

**Mr. sc. Dara Ljubić**

Ekonomski fakultet Mostar

Poslovna škola

## **NOVI POKAZATELJI U OCJENI BONITETA PODUZEĆA**

UDK/UDC: 336.64

JEL klasifikacija/JEL classification: M49

Stručni rad/Professional paper

Primljeno/Received: 05. travnja 2004./April 05, 2004

Prihvaćeno za tisak/Accepted for publishing: 02. lipnja 2004./June 02, 2004

### ***Sažetak***

*U dosadašnjoj su financijskoj analizi za ocjenu boniteta poduzeća uglavnom korišteni podaci o profitabilnosti, obrtu aktive, likvidnosti i solventnosti, investicijskom potencijalu ili efikasnosti investiranja dioničara, neto sadašnjoj vrijednosti i novčanim tokovima. U novije se vrijeme uz analizu tih pokazatelja rabe i drugi pokazatelji kao što su dodana vrijednost, ekonomska dodana vrijednost, tržišna vrijednost i vrijednost intelektualnog kapitala. Svi se oni u radu analiziraju. Posebno se istražuju prednosti novih u odnosu na klasične pokazatelje za ocjenu boniteta poduzeća.*

***Ključne riječi: dodana vrijednost, ekonomska dodana vrijednost, tržišna vrijednost, vrijednost intelektualnog kapitala***

## **1. UVOD**

Poslovanje je poduzeća u raznim oblicima organiziranja vrlo staro i oduvijek je postojala potreba za sagledavanjem njegovog financijskog stanja. Posebno je ta potreba došla do izražaja u vremenu u kojem su tržišno gospodarstvo i vladavina tržišnih zakonitosti postali dominantni za mjerenje rezultata poslovanja i glavni kriterij u ocjeni uspješnosti poslovanja poduzeća u svjetskim tj. globalnim razmjerima.

U tržišnim je uvjetima poslovanje vrlo rizično pa je potreban i oprez pri donošenju poslovnih odluka kako bi se rizici (ako se već ne mogu izbjeći) sveli na najmanju moguću (prihvatljivu) mjeru. Za rješavanje takvih i sličnih problema potrebni su različite informacije i podaci o vlastitom poduzeću (da se ocjene njegove realne mogućnosti i sposobnosti) i poglavito podaci o poduzeću s kojima se želi poslovati. Tako se mogu

prikupiti podaci i o bonitetu potencijalnog poslovnog partnera temeljem kojih će se odlučiti hoće li se ili neće ulaziti u poslovne aranžmane s njim. Međutim, ne postoji mogućnost apsolutnog osiguranja od rizika poslovanja. Tako ni najprecizniji podaci o bonitetu poslovnog partnera ne mogu biti jamstvo da se rizik neće pojaviti.

Provjerom podataka o bonitetu mogu se eliminirati partneri za koje je izvjesno da nisu pouzdani, da nemaju financijskih i drugih mogućnosti za ispunjavanje ugovorne obveze te dati preporuku menadžmentu da poslove sklapa s partnerima koji su s tog stajališta najmanje rizični, pa je razina rizika prihvatljiva za poslovanje. Za ocjenu boniteta poslovnog partnera koristili su se različiti podaci o poslovanju poduzeća odnosno financijska izvješća što su se uglavnom odnosili na analize profitabilnosti, obrtaja aktive, likvidnosti i solventnosti, investicijskog potencijala, neto sadašnje vrijednosti i novčanih tokova. Ovi i drugi relevantni podaci mogu se naći u obveznim financijskim izvješćima kao što su bilance (koje pokazuju stanje sredstava i izvora sredstava u određenom danu), izvješćima o poslovanju za određeno razdoblje (računi dobitka/gubitka) te izvješćima o novčanim tokovima u njemu.

S obzirom na svoju statičnost (nefleksibilnost) i povijesni karakter (odnose se na prošlo razdoblje) ti pokazatelji nisu dostatni za ocjenu boniteta poduzeća u suvremenim tržišnim uvjetima. Zbog toga se ocjena o bonitetu treba temeljiti i na novim pokazateljima kao što su dodana vrijednost, ekonomska dodana vrijednost, tržišna vrijednost i osobito na pokazateljima o intelektualnom kapitalu.

## 2. DODANA VRIJEDNOST KAO POKAZATELJ BONITETA

Pokazatelj dodane vrijednosti sve više dobiva na važnosti u tranzicijskim zemljama pa može se očekivati da će ga (ubuduće) kreditori i investitori obvezno uključivati pri ocjeni boniteta potencijalnih poslovnih partnera. U državama koje imaju sustav poreza na dodanu vrijednost ovaj pokazatelj je češće u uporabi i neizostavan je pri ocjeni boniteta poduzeća.

**Dodana vrijednost** je kategorija koja predstavlja **razliku između prihoda i kupljenih dobara i usluga**, vrijednost koju tvrtka dodaje iz vlastitih kapaciteta.

Izvješće o dodanoj vrijednosti je tipično menadžersko izvješće koje može pomoći u određivanju relativne učinkovitosti društva bez analize nedovoljno jasnih troškova koji dolaze izvana, posebno u situaciji kada nisu kontrolirani u dovoljnoj mjeri.<sup>1</sup> Dodanom se vrijednosti izražava sposobnost

---

1 V. Belak, Menadžersko računovodstvo, RRI F, Zagreb, 1995., str. 89.

tvrtke da obnovi utrošene resurse, isplati rad osoblja, plati kamate, podmiri poreze državi i uveća kapital i imovinu.

Upotrebom horizontalne analize, odnosno usporedbom dodane vrijednosti unutar više razdoblja može se doći do informacija o uspješnosti poduzeća. Ako je trend dodane vrijednosti u porastu (ako je porasla dodana vrijednost) povećava se i kreditna sposobnost poduzeća. Iz izvješća o dodanoj vrijednosti moguće je analizirati i njezin odnos s kategorijama iz računa dobitka/gubitka. Pritom je posebno zanimljivo pratiti kretanje dodane vrijednosti i operativnog dobitka u odnosu na prihod. Dodana vrijednost i operativni dobitak u odnosu na ranije razdoblje mogu biti u porastu ali njihovo sudjelovanje u ukupnom prihodu može opadati. Ova pojava ne mora ugrožavati bonitet poduzeća ako je kreditna sposobnost ostala i nadalje dobra i ako poduzeće zadrži veliku zaradu.

**Negativni trend udjela dodane vrijednosti u odnosu na prihod** je ipak upozorenje da troškovi kupljenih roba i usluga rastu brže od prihoda što dugoročno može imati negativne posljedice. Da do toga ne bi došlo potrebno je poduzeti mjere u sektoru nabave kako bi se negativan trend promijenio.

Stavljanjem dodane vrijednosti u odnos s elementima bilance i računa dobitka/gubitka (dugotrajnom i tekućom aktivom, brojem uposlenih, izravnim plaćama i dr.) dobiva se primarna mjera proizvodnosti. Izračunavanjem ovakvih odnosa u analizi dodane vrijednosti može se ocijeniti proizvodnost poduzeća, a pomoću ovih pokazatelja može se ocijeniti da li u nekim slučajevima dolazi do pada proizvodnosti čak i ako su dodana vrijednost i dobitak porasli u apsolutnom iznosu. Informacije o kretanju proizvodnosti su bitne za ocjenu boniteta poduzeća.

### 3. EKONOMSKA DODANA VRIJEDNOST

Ekonomski dodana vrijednost (*Economic Value Added* - **EVA**) je jedan od najpopularnijih modela za izračunavanje ekonomske vrijednosti za ulagače kapitala u tvrtku. Potencijalni ulagači kapitala ili investitori (pri odlučivanju o ulaganju kapitala) obično imaju više mogućnosti. žele investirati u programe s kojima će ostvariti optimalni (planirani) povrat investiranog. Pri izboru ulaganja (kad postoji više mogućnosti) bitno je određivanje vrijednosti povrata izabranog ulaganja u odnosu na alternativne mogućnosti.

Tradicionalne mjere uspješnosti, **povrat na korišteni kapital (ROCE) ili zarada po dionici (EPS)** su mjerodavni pokazatelji za uspješnost ulaganja pri realnom iskazivanju podataka. U protivnom, ako se ti pokazatelji žele zlorabiti, nastaju problemi jer postoji mogućnost njihovog manipuliranja. Tako se, na primjer, produžavanjem amortizacijskog vijeka trajanja imovine ili korištenjem poslovnog lizinga (imovina se iskazuje izvanbilančno) utječe na "friziranje" pokazatelja koji ne odražavaju realno stanje i utječu na donošenje pogrešne ocjene uspješnosti. Zbog toga se ulažu napori za

iznaženje primjerenijih pokazatelja za procjenu ekonomske vrijednosti koju ostvaruje tvrtka za vlasnike odnosno dioničare.

Ekonomska dodana vrijednost (EVA) se izračunava na temelju koncepta po kojem se realnim dobitkom za dioničare smatra samo dio povrata veći od povrata na investirano uz razmjerno bezrizičan posao. Povrat koji dioničari mogu dobiti temeljem ulaganja u takav posao tretira se kao cijena (trošak uloženog kapitala).

**EVA se izračunava tako da se od operativnog dobitka poslije oporezivanja odbiju troškovi ukupno uloženog kapitala.** Ako je rezultat pozitivan tvrtka ostvaruje dodanu vrijednost za dioničare:

Ekonomska dodana vrijednost (EVA)	=	Operativni dobitak poslije oporezivanja	-	Troškovi kapitala
-----------------------------------	---	---	---	-------------------

Ekonomska dodana vrijednost u najjednostavnijem slučaju predstavlja preostali dobitak nakon odbitka troškova kapitala od dobitka poslije oporezivanja. Pri izračunavanju ovoga pokazatelja najveća je poteškoća određivanje troška kapitala.

Usporedba proračuna prosječnih stopa troškova kapitala u SAD (zemljama s razvijenim financijskim tržištem) i Hrvatskoj prikazana je u tablicama 1 i 2.<sup>2</sup>

U zemljama koje imaju razvijena financijsko tržište (npr. SAD), troškovi vlastitog kapitala (stopa tih troškova) izračunavaju se zbrajanjem bez rizične stope (Rg) i premije tržišnog rizika pomnožene s koeficijentom sistematskog rizika mjerenog betom ( $\beta$ ).

$\text{Trošak vlastitog kapitala} = Rg + (\beta \times MP)$
---

2 Prema - V. Belak, Primjena modela dodane vrijednosti u ocjeni boniteta komitenata i ocjena buduće profitabilnosti, str. 165. i 172.

Tablica 1.

## Proračun prosječne stope troškova kapitala (primjer u SAD)

Opis	%	Definicije
<b>Troškovi vlastitog kapitala:</b>		
- Bezrizična stopa (Rf)	6%	Kamatna stopa na dugoročne državne obveznice
- Beta ( $\beta$ )	1,10%	Odstupanje individualnog prinosa od tržišnog portfolija
- Premija tržišnog rizika (Mp)	6,00%	Petogodišnji prosjek
- Troškovi vlastitog kapitala	12,60%	= $Rf + (\beta \times Mp)$
<b>Troškovi dugoročnih dugova:</b>	7%	Tekuće kamatne stope na dugoročne kredite (umanjeno za 35% zbog poreza na dobitak)*
- Troškovi nakon oporezivanja	4,55%	
<b>Struktura kapitala:</b>		
- Vlastiti kapital	70%	Postotak vlastitog kapitala u ukupnom kapitalu tvrtke
- Dugoročni krediti i posudbe	30%	Postotak dugova u odnosu na ukupni kapital
Prosječna stopa troškova kapitala	1 018,50%	(%vlastitog kapitala) x (stopa troškova vlastitog kapitala) + (%dugova) x stopa troškova nakon poreza
* U Federaciji BiH stopa je poreza na dobit 30%.		

Tablica 2.

## Proračun prosječne stope troškova kapitala (primjer u R. Hrvatskoj)

Opis	%	Definicije
<b>Troškovi vlastitog kapitala:</b>		
- Kamatna stopa na vezanu deviznu štednju	10,00%	Riječ je o maksimalnoj kamatnoj stopi koja se korigira na niže, ovisno o visini uloženog kapitala
<b>Troškovi dugoročnih dugova:</b>	15%	Tekuće kamatne stope na dugoročne kredite (umanjeno za 35% zbog poreza na dobitak)
- Troškovi nakon oporezivanja	9,75%	
<b>Struktura kapitala:</b>		
- Vlastiti kapital	90%	Postotak vlastitog kapitala u ukupnom kapitalu tvrtke
- Dugoročni krediti i posudbe	10%	Postotak dugova u odnosu na ukupni kapital
Prosječna stopa troškova kapitala	1 009,75%	(%vlastitog kapitala) x (stopa troškova vlastitog kapitala) + (%dugova) x stopa troškova nakon poreza
* U Federaciji BiH stopa je poreza na dobit 30%.		

Bezrizična stopa prinosa trebala bi biti potpuno sigurna, što znači unaprijed ugovorenu i zajamčenu kamatu na posuđeno. U SAD-u, kao i u drugim zemljama gdje je tržište vrijednosnica razvijeno, kao zamjena za bezrizičnu stopu koristi se kamatna stopa dugoročnih državnih obveznica. Na razvijenom su tržištu vrijednosnih papira ovakve obveznice uvijek (i lako) dostupne ulagačima.

**Beta ( $\beta$ ) koeficijentom** se mjeri sistematski rizik vrijednosnog papira, odnosno iskazuje odstupanje individualnog prinosa uz pretpostavku da dionice imaju isti sistematski rizik kao i tržište u cjelini. Ako je beta veći od jedan tada natprosječni prinos pojedinačnog vrijednosnog papira raste više nego razmjerno s porastom prinosa tržišnog portfolia. Ako je beta manji od jedan dionice imaju manji sistematski rizik od tržišta u cjelini. U modelu proračuna prosječne stope troškova kapitala veći će beta ( $\beta$ ) utjecati na povećanje prosječne stope troškova kapitala i obratno.

**Troškovi dugoročnih dugova** se izračunavaju na temelju prosjeka tekućih kamata na dugoročne kredite i posudbe. Obzirom da se kamate priznaju kao rashodi (i u poreznoj bilanci) stvarni trošak dugoročnih dugova treba umanjiti za stopu poreza na dobitak. Tako se dobije stopa troška dugoročnih dugova nakon oporezivanja:

Stopa troška dugoročnog dugova nakon oporezivanja	=	Stopa troškova	-	Stopa troška x stopa poreza na dobit
---	---	----------------	---	--------------------------------------

Struktura kapitala predstavlja udjele vlastitog i tuđeg kapitala u ukupno korištenom kapitalu. Trošak vlastitog kapitala i dugoročnih dugova je različit. Što je razlika veća to je utjecaj strukture kapitala značajniji za izračunavanje njegove prosječne stope troškova. Obično je trošak vlastitog kapitala niži od troška dugoročnih dugova pa je prosječna stopa troška kapitala viša od stope troška vlastitog kapitala.

**Prosječna stopa troškova kapitala** se dobiva kao zbroj umnoška postotnog udjela vlastitog kapitala i njegove stope troškova te umnoška postotnog udjela dugoročnih dugova i stope troškova dugoročnih dugova nakon oporezivanja:

Prosječna stopa troškova kapitala	=	% udjela vlastitog kapitala x stopa troškova vlastitog kapitala	+	% udjela dugoročnih dugova x stopa troškova za dugove nakon poreza
-----------------------------------	---	---	---	--

Na Ekonomsku dodanu vrijednost (EVA) otpada i razlika ukupne stope povrata na ukupni kapital i njegove prosječne stope troškova.

Proračun prosječne stope troškova kapitala koji se primjenjuje u Hrvatskoj razlikuje se od proračuna u SAD-u (zemljama gdje funkcionira financijsko tržište) u izračunu troškova vlastitog kapitala. U ovom se modelu (za izračun troškova vlastitog kapitala) koristi maksimalna kamatna stopa koja se korigira na niže, ovisno o visini uloženog kapitala. Model proračuna prosječne stope kapitala se može koristiti za procjenu uspješnosti tvrtki i njezinih pojedinih dijelova.

Za obične dioničare EVA se može pojednostaviti tako da se za usporedbu troškova kapitala koristi kamata na vezana devizna sredstva koju ulagači mogu dobiti u banci. Svaki dobitak koji je iznad kamate na uložena sredstva u banci predstavlja nagradu za rizik dok se svaki dobitak niži od ove kamate smatra trenutačnim gubitkom za pojedinačna ulaganja<sup>3</sup>.

#### 4. TRŽIŠNA VRIJEDNOST

Tržišna vrijednost je vrijednost ukupne imovine (ili bilo koje stavke imovine) koja se može ostvariti njezinom prodajom na organiziranom tržištu u slobodnim transakcijama bez prisile. Robne burze i burze vrijednosnica primjeri su organiziranog tržišta koje omogućava kupcima i prodavačima iznalaženje uzajamno prihvatljive vrijednosti za sve vrste imovine. U situacijama kada ne postoje organizirana tržišta tržišna se vrijednost određuje putem individualnih transakcija.

Tržišna vrijednost predstavlja trenutačnu suglasnost dviju ili više osoba (nije stalna i nepromjenljiva - može se promijeniti svakog trenutka), ovisi o ponudi i potražnji na tržištu i različitim sklonostima sudionika. Bez obzira na moguću promjenljivost tržišna vrijednost je općenito priznata kao razuman kriterij koji se koristi u procjeni imovine i obveza u bilanci. Tržišna vrijednost koja se koristi (ako imovina stvarno nije bila na tržištu i nije bila nuđena na prodaju) može se samo procijeniti i kao takva koristiti. Stvarna se tržišna vrijednost može utvrditi samo pri razmjeni. Tržišna se vrijednost dioničarskog društva može procijeniti i na temelju cijena i općeg kotiranja dionica društva na burzama. Na cijene dionica utječu promjene po dionicama, povrat na vlastiti kapital i EVA. Ekonomska dodana vrijednost je pokazatelj novijeg datuma i pojavljuje se tamo gdje funkcioniraju burzovna tržišta, a na vrijednost dionica utječe više od drugih performanci. Statistički podaci pokazuju<sup>4</sup> da su 44% promjena u tržišnoj vrijednosti tvrtki povezane s promjenama u EVA. Istodobno povrat na dionički kapital utječe sa svega 24% na promjene u

3 U BiH se ovaj model ekonomske dodane vrijednosti još ne primjenjuje a njegovu primjenu otežavaju i razlike u računovodstvenom i poreznom sustavu. U Hrvatskoj za primjenu ovog modela postoji veći interes nakon uvođenja poreza na dodanu vrijednost.

4 V. Belak, Primjena modela dodane vrijednosti ..., str. 167.

tržišnoj vrijednosti tvrtki a porast zarade po dionici utječe na porast njezine tržišne vrijednosti samo s 15%.

Jedan je od najboljih primjera utjecaja porasta EVA (Ekonomске dodane vrijednosti) na tržišnu vrijednost tvrtki je "Coca Cola" u kojoj je tržišna vrijednost daleko iznad uloženog kapitala upravo zbog ekonomske dodane vrijednosti. Takvi se slučajevi susreću u gotovo svim uspješnim tvrtkama.

Postoje, također, i tvrtke koje imaju nižu tržišnu vrijednost od uloženog kapitala. To znači da je njihova ekonomska dodana vrijednost negativna. Te tvrtke, ako i ostvaruju određene profite uništavaju vrijednost uloženog kapitala jer bi njihovi ulagači mogli dobiti više da su ušli u druga alternativna bezrizična ulaganja. Za menadžere je bitno kretanje EVA jer njeno povećanje utječe na povećanje tržišne vrijednosti poduzeća. Za ocjenu boniteta komitenta bitna je i tržišna vrijednost. Ako je tržišna vrijednost veća, veća je i sigurnost za povrat uloženih sredstava.

## 5. INTELEKTUALNI KAPITAL U OCJENI BONITETA

U ocjeni se boniteta rabe različiti podaci i pokazatelji. Godišnji izvještaji vidljivo prikazuju trendove stopa porasta dioničkog kapitala. Dodatni izvršni planovi vezani su za postizanje ciljeva povrata imovine. Financijski odbori traže povoljan iznos stope povrata investicija za sve projekte. Ako su doprinosi ljudi, informacija i znanja važni, financijska statistika ostaje nijema, budući ni jedan od tih doprinosa koji stvaraju veće ekonomske vrijednosti nije prepoznat u općeprihvaćenim računovodstvenim postupcima.<sup>5</sup>

Kreditore i buduće ulagače, pri donošenju odluka o dugoročnom plasiranju kapitala, uvijek zanimaju ocjena buduće profitabilnosti i buduća sposobnost vraćanja kredita i kamata, odnosno uloženog kapitala i dobit. Razni pokazatelji koji se koriste u financijskoj analizi "govore" o sposobnosti poduzeća u prošlosti i sadašnjosti.

Neizvjesno je što će se dogoditi ako se bitno izmjene uvjeti poslovanja?

Prije donošenja poslovnih odluka o davanju kredita (na primjer) razmatraju se investicijski programi a problemi se u svezi ocjene (kako ocijeniti da će se planirana investicija realizirati) javljaju i u slučaju da je investicijski program dobar. Pri tom puno pomaže procjena intelektualnog kapitala tvrtke koja traži kredit. Intelektualni kapital tvrtke je nedodirljiva nematerijalna imovina, teško ju je izračunati i definirati. Ne knjiži se ali

5 P. Strassman, Vrijednost kompjutera, informacija i znanja, Ekonomija/Economics 1., Zagreb, 1999., str. 70.

ipak postoji u poduzeću. Vrijednost intelektualnog kapitala približna je razlici između knjigovodstvene vrijednosti poduzeća i njegove tržišne vrijednosti. Na znanju utemeljena poduzeća se sastoje uglavnom od intelektualne imovine<sup>6</sup>.

Intelektualni se kapital sastoji od:

- ljudske aktive
- organizacijske aktive
- aktive znanja
- aktive klijenata

Sastavni dijelovi intelektualnog kapitala, njegove veličine i odnos s bilancom prikazani su u sljedećoj tablici.<sup>7</sup>

Tablica 3.

Sastavni dio intelektualnog kapitala, njegova veličina i odnos s Bilancom

Bilanca	
AKTIVA	PASIVA
Dugotrajna aktiva Tekuća aktiva	Tekuće obveze Dugoročne obveze Vlastiti kapital
<b>Aktiva</b>	<b>Vlastiti kapital + obveze</b>
Intelektualni kapital (intelektualna imovina): a) Ljudska aktiva b) Organizacijska aktiva c) Aktiva znanja d) Aktiva klijenata	Intelektualni kapital = Tržišna vrijednost - Knjigovodstvena vrijednost
<b>Knjigovodstvena vrijednost + intelektualna aktiva</b>	<b>Tržišna vrijednost + obveze</b>

I u zemljama s razvijenim financijskim tržištem teško je procijeniti tržišnu vrijednost poduzeća i doći do spoznaje o vrijednosti intelektualnog kapitala pa je i to jedan od razloga što je taj pokazatelj novijeg datuma i tek se odnedavno koristi pri ocjeni boniteta poduzeća. Veličina i struktura ovog kapitala u ocjeni daje kreditorima određenu sigurnost da će se investicijski program realizirati i uz promijenjene uvjete poslovanja. U

6 Na primjer, Microsoft je 1996. godine imao odnos tržišne i knjigovodstvene vrijednosti 11,2. To znači da je vrijedio na tržištu 11,2 puta više od knjigovodstvene vrijednosti. Financijski izvještaji Microsofta nisu obuhvatili tu vrijednost.

7 Prema - V. Belak, Primjena modela dodane vrijednosti ..., str. 173.

slučaju da se ne može utvrditi tržišna vrijednost tvrtke i vrijednost njezinog intelektualnog kapitala u cjelini do procjene se dolazi ocjenom sastavnih dijelova intelektualnog kapitala.

**Ljudsku aktivu** čine vlastiti zaposlenici i vanjski suradnici. Intelektualni ljudski potencijal se temelji na formalnoj naobrazbi, specijalističkim znanjima i individualnoj integraciji.

**Organizacijska struktura** je također bitna za uspješno poslovanje jer bez dobre organizacijske strukture nema željenih rezultata poslovanja (i ako postoji dobra ljudska aktiva). Za tu su strukturu bitni organizacija ljudskih resursa, organizacija procesa nabave, proizvodnje i prodaje, sustav edukacije i motivacije kadrova i dr.

**Aktiva znanja** uključuje sustav mobiliziranja znanja i upravljanja njime a aktiva klijenata predstavlja skup stalnih i povremenih kupaca kod kojih je stvorena navika da se koriste proizvodima i uslugama poduzeća.

**Aktiva klijenata** povećava mogućnost plasmana, rast i razvitak poduzeća.

Procjena intelektualnog kapitala ne može se precizno izraditi ali se njome stječe dojam o pozitivnom ili negativnom bonitetu tvrtke.

## 6. ZAKLJUČAK

U odnosu na klasične pokazatelje za ocjenu boniteta (pokazatelje o profitabilnosti, obrtu aktive, likvidnosti i solventnosti, investicijskom potencijalu ili efikasnosti investiranja dioničara, neto sadašnjoj vrijednosti i novčanim tokovima) novi pokazatelji imaju određene prednosti i daju pouzdanije podatke na temelju kojih se mogu donijeti mjerodavnije odluke o bonitetu poduzeća.

To je osobito značajno sa stajališta budućih kreditora koji daju svoj kapital i koji se, provjerom boniteta poduzeća kojima posuđuju novac, žele osigurati da će im on biti vraćen uz odgovarajuću (dogovorenu) kamatnu stopu.

Klasični su pokazatelji nedostatni jer se podaci na kojima se temelje odnose isključivo na prošlost, tj. na prošlo razdoblje, pa ne moraju imati nikakve veze sa solventnošću poduzeća u budućnosti. Zato su neusporedivo kvalitetniji novi pokazatelji za ocjenu boniteta.

Pokazatelj dodane vrijednosti sve više dobiva na važnosti u tranzicijskim zemljama i može se očekivati da će ga (ubuduće) kreditori i investitori obvezno koristiti u ocjeni boniteta potencijalnih poslovnih partnera. U državama koje imaju sustav poreza na dodanu vrijednost ovaj pokazatelj se više rabi i neizostavan je pri ocjeni boniteta poduzeća. Dodana je vrijednost kategorija koja predstavlja razliku između prihoda i kupljenih dobara i usluga, vrijednost koju tvrtka dodaje iz svojih vlastitih kapaciteta. Ekonomska dodana vrijednost (Economic Value Added – EVA)

je jedan od najpopularnijih modela za izračunavanje ekonomske vrijednosti za ulagače kapitala u tvrtku.

Potencijalni ulagači kapitala ili investitori (pri odlučivanju o ulaganju kapitala) obično imaju više mogućnosti. žele investirati u programe s kojima će ostvariti optimalan (planirani) povrat investiranog. Pri izboru ulaganja (kad postoji više mogućnosti) bitno je određivanje vrijednosti povrata izabranog ulaganja u odnosu na alternativne mogućnosti. Tržišna vrijednost je vrijednost ukupne imovine (ili bilo koje stavke imovine) koja se može ostvariti njezinom prodajom na organiziranom tržištu u slobodnim transakcijama bez prisile. Ona predstavlja trenutačnu suglasnost dviju ili više osoba (nije stalna i nepromjenljiva - može se promijeniti u svakom trenutku), ovisi o ponudi i potražnji na tržištu i različitim sklonostima tržišnih sudionika i bez obzira na moguću promjenljivost tržišna vrijednost je općenito priznata kao razuman kriterij koji se koristi za procjenu imovine i obveza u bilanci. Podaci o vrijednosti intelektualnog kapitala su najvažniji i najkvalitetniji pokazatelji vrijednosti poduzeća bez obzira što se oni još uvijek ne iskazuju niti se na pravi način iskazuje vrijednost toga kapitala u poslovnim knjigama. Razlozi su za to brojni i različiti. Ali to ne umanjuje značaj takvih pokazatelja u ocjeni boniteta poduzeća tako da će oni u budućnosti imati još veću važnost i značenje.

## LITERATURA

- V. Belak, Menadžersko računovodstvo, RRiF, Zagreb 1995.
- V. Belak, Informacijski sustav menadžerskog računovodstva, RRiF, br 11., Zagreb, 1993.
- V. Belak, Profitni centri i interna ekonomija poduzeća, RRiF, br 11., Zagreb, 1994.
- V. Belak i dr., Računovodstvo poduzeća, Udruga računovođa i financijskih djelatnika Herceg-Bosne, Mostar 1999.
- Međunarodni računovodstveni standardi 1996, Faber & Zgombić Plus, Zagreb, 1996.
- P. Strassman, Vrijednost kompjutera, informacija i znanja, Ekonomija/Economics 1., Zagreb, 1999.
- Zbirka propisa iz računovodstva, Udruga računovođa i financijskih djelatnika Herceg-Bosne, Mostar 1999.

**Dara Ljubić, M.Sc.**

Faculty of Economics, Mostar  
Business School

## NEW INDICATORS IN RATING FIRMS' STANDING

### **Abstract**

*The previous financial analyses used for the rating of firms' standing mainly address the data on the profitability, assets turnover, liquidity and solvency, investment potential or shareholders' investment efficiency, nett present value, and cash flows. In addition to the analysis of these indicators, recent methods include other indicators, such as added value, and intellectual capital value. The advantages of the new indicators in relation to the classic ones are particularly investigated.*

**Key words:** *added value, economic added value, market value, intellectual capital value.*

**JEL classification:** M49