u svrhu održavanja postojećih, tj. zadovoljavajućih, kroz perspektivu učenja, usavršavanja i rasta, ispituju se potrebna dodatna ulaganja u poslovne procese i nositelje poslovnih procesa. Perspektivom kupca utvrđuje se lojalnost brendu, dok se kroz perspektivu poslovnih procesa ispituje kvaliteta poslovanja.

Perspektiva kupca glavni je pokretač stvaranja i akumulacije vrijednosti. Financijska perspektiva i perspektiva internog poslovnog procesa spadaju u proces stvaranja vrijednosti, dok se sredstvima zadržanim od nastale vrijednosti utječe na učenje, usavršavanje i rast kako bi se vrijednost u novom poslovnom ciklusu mogla ponovno stvarati.

Financijska perspektiva trebala bi osigurati mjerila kojima će se utvrditi proces stvaranja zadovoljavajućih novčanih tokova. To se prvenstveno odnosi na analizu procesa i međuovisnosti elemenata u vrijednosnom lancu i novčanog toka. Ako se temeljem spomenute analize utvrdi da stvaranje novčanih tokova u kontekstu stvaranja vrijednosti nije zadovoljavajuće, potrebno je mijenjati strategije kako bi se poboljšali procesi koji utječu na stvaranje pozitivnih novčanih tokova. Perspektiva internih procesa mora težiti kontinuiranom stvaranju vrijednosti za kupce, kako bi se njihovim zadovoljstvom stvarali odnosi u kojima će se kupac vraćati i/ili promovirati proizvod ili uslugu drugim kupcima, i na taj način osiguravati stabilnost i održivost novčanih tokova. Strateške odluke o količini zadržane vrijednosti, koju je potrebno uložiti u poslovne procese, služe za definiranje unaprjeđenja poslovnih procesa, kako bi se vrijednost u novom poslovnom ciklusu stvarala na zadovoljavajući način.

Nakon utvrđivanja utjecaja svake od perspektiva na ukupne rezultate mjerenja potrebno je odrediti (Belak, 2014.):

- polazne točke u odnosu prema kojima se promatra ostvarenje,

- mjernu skalu za sve pokazatelje kako bi se izjednačile mjere koje prikazuju različite stupnjeve otklona, te
- utjecaj svakog pojedinog pokazatelja.

Za pravilan razvoj i oblikovanje modela stvaranja i očuvanja vrijednosti nužno je stoga odabrati i definirati glavne pokazatelje uz pomoć kojih se mjere performanse u sve četiri perspektive promatranja.

5. ISPITIVANJE PARAMETARA U SVRHU POBOLJŠANJA POSLOVNIH MODELA OKRE- NUTIH STVARANJU I OČUVANJU VRIJEDNOSTI PODUZEĆA

U središtu analize utjecaja pojedinih elemenata koji utječu na stvaranje i očuvanje vrijednosti poduzeća nalazi se ispitivanje novčanih tokova.

Stabilnost novčanih tokova prvenstveno ovisi o stabilnim uvjetima neograničenosti poslovanja poduzeća. U svrhu ispitivanja neograničenosti poslovanja koristi se raznim mjerama i načinima analize utjecaja pojedinih čimbenika na poslovanje, a uz standardne mjere ispitivanja likvidnosti, zaduženosti, ekonomičnosti i profitabilnosti, u novije vrijeme predlažu se novi koncepti ocjene istih i upotreba pokazatelja ocjene solventnosti i likvidnosti, pokazatelja kvalitete dobiti, te često korištenih Altmanovih Z-score modela, Kralicekovog DF pokazatelja i Edminsterovog Z pokazatelja (Zenzerović, 2007.). Uz ispitivanje financijskih parametara, a u svrhu identifikacije potencijalnih problema s vremenskom neograničenosti poslovanja mogu se rabiti i nefinancijski parametri poput (Zenzerović, 2007.):

- prodaja po zaposlenom,
- prodaja po isporuci,
- prodaja po klijentu,
- prodaja po liniji proizvoda ili pojedinom proizvodu,
- provizija po transakciji s klijentom,
- troškovi prodanih proizvoda po zaposlenom,
- dodana vrijednost po zaposlenom,
- novčani tok iz poslovnih aktivnosti po zaposlenom i slično.

Slobodni novčani tok poduzeća (engl. *Free Cash Flow to Firm*, FCFF) mjera je novčanog toka koji ostaje slobodan nakon zadovoljenja svih nositelja potraživanja prema poduzeću, vjerovnika i kapitalnih investitora, oporezivanja i zadovoljenih potreba za reinvestiranjem u poduzeće. Pozitivan FCFF upućuje na to da je poduzeće sposobno platiti sve zahtijevane obveze s osnove dugovanja i kapitala (dividende), dok negativan implicira na deficit u slobodnom novcu koji će se morati rješavati dodatnim zaduživanjem ili izdavanjem novih dionica

(Brlečić Valčić, 2014.). Slobodni novčani tok poduzeća u svrhu vrednovanja može se zapisati kao (Damodaran, 2006.):

$$\text{FCFF} = \text{EBIT} \cdot [1 - (\text{porezna stopa})] - [(\text{kapitalni izdaci}) - (\text{deprecijacija})] - (\text{promjena u nenovčanom radnom kapitalu}).$$

Rezultati istraživanja (Brlečić Valčić, 2014.) jasno pokazuju značajnu povezanost slobodnog novčanog toka (FCFF) u odnosu prema radnom kapitalu, promjenama u nenovčanom radnom kapitalu, povratu na vlastiti kapital (ROE), poslovnoj izvrsnosti (BEX), indeksu stvaranja vrijednosti (ex_2), likvidnosti (ex_3), povratu na imovinu (ROA) te koeficijentu obrtaja kapitala. Budući da je najizraženija povezanost uočena s radnim kapitalom i promjenama u nenovčanom radnom kapitalu, upravo su to kategorije kojima u analizama treba dati najveću pozornost.

Naime, radni kapital je mjera koja označava razliku između tekuće aktive i tekućih obveza, a u slučaju poremećaja može značajno utjecati na novčani tok poduzeća. Uz veliki utjecaj cjenovnih trendova, jedan od najutjecajnijih čimbenika na radni kapital svakako je razvoj i ekspanzija kapitalnih ulaganja. Koriste se različite varijante upravljanja radnim kapitalom, a nadovezuju se na oblike poslovno-operativnih modela, odnosa s kupcima, stupnja vertikalne integracije, prirode ugovora nabave i proizvodnje te distribucijske infrastrukture. Na radni kapital uvelike utječu i kompleksnosti same industrije koje se mogu izraziti kroz (Brlečić Valčić, 2014.):

- zagađivanje investicijskih ciklusa u razdobljima varijabilnosti cijena,
- rješavanje problema viših operativnih troškova i troškova razvoja, kao i rizika,
- poslovanje u doba povećanja sve strožih regulatornih propisa, te
- procjenu utjecaja i mogućnosti.

Poboljšanja se u upravljanju radnim kapitalom mogu postići kvalitetnijim upravljanjem u područjima zaliha, procjene potražnje, planiranja lanca nabave, naplate potraživanja, postizanja dobrih komercijalnih uvjeta, te kvalitetnim ugovorima s dobavljačima, prvenstveno u smislu odluka o izvođenju pojedinih segmenata poslovanja od strane vanjskih suradnika. Značajne promjene u radnom kapitalu analiziraju se novčano-konverzijskim ciklusima (engl. *Cash Conversation Cycle*, CCC; *Cash-to-Cash*, C2C) koji predstavljaju razdoblja neplaćenih zaliha uvećane za razdoblja neplaćenih potraživanja i umanjene za neplaćene obveze. Kontrolna mjera radnog kapitala određuje se na način da on mora biti jednak polovini tekuće imovine (Belak, 2014.), odnosno u omjeru 2:1, prvenstveno iz iskustvenih razloga u kojima je primijećeno da je ciklus povrata novca približno dvostruko dulji od prosječnog operativnog ciklusa.

Promjene u bezgotovinskom radnom kapitalu iz godine u godinu imaju tendenciju volatilnosti. Stoga je pri procjeni budućih potreba radnog kapitala u svrhu stabilnih novčanih tokova potrebno promatrati i omjer bezgotovinskog radnog kapitala i prihoda.

Usporedba u svrhu praćenja učinkovitosti pojedinih poslovnih aktivnosti, može se vršiti na način da se ukupna negotovinska tekuća imovina (potraživanja od kupaca, zalihe i unaprijed plaćeni troškovi) dovede u odnos s prihodima razdoblja koje se promatra, a na isti način može se promatrati i usporedba svake pojedine stavke tekuće imovine i prihoda. Izračunom industrijskog prosjeka na ovaj način može se dobiti jasna slika o kvaliteti pojedinih poslovnih procesa, u usporedbi s ostalim poduzećima iz poslovnog okruženja. Na isti način u odnos s prodajom mogu se dovesti i ukupne tekuće obveze ili pojedinačno po stavkama.

Najčešće korišteni omjer za prikaz povrata ulaganja vlasnika definiran kao odnos neto dobiti i kapitala je povrat na vlastiti kapital (engl. *Return on Equity*, ROE) (Pratt i Niculita, 2008.):

$$\text{ROE} = (\text{dobit nakon poreza}) / (\text{vlastiti kapital}).$$

Prosječne vrijednosti ovog pokazatelja za velika poduzeća kojima se javno trguje na burzama su između 11 i 13 % (Palepu i Healy, 2008.). S druge strane, povrat na imovinu (Palepu i Healy, 2008.), definiran prema

$$\text{ROA} = (\text{dobit nakon oporezivanja}) / (\text{ukupna imovina}),$$

pokazuje učinkovitost menadžmenta u raspolaganju i korištenju imovinom. Zadovoljavajućim se vrijednostima ovog pokazatelja smatraju sve vrijednosti iznad 5 % (Helfert, 2005.).

Koeficijent obrtaja kapitala pripada u analizu aktivnosti te se njime uglavnom mjeri učinkovitost korištenja imovinom (Pratt i Niculita, 2008.), tj. efikasnost s kojom menadžment raspolaže imovinom u obavljanju poslovanja. U tom smislu, uobičajeno se koristi nekoliko omjera u svrhu prosudbe iskoristivosti resursa (Helfert, 2005.), u obliku obrtaja izraženih u raznim formama, koje u konačnici izražavaju relativnu količinu kapitala korištenog u određenom obujmu obavljenog posla. Definira se kako slijedi:

$$\text{Koeficijent obrtaja kapitala} = (\text{ukupni prihod}) / (\text{kapital}).$$

Indeks poslovne izvrsnosti (BEX) definira se preko četiri pokazatelja s određenim ponderima utjecaja prema sljedećem izrazu (Belak, 2014):

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

pri čemu ex_1 predstavlja mjeru profitabilnosti, ex_2 mjeru stvaranja vrijednosti, ex_3 mjeru likvidnosti, a ex_4 mjeru financijske snage. Navedeni pokazatelji se definiraju prema:

$$ex_1 = \text{EBIT} / (\text{ukupna aktiva}),$$

$$ex_2 = (\text{dobit nakon oporezivanja}) / [(\text{vlastiti kapital}) \cdot (\text{cijena})],$$

$$ex_3 = (\text{radni kapital}) / (\text{ukupna aktiva}),$$

$$ex_4 = 5 \cdot (\text{dobit} + \text{amortizacija} + \text{deprecijacija}) / (\text{ukupne obveze}).$$

Grafična vrijednost poslovne profitabilnosti ex_1 iznosi 6,675 % EBIT-a nad ukupnom aktivom.

Mjerenje stvaranja vrijednosti temelji se na ekonomskom profitu, tj. profitu koji nadmašuje troškove kapitala, pri čemu se pod cijenom vlastitog kapitala podrazumijeva umnožak vlastitog kapitala i cijene koju bi vlasnici mogli ostvariti iz alternativnih, relativno bezrizičnih ulaganja. Ako je ex_2 veći od jedan, poduzeće stvara vrijednost, a ako je manji, poduzeće "jede" svoju supstancu.

Kod pokazatelja likvidnosti ex_3 grafična vrijednost iznosi 25 % radnog kapitala u odnosu prema aktivu.

Pokazatelj ex_4 temelji se na odnosu teorijski slobodnog novca iz svih aktivnosti, što je dobitak uvećan za amortizaciju, deprecijaciju i pokriva svih obveza tim novcem. Standardna mjera pokriva obveza slobodnim novcem iznosi 20 %. Postotak označava najkraće razdoblje od 5 godina u kojem promatrano poduzeće slobodnim novcem mora pokriti dospjele obveze. Ako poduzeće svoje obveze slobodnim novcem pokriva u vremenu kraćem od 5 godina, visina pokazatelja ex_4 progresivno raste.

Prema vrijednosti BEX indeksa, poduzeća se dijele na:

- dobra poduzeća kod kojih je BEX indeks veći od 1,
- poduzeća kod kojih su potrebna unaprjeđenja u poslovanju, pri čemu je BEX indeks između 0 i 1, i
- poduzeća kojima je ugrožena egzistencija, a na što upućuju vrijednosti BEX indeksa manje od 0.

Iz spomenutog se može zaključiti da viši indikator poslovne izvrsnosti upućuje na kvalitetnije poslovne procese u okviru poslovnih modela okrenutih stvaranju vrijednosti, dok niži pokazuje potrebu većeg ulaganja u poslovne procese kroz perspektivu učenja i rasta. Stoga je BEX indeks pogodna mjera u ispitivanju količine potrebnih ulaganja u poslovne procese i količine zadržavanja vrijednosti kako bi se nova vrijednost mogla kvalitetno stvarati u novim poslovnim procesima.

Mjerenjem svakog spomenutog pokazatelja kontroliraju se poslovni procesi te učinkovitost strategije u postizanju održivog poslovanja. Usporedbom spomenutih pokazatelja s pokazateljima sličnih poduzeća iz industrijskog okruženja mogu se odrediti jasni kriteriji u poboljšanju poslovnih procesa. Za indikatore stvaranja i očuvanja vrijednosti određuju se kontrolne i korektivne mjere s obzirom na referentne vrijednosti kao što je to navedeno u tablici 1. Na taj način moguće je pratiti ciljna postignuća i poticajne aktivnosti.

Stoga se u promatranju stvaranja učinkovitih poslovnih modela s osnove stvaranja i očuvanja vrijednosti poduzeća kroz financijsku perspektivu predlaže analiza upravo spomenutih parametara.

Tablica 1.

Kontrolne i korektivne mjere s obzirom na indikatore stvaranja vrijednosti

Indikator stvaranja vrijednosti	Referentna vrijednost	Kontrolna/korektivna mjera
FCFF	> 0	Usporedba s poduzećima iz okruženja na način da se FCFF stavi u odnos s prihodima
	< 0	Hitne mjere za poboljšanje odnosa unutar lanca vrijednosti ispitivanjem poslovnih procesa
Radni kapital	> 0	Usporedba s poduzećima iz okruženja na način da se radni kapital stavi u odnos s prihodima
	< 0	Hitne mjere za poboljšanje odnosa unutar lanca vrijednosti ispitivanjem poslovnih procesa; ispitati nenovčani radni kapital koji oslikava politiku reinvestiranja
Promjene u nenovčanom radnom kapitalu	povećanje	Uzrokuje negativan novčani tok jer predstavlja investiranje; usporedba s drugim poduzećima iz iste industrijske grane
	smanjenje	Uzrokuje pozitivan novčani tok i oslanjanje na postojeće investicije; usporedba s drugim poduzećima iz iste industrijske grane
ROE	≥ 12 %	Usporedba s poduzećima iz okruženja
	< 12 %	Usporedba s troškovima kapitala kako bi se utvrdilo stvara li poduzeće vrijednost
ROA	≥ 5 %	Usporedba s poduzećima iz okruženja
	< 5 %	Hitne mjere za poboljšanje menadžmenta s osnovne učinkovitog korištenja imovine
BEX	> 4	Zadovoljavajuće investiranje u poslovne procese; usporedba sa sličnim poduzećima iz industrijskog okruženja
	2 - 4	Potrebno je dodatno investiranje u poslovne procese
	1 - 2	Potrebno je dodatno investiranje u poslovne procese poglavito s osnove perspektive učenja i rasta
	< 1	Potrebno je značajno investiranje u poslovne procese temeljeno na detaljnim analizama svih faza i čimbenika vrijednosnog lanca
ex ₂	≥ 1	Poduzeće stvara vrijednost; usporedba sa sličnim poduzećima iz industrijskog okruženja
	< 1	Poduzeće "jede" vlastitu supstancu; potrebne su analize lanca vrijednosti i značajna poboljšanja poslovnih procesa
ex ₃	≥ 25 %	Usporedba sa sličnim poduzećima iz industrijskog okruženja
	< 25 %	Potrebne su analize lanca vrijednosti i značajna poboljšanja poslovnih procesa

Izvor: Izradila autorica

6. ZAKLJUČAK

U radu su izložene važne karakteristike strukture poslovnih modela okrenutih održivosti poslovanja. Pravilno postavljeni poslovni modeli mogu predstavljati učinkoviti alat za menadžment, uz pomoć kojeg je moguće analizirati i donositi strateške odluke u svrhu stvaranja i očuvanja vrijednosti poduzeća u *going concern* konceptu. Da bi vrijednost mogla nastati i biti očuvana u kontekstu nastavka poslovanja, potrebno je prvenstveno pravilno odrediti poslovne strategije, ali i poslovne procese koji pridonose pravilnim međuosobnim značajnim čimbenika unutar vrijednosnog lanca. Zato je u radu predložen konceptualni model u tu svrhu. Stvaranje vrijednosti se u financijskoj perspektivi promatra kroz pozitivne novčane tokove koji nastaju poslovnim procesima i čimbenike koji utječu na stvaranje istih. Jedna od bitnih pretpostavki u stvaranju pozitivnih novčanih tokova je kvalitetno upravljanje radnim kapitalom. Osim toga, kroz zadržavanje vrijednosti u svrhu ponovnog ili većeg stvaranja vrijednosti, utječe se na poboljšanje poslovnih procesa u budućnosti.

Iz poveznica navedenih u radu, u svrhu pravilnog rasporeda stvaranja i očuvanja vrijednosti može se zaključiti i sljedeće:

- minimalna stopa povrata trebala bi odražavati rizike investiranja i pravilan omjer duga i kapitala u financiranju,
- povrat bi trebao odražavati opseg i vremensku domenu novčanih tokova, kao i sve popratne pojave,
- optimalna struktura vlastitih i tuđih sredstava u financiranju maksimizira vrijednost poduzeća,
- pravilna struktura dugova oslikava strukturu imovine,
- o tekućim i potencijalnim investicijskim prilikama ovisi koliko novčanih tokova poduzeće može povratiti.

Promatranjem novčanih tokova, kao i ostalih poslovnih rezultata kroz određeno višegodišnje razdoblje, a temeljem toga projekcijom budućih rezultata, donose se zaključci o korisnostima koje određeno poduzeće kroz svoje poslovanje donosi zainteresiranim stranama u vrijednosnom procesu, temeljem čega je moguće odrediti kvalitetu poslovanja. U radu je također istaknuta i potreba za identifikacijom međuovisnosti financijskih parametara i novčanih tokova u svrhu stvaranja i očuvanja vrijednosti.

U smjernicama za buduća istraživanja važno je istaknuti daljnje ispitivanje međuovisnosti poslovnih procesa u vrijednosnom lancu uz pomoć financijskih indikatora, dobivenih analizama poslovanja promatranoga poduzeća ili usporedbom s poduzećima iz istog ili sličnog industrijskog okruženja.

LITERATURA

Aarikka-Stenroos, L. and Jaakkola, E., 2012. "Value co-creation in knowledge intensive business services: A dyadic perspective on the joint problem solving process," *Industrial Marketing Management*, vol. 41, no. 1, pp. 15-26.

Adner, R. and Zemsky, P., 2006. "A demand-based perspective on sustainable competitive advantage," *Strategic Management Journal*, vol. 27, pp. 215-239.

Afuah, A. and Tucci, C.L., 2001. *Internet business models and strategies*. Boston: McGraw-Hill, Irwin.

Altman, E.I., 1968. "Financial Ratios, Discriminate Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy," *Journal of Finance*, vol. 23, no. 4, pp. 589-609.

Altman, E.I. and McGough, T., 1974. "Evaluation of a Company as a Going Concern," *Journal of Accountancy*, pp. 50-57.

Altman, E.I., Haldeman, R.G. and Narayanan, P., 1977. "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations," *Journal of Banking and Finance*, pp. 29-54.

Amit, R. and Zott, C., 2001. "Value creation in e-business," *Strategic Management Journal*, vol. 22, no. 6-7, pp. 493-520.

Beaver, W.H. 1966. "Financial Ratios as Predictors of Failure," *Journal of Accounting Research, Supplement, Empirical Research in Accounting: Selected Studies*, p. 71-111.

Belak, V., 2014. *Analiza poslovne uspješnosti*. RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, Zagreb.

Brlčić Valčić, S., 2014. *Suvremeni pristup vrednovanju poduzeća nafne i plinske industrije temeljen na računalnoj inteligenciji*. Doktorska disertacija, Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet, Rijeka.

Carson, E., Fargher, N.L., Geiger, M.A., Lennox, C.S., Raghunandan, K. and Willekens, M., 2013, "Audit Reporting for Going-Concern Uncertainty: A Research Synthesis," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, vol. 31, no. 1, pp. 315-384.

Chesbrough, H., 2007. "Business model innovation: it's not just about technology anymore," *Strategy & Leadership*, vol. 35, no. 6, pp. 12-17.

Citron D.B. and Taffler, R.J., 1992. "The Audit Report under Going Concern Uncertainties: An Empirical Analysis," *Accounting and Business Research*, vol. 22, no. 88, pp. 337-345.

Coombes, P.H. and Nicholson, J.D., 2013. "Business models and their relationship with marketing: A systematic literature review," *Industrial Marketing Management*, vol. 42, no 5, pp. 656-664.

Corsaro, D., 2014. "The emergent role of value representation in managing business relationships," *Industrial Marketing Management*, vol. 43, pp. 985-995.

Damodaran, A., 2006. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. 2nd Ed., John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Helfert, E.A., 2005. *Financial Analysis: Tools and Techniques*. McGraw-Hill, New York.

James, S.D., Leiblein, M.J. and Lu, S., 2013. "How Firms Capture Value From Their Innovations," *Journal of Management*, vol. 39, no. 5, pp. 1123-1155.

Miguel, P.L.S., Brito, L.A.L., Fernandes, A.R. and Tescari, F.V.C.S., 2014. "Relational value creation and appropriation in buyer-supplier relationships," *International Journal of Physical Distribution & Logistics Management*, vol. 44, no. 7, pp. 559-576.

Palepu, G.K. and Healy, M.P., 2008. *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements*. 4th ed., Thomson Learning, Inc.

Pitelis, C.N., 2009. "The co-evolution of organizational value capture, value creation and sustainable advantage," *Organization Studies*, vol. 10, no. 30, pp. 1-47.

Pratt, S.P. and Niculita, A.V., 2008. *Valuing a Business - The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*. McGraw-Hill, New York.

Ruiz-Barbadillo, E, Gómez-Aguilara, N., De Fuentes-Barberáb, C., García-Benau, M.A., 2007. "Audit quality and the going-concern decision-making process: Spanish evidence," *European Accounting Review*, vol.13, no. 4, pp. 379-620.

Shafer, S.M., Smith, H.J. and Linder, J.C., 2005. "The power of business models," *Business Horizons*, vol. 48, no 3, pp. 199-207.

Subramanyam, K.R. and Wild, J.J., 1996. "Going-Concern Status, Earnings Persistence, and Informativeness of Earnings," *Contemporary Accounting Research*, vol. 13, no. 1, pp. 251-273.

Teece, D.J., 2010. "Business Models, Business Strategy and Innovation," *Long Range Planning*, vol. 43, p. 172-194.

Zenzerović, R., 2007. "Analitički postupci – instrument revizora u ocjeni vremenske neograničenosti poslovanja", *Ekonomska istraživanja*, vol. 22, no. 2, pp. 62-75.

Zott, C., Amit, R. and Massa, L., 2011. "The Business Model: Recent Developments and Future Research," *Journal of Management*, vol. 37, no. 4, pp. 1019-1042.

Sonja Brlečić Valčić, Ph. D.

Accounting expert at Saipem S.p.A., Croatian Branch, Rijeka
E-mail: sonja.brlecic@gmail.com

**BUSINESS MODELS IN THE GOING CONCERN
CONCEPT BASED ON THE RELATIONSHIP OF
VALUE CREATION, VALUE CAPTURE AND VALUE
RETENTION CATEGORIES*****Abstract***

The modern economic concepts are focused on sustainable business models. Therefore, in the context of the going concern concept, basic organizational goals should be directed to the key processes and resources that contribute to the creation, capture and retention of the value. This is primarily related to the identification and analysis of relationship of value categories, and directing business strategies to the properly managed value chain. In this process, interrelationships and confidence of all parties in value creation are very important in order to create sufficient positive cash flows, primarily on the basis of business excellence, capital structure and competitiveness of enterprises. Such operations also serve the promotion of economic and social value in the communities where the company operates and are a part of modern shared value concepts. Sustainable benefits create optimal combination of creation and retention of the value. In this paper a conceptual model for the creation and capture of value has been proposed in order to develop effective business solutions for sustainable and long-term operations.

Key words: business models, value creation, value capture, value retention, business sustainability

JEL classification: G32, L21