IZAZOVI UVOĐENJA POKAZATELJA PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA

Kreković, Jasenka Anica

Professional thesis / Završni specijalistički

2019

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:090528

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-18**

Repository / Repozitorij:

REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economcs & Business Zagreb

SVEUČILIŠTE U ZAGREBU
EKONOMSKI FAKULTET

JASENKA ANICA KREKOVIĆ

IZAZOVI UVOĐENJA POKAZATELJA PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA

POSLIJEDIPLOMSKI

SPECIJALISTIČKI RAD

ZAGREB, 2019.

SADRŽAJ

1. UVOD 3
1.1. Definiranje predmeta istraživanja 3
1.2. Ciljevi rada 4
1.3. Metode istraživanja 4
2. MJERENJE PERFORMANSI PODUZEĆA 5
2.1. Pozadina mjerenja uspješnosti poslovanja 7
2.2. Financijski pokazatelji uspješnosti poslovanja 13
2.2.1. Definicija profita i zarade u mjerenju profitabilnosti poslovanja 14
2.2.1.1. Dobit prije kamata i poreza EBIT 15
2.2.1.2. Dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije EBITDA 16
2.2.1.3. Neto dobit 20
2.2.2. Ključni pokazatelji profitabilnosti poslovanja 21
2.2.2.1. Profitabilnost ulaganja ROI 24
2.2.2.2. Profitabilnost vlasničkog kapitala ROE 25
2.2.2.3. Profitabilnost ukupne imovine ROA 25
2.2.2.4. Profitabilnost ukupno angažiranog kapitala ROCE 26
2.3. Izazov pri odabiru ključnog financijskog pokazatelja 28
3. OBILJEŽJA I SPECIFIČNOSTI POKAZATELJA PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA 32
3.1. Upravljanje poduzećem temeljeno na stvaranju ekonomske dodane vrijednosti 34
3.2. Ponderirani prosječni trošak kapitala kao granica investicijskog horizonta 37
3.3. Doprinos pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala 40
3.4. Usporedba pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala i pokazatelja dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije 49

4. UPRAVLJANJE POKAZATELJEM PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA 52
4.1. Poluge upravljanja pokazateljem profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala 54
4.2. Profitabilnost ukupno angažiranog kapitala kao kriterij kod ulaganja 57
4.3. Monitoring životnog vijeka dugotrajne imovine 59
4.4. Optimizacija portfelja nekretnina, postrojenja i opreme 61
4.5. Upravljanje obrtnim kapitalom 63
5. SLUČAJ UVOĐENJA POKAZATELJA PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA 68
5.1. Izazovi uvođenja ključnog pokazatelja poduzeća 69
5.2. Uloga projektne organizacije u procesu provođenja promjena u poslovanju 72
5.3. Edukacija radnika kao ključni preduvjet prihvaćanja promjena u poslovanju 74
5.4. Transparentnost i uravnoteženost ciljeva u funkciji učinkovitog upravljanja ključnim pokazateljima 76
6. ZAKLJUČAK 82
LITERATURA 85
POPIS SLIKA 89
SAŽETAK I KLJUČNE RIJEČI 90
SUMMARY AND KEY WORDS 91
ŽIVOTOPIS 92

1. UVOD

1.1. Definiranje predmeta istraživanja

Poduzeća posluju u konkurentom i nadasve složenom tržišnom okruženju. Profitabilnost poduzeća i stvaranje ekonomskih vrijednosti fundamentalne su pretpostavke poduzetničkog djelovanja. Mjerenje uspješnosti poslovanja poduzeća podrazumijeva sustavno praćenje i analizu odgovarajućih financijskih pokazatelja kao najznačajnijih instrumenata analize financijskih izvještaja.

Poslovanje poduzeća je u značajnoj mjeri opterećeno investicijama pa je praćenje pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE (Return On Capital Employed) od ključnog značaja u procesu strateškog odlučivanja o ulaganjima. Kroz prizmu ovog pokazatelja gleda se zapravo sveukupna učinkovitost uporabe kapitala, bilo vlastitog ili dužničkog, uspoređujući pritom njegovu cijenu i profitabilnost. Stvori li se manje od onoga što je uloženo, ne stvara se ekonomska vrijednost, čime se dovodi u rizik dugoročna održivost poduzeća.

Praćenje pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ima široki spektar izazova. Ukoliko je poduzeće dugi niz godina usmjereno na neki financijski pokazatelj uspješnosti, odluka o uvođenju novog ključnog pokazatelja može biti veliki izazov za menadžment poduzeća, uz sveprisutni rizik od neuspjeha u željenoj reorijentaciji na novi pokazatelj.

Tema ovog rada je slučaj uvođenja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE kao novog financijskog pokazatelja u mjerenju uspješnosti poslovanja poduzeća. Krajnji cilj poduzeća je postići reorijentaciju organizacije poduzeća s pokazatelja dobiti prije kamata, poreza i amortizacije EBITDA na pokazatelj profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE. Uvođenje ROCE pokazatelja u poslovanje poduzeća izaziva različite poteškoće u operativnoj provedbi zbog njegove kompleksnosti u sveobuhvatnom praćenju, a potom i optimizaciji.

1.2. Ciljevi rada

U ovom radu istražit će se izazovi prilikom uvođenja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala u poslovanje poduzeća te opcije rješenja koje pružaju dobru platformu za praćenje promjena u samom mjerenju uspješnosti poslovanja. Osnovni ciljevi istraživanja su:

- objasniti značenje pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala
- analizirati izazove uvođenja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala
- istražiti model provođenja reorijentacije poduzeća na novi ključni financijski pokazatelj
- dati pregled rizika u praćenju pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala
- identificirati načine uspješne provedbe neke promjene u poslovanju poduzeća.

Očekivani rezultati istraživanja su primjenjivi u svakodnevnom poslovanju poduzeća, koja su prateći tržišne trendove primorana vrlo brzo odgovoriti na postavljene izazove, uvodeći pritom potrebne promjene u samo poslovanje. Stručni doprinos ovog rada je detaljniji prikaz samog pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala, njegovih prednosti i ograničenja u primjeni te njegov doprinos poslovanju poduzeća opterećenih značajnim investicijama. Opisane opcije uvođenja pokazatelja u poslovanje poduzeća mogu poslužiti kao svojevrsni orijentir među faktorima nepoznanica koji se pojavljuju već na samom početku uvođenja neke promjene u poduzeću, a poglavito kod uvođenja kompleksnog financijskog pokazatelja kao što je profitabilnost ukupno angažiranog kapitala. Krajnji cilj je davanje okvira za postizanje potrebite učinkovitosti poslovnih procesa nakon uvedenih promjena.

1.3. Metode istraživanja

U okviru istraživanja koristit će se sljedeće metode: induktivna metoda, deduktivna metoda, metoda analize te deskriptivna metoda za konkretan slučaj iz prakse.

Induktivna metoda, metoda analize i deduktivna metoda će se koristiti za utvrđivanje prirode, suštine i značaja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala. Deskriptivna metoda, metoda analize i induktivna metoda će se koristiti za analizu izazova uvođenja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala. Deskriptivna metoda, metoda analize i metoda indukcije će se koristiti za istraživanje modela provođenja reorijentacije poduzeća na novi ključni financijski pokazatelj. Deskriptivna metoda, metoda analize i deduktivna metoda će se koristiti za identifikaciju rizika u praćenju pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala i načina uspješne provedbe neke promjene u poslovanju poduzeća.

2. MJERENJE PERFORMANSI PODUZEĆA

'Današnji poslovni svijet karakterizira ubrzani razvoj i konkurentnost poduzeća koja moraju stimulirati profitabilan razvoj, mjeriti kreiranje vrijednosti i kontinuirano učiti iz uspjeha, jer jedino takva poduzeća mogu uspjeti.'[1] Temeljna strategija poduzeća bi trebala osigurati njegovu dugoročnu profitabilnost i sigurnost, a samim tim i povećanje bogatstva njezinim vlasnicima (dioničarima, investitorima). Poduzeća posluju u okruženju koje je vrlo dinamično i koje postaje sve kompleksnije, što menadžerima otežava brzo donošenje odluka, odnosno dobrih odluka kojima se povećava imovina i sveukupni rezultat poslovanja.

Kako bi poduzeća bila i ostala uspješna, moraju ovladati stalnim promjenama u izazovnom okruženju. Održiv uspjeh poduzeća ovisi o razvoju strategije i njezine provedbe u organizaciji, što se može postići stalnim praćenjem i evaluacijom uspješnosti poslovanja poduzeća na tržištu. Da bi poduzeće bilo na dobrom putu, potrebno je pratiti i evaluirati provođenje poslovne strategije i uspostaviti proces povratnih informacija o uspješnosti poslovanja (Kaplan, R. S. i Norton, D. P. 2008).[2] Uspješnost poslovanja može se odrediti s različitih stajališta (ekonomskih, tehničkih, pravnih i drugih), no u najširem smislu možemo reći da je poduzeće postiglo uspješnost u poslovanju ako je ostvarilo povoljan ekonomski uspjeh.[3] Time se svakako naglašava krajnji cilj i težnja poduzeća, a to je dugoročno stvaranje profita i stabilnost poslovanja.

Različiti mjerni podaci i informacije služe različitim ciljevima i interesnim skupinama (glavničarima) u ocjenjivanju opće kvalitete poslovanja ili procjeni budućeg rasta poduzeća. To su najčešće investitori (vlasnici), kupci, dobavljači, vjerovnici, analitičari fuzije i akvizicije poduzeća, revizori i ostali zainteresirani korisnici.[4] Ulazak u posao s poduzećima koja nemaju jake financijske performanse donosi značajan rizik od gubitaka u poslovanju. Stoga je bitno svakodnevno pratiti poslovanje poduzeća na adekvatan način, kako bi se pravovremeno prepoznao nepoželjan smjer kretanja odnosno trend ključnih financijskih pokazatelja.

---

[1] Vrdoljak Raguž, I. (2010) *Specifičnosti metodoloških pristupa mjerenju uspješnosti poslovanja kvalitativnim pokazateljima*. Poslovna izvrsnost, god. IV (2010) br. 2, str. 108

[2] Steen N., Erland N.H., (2009) *Performance Management Through a Balanced Scorecard Concept – A Systems Dynamics Modeling Approach.*

[3] Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište

[4] Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Kako bi se poduzeće razvijalo i opstalo na tržištu, potrebno je osigurati uvjete koji to omogućavaju. Veliki je izazov primijeniti odgovarajući model organizacije poslovanja, kako bi se donosile one odluke koje bi poduzeću pomogle pri odabiru klijenata za koje će obavljati poslove, a sve u cilju postizanja maksimalnih profita. Maksimalizacija profita se postiže ostvarenjem što većih prihoda i što manjih rashoda.

Kako bi se menadžerima poduzeća olakšalo upravljanje poslovanjem, od velike su važnosti financijski pokazatelji uspješnosti i stabilnosti poslovanja poduzeća. Dobro upravljanje podrazumijeva da su poslovanju zadovoljena dva kriterija:

- kriterij sigurnosti (likvidnost, financijska stabilnost i zaduženost) i
- kriterij uspješnosti tj. efikasnosti (profitabilnost tj. rentabilnost).[5]

U tom kontekstu se može shvatiti značaj analize poslovanja poduzeća koja 'proizvodi' informacije potrebne za upravljanje. Teži se pri tome obuhvatiti sve relevantne podatke i informacije, kako bi se što preciznije i vjerodostojnije prikazao utjecaj promjena na poslovanje poduzeća. Takvi podaci mogu biti vrijednosni (novčani) ili količinski (naturalni), a pokazatelje time razvrstavamo u financijske i nefinancijske. Kako je analiza financijskih izvještaja usmjerena na vrijednosne podatke, često je nazivamo i financijskom analizom.

'Financijsku analizu poslovanja može se opisati kao proces primjene različitih analitičkih sredstava i tehnika pomoću kojih se podaci iz financijskih izvještaja pretvaraju u upotrebljive informacije relevantne za upravljanje.'[6] Osnovna zadaća financijske analize je prepoznati jake i slabe strane poslovanja subjekta koje analiziramo, a krajnji cilj je omogućiti poduzimanje konkretnih korektivnih akcija. Naglasak je na pravovremenom i preciznom mjerenju odgovarajućih mjernih podataka. To je vrlo važan dio upravljanja poduzećem, jer omogućuje menadžerima da razumiju odnos između samih procesa za koje su odgovorni i postignuća poduzeća izmjerenih odabranim poslovnim mjernim podacima.

[5] Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
[6] Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište, str. 115

Mjerenje izvedbe ili performansi je ključni dio procesa upravljanja poduzećem, jer osigurava potrebne podatke o poslovanju i pokazuje menadžmentu gdje se nalaze u odnosu na organizacijske ciljeve. Vrlo je bitan faktor upravljanja poslovanjem poduzeća te vodi do zadanih ciljeva i opstanka poduzeća u današnjem konkurentnom okruženju.[7] Stoga je potrebno postaviti strateške mjere u praćenju uspješnosti poduzeća putem odabira ključnih financijskih pokazatelja, odnosno onih koji će podržati strategiju dugoročne održivosti poduzeća kroz stvaranje ekonomske vrijednosti.

2.1. Pozadina mjerenja uspješnosti poslovanja

Analiza poslovne uspješnosti ima veliki značaj u upravljanju odnosno praćenju poslovanja poduzeća. Ona obuhvaća:

- analizu financijskih izvještaja
- analizu tržišnih pokazatelja
- utvrđivanje ključnih pokazatelja financijske performanse.[8]

Glavni izvor informacija o poslovanju tvrtke su financijski izvještaji. Financijski izvještaji se sastavljaju na kraju poslovne godine te moraju pružiti istinit i objektivan prikaz financijskog položaja i uspješnosti poslovanja poduzetnika. Takve informacije prezentiraju poslovne događaje koji su se dogodili u prošlosti i njihove rezultate koji su sadržani u financijskim izvještajima.[9] Godišnje financijske izvještaje čine:

1. Izvještaj o financijskom položaju (bilanca)
2. Račun dobiti i gubitka
3. Izvještaj o ostaloj sveobuhvatnoj dobiti
4. Izvještaj o novčanim tokovima
5. Izvještaj o promjenama kapitala
6. Bilješke uz financijske izvještaje

[7] Čišić, D. (2017) *Upravljanje zalihama*: Pomorski fakultet u Rijeci.
[8] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA*. Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.
[9] Vidučić, Lj. (2015) *Financijski menadžment*. *XI izdanje*: RRiF plus.

Financijski izvještaji pružaju informaciju o financijskom položaju i uspješnosti poduzeća, te predstavljaju najvažniji dio cjelokupne analize poslovanja poduzeća[10]. Analiza financijskih izvještaja pruža široki spektar informacija o tome kako je poduzeće poslovalo u prethodnim razdobljima i omogućava stvaranje platforme odnosno informacijske podloge za donošenje poslovnih odluka različitim interesnim skupinama (glavničarima). Menadžeri i radnici imaju pristup mnogim informacijama u informacijskim sustavima tvrtke, no ipak su zainteresirani i za praćenje i upravljanje poslovanjem poduzeća putem pripremljenih i objavljenih financijskih izvješća. Investitori gledaju na rizik ulaganja, profitabilnosti i budućeg rasta poduzeća. Dobavljači su zainteresirani za ostvarivanje sigurnog okruženja za svoje poslovanje. Kupci su uglavnom usmjereni na kvalitetu usluge i cijene, ali su ipak neizravno zainteresirani i za poslovanje poduzeća, jer imaju potrebu osjećati se sigurno i ugodno u ugovornom odnosu. Banke najviše zanima likvidnost poslovnog subjekta u svrhu ocjene rizika kreditiranja.Vladine agencije imaju različite interese.

Vlasnici poduzeća imaju za cilj razumjeti samo poslovanje poduzeća, njegovu strukturu financiranja i funkcionalnu podjelu poslovanja te detektirati i upravljati ključnim polugama za postizanje uspješnosti poslovanja. Stoga se pomoću financijskih izvještaja analizira:

- financijski položaj poduzeća kroz stavke bilance (pozicije imovine, kapitala i obveza)
- financijska uspješnost poslovanja kroz analizu računa dobiti i gubitka (pozicije prihoda i rashoda).

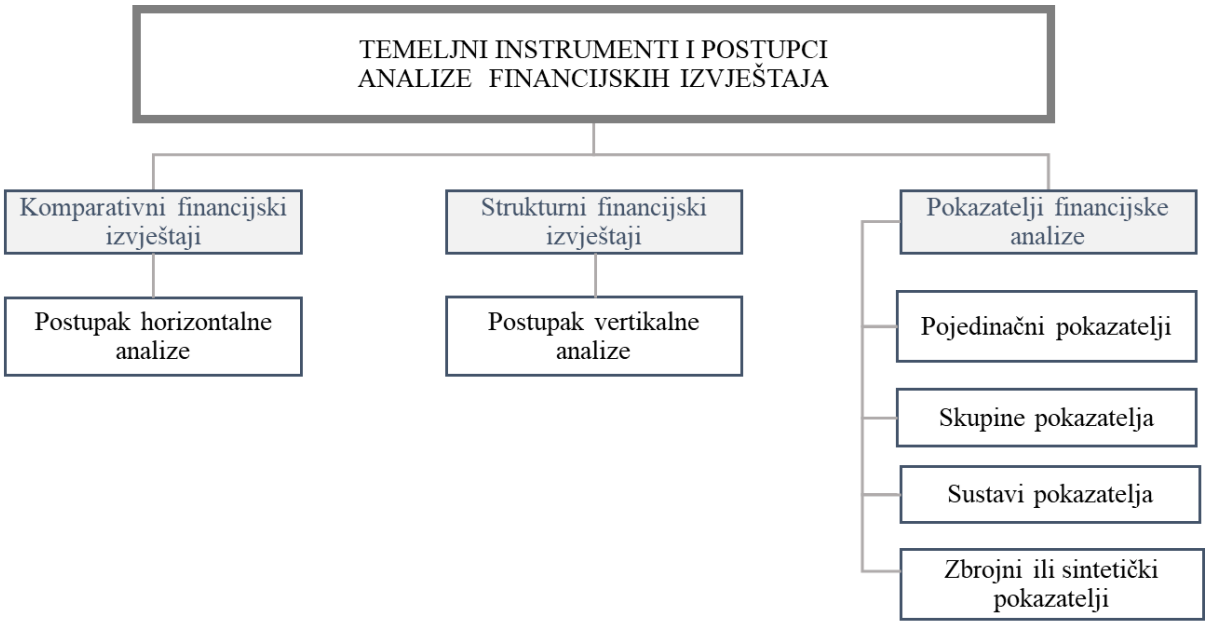
Vjerovnici pak nastoje iz analize financijskih izvještaja izračunati kreditnu sposobnost poduzeća, što je temelj za donošenje odluke o odobrenju kredita i njihovu ročnost te u konačnici za njihov povrat. Država koristi financijske izvještaje kao podlogu za izračun prave osnovice za oporezivanje. Poduzeće koristi financijsku analizu kao moćan alat za praćenje uspješnosti poslovanja i kreiranje strategije poboljšanja poslovanja u nadolazećim razdobljima. Menadžment i zaposlenici u rezultatima financijske analize imaju jasniju sliku o tome što i kako su radili te što mogu promijeniti i prilagoditi u budućnosti. Često se čuju prigovori na račun financijske analize u pogledu primjene 'kreativnog računovodstva' odnosno da financijski izvještaji ne odražavaju stvarno stanje promatranog subjekta.[11]

[10] Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište.
[11] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.

Umijeće analiziranja financijskih izvještaja stoga počiva na kombiniranju odgovarajućih pozicija mjernih podataka, kako bi se dobio rezultat koji je relevantan za traženi segment poslovanja odnosno za donošenje poslovne odluke. Stoga se analiza financijskih izvještaja može opisati kao proces primjene različitih analitičkih sredstava i tehnika, pomoću kojih se podaci iz financijskih izvještaja pretvaraju u upotrebljive informacije relevantne za upravljanje.[12]

Ono što svakako treba imati na umu je činjenica da je ovakva analiza parcijalnog karaktera odnosno nije sveobuhvatna za dobivanje cjelovite slike o poslovanju poduzeća, već pokazuje stanje samo pojedinog segmenta za koji se napravila analiza. Iako je to svojevrsno ograničenje u pogledu sveobuhvatnosti, ponovno se naglašava važnost umijeća analize financijskih izvještaja, jer odgovarajućim kombiniranjem različitih pokazatelja i ispravnim tumačenjem rezultata analize možemo stvoriti dobru podlogu za donošenje poslovnih odluka. U procesu analize financijskih izvještaja moguće je koristiti različite postupke odnosno metode analize, a utemeljeni su na raščlanjivanju i uspoređivanju. Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka prikazana je na slici 1.

Slika 1: Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja



Izvor: Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) Poslovno planiranje, kontrola i analiza. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

[12] Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza.* Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Nastoji li se uočiti tendencija i dinamika promjene pojedinih pozicija, koristit će se komparativni financijski izvještaji za **horizontalnu analizu** te dobiti usporedba iste pozicije kroz različita razdoblja. Na temelju tih promjena mogu se donijeti ocjene o uspješnosti ili sigurnosti poslovanja promatranog poduzeća. Za stjecanje uvida u strukturu financijskih izvještaja, koristit će se strukturni financijski izvještaji kao podloga za provođenje **vertikalne analize**. Ona omogućava raščlanjivanje pojedine pozicije financijskih izvještaja, čime se dobiva jasnija slika o pojedinom segmentu koji se analizira. 'Najznačajniji instrument analize financijskih izvještaja su **financijski pokazatelji**',[13] koji se koriste kako bi se:

- usporedili rezultati u određenom vremenskom razdoblju
- mjerili uspješnost poslovanja u odnosu na druge organizacije
- usporedili rezultate s različitim ciljevima (planom, prognozom itd.).

'Pokazatelj je racionalni ili odnosni broj, što podrazumijeva da se jedna ekonomska veličina stavlja u odnos (dijeli se) s drugom ekonomskom veličinom'.[14] 'Financijski pokazatelji povezuju različite kategorije temeljnih financijskih izvještaja, uglavnom bilance i računa dobiti i gubitka, iako se u posljednje vrijeme pridaje sve veće značenje i financijskim pokazateljima na temelju novčanog toka'.[15]

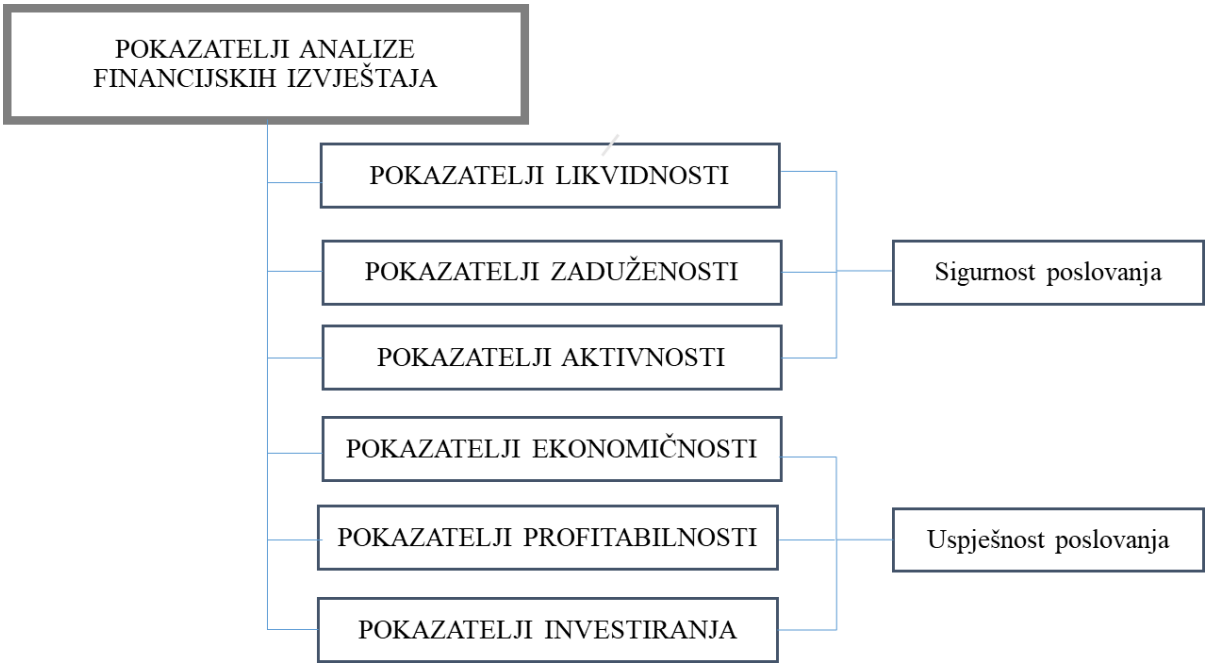
Analiza putem financijskih pokazatelja je jedna od najčešće korištenih analiza, predstavlja prvu fazu financijske analize financijskih izvješća i može dati dobar pregled poduzeća i naglasiti njegove slabosti i snage. Povezivanjem stavki iz financijskih izvješća, odnosno knjigovodstvenih i/ili tržišnih podataka, analiza omogućava vrednovanje financijskog stanja i poslovanje tvrtke. Koristi se za dijagnozu slabih točaka u poslovanju nekog poslovnog subjekta, temeljem čega se definiraju preporuke za optimizaciju poslovanja, a time i samih pokazatelja. Temelj je usporedbe različitih industrija, poslovnih subjekata unutar iste industrije ili pak različitih segmenata poslovanja unutar istog poslovnog subjekta.

[13] Žager, K.. et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 43
[14] Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 346
[15] Buble, M. (2005) *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija, str. 286

Važno je istaknuti da korisnost i upotrebljivost financijskih pokazatelja ovisi o točnosti financijskih izvješća i predviđanja na osnovu kojih se i računaju pokazatelji. 'Financijski pokazatelji su dobri u onoj mjeri u kojoj su dobre pretpostavke na kojima se oni temelje.'[16] Ključno je znati koje ekonomske veličine treba dovoditi u vezu, jer u protivnom se dovodi u pitanje ispravnost pokazatelja i njegovog tumačenja. Bitno je najprije definirati odluku koja se treba donijeti, a potom odabrati odgovarajući tip pokazatelja.

Razlikuje se nekoliko skupina pokazatelja[17]:

Slika 2: Temeljne skupine pokazatelja analize financijskih izvještaja



Izvor: Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) Poslovno planiranje, kontrola i analiza. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Pokazatelji su dodatno razvrstani u dvije skupine, ovisno o kriteriju koji prikazuju: sigurnost ili uspješnost poslovanja[18].

[16] Vukoja, B. *Primjena analize financijskih izvješća pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka.* Dostupno na: http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf, str. 4

[17] Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika

[18] Žager, K.. et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika

Pokazatelji likvidnosti *(engl. liquidity ratios)* – mjere sposobnost poduzeća da podmiri svoje dospjele kratkoročne obveze, te pokazuju trenutnu solventnost poduzeća; najčešći su:

- Koeficijent trenutne likvidnosti *(engl. cash ratio)*
- Koeficijent ubrzane likvidnosti *(engl.quick ratio ili acid test)*
- Koeficijent tekuće likvidnosti *(engl.current ratio)*
- Koeficijent financijske stabilnosti *(engl. financial stability ratio)*

Pokazatelji zaduženosti ***(****engl. solvency/leverage ratios)* – mjere veličinu zaduženosti poduzeća odnosno koliko se financiralo iz tuđih izvora sredstava; najčešći su:

- Koeficijent zaduženosti *(engl.debt to assets ratio)*
- Koeficijent vlastitog financiranja *(engl. equity to assets ratio)*
- Koeficijent financiranja *(engl.debt to equity ratio)*
- Pokriće troškova kamata, Faktor zaduženosti, Stupanj pokrića I i II

Pokazatelji aktivnosti *(engl. activity ratios)* – mjere koliko efikasno poduzeće koristi svoje resurse odnosno imovinu; najčešći su:

- Koeficijent obrta ukupne imovine *(engl. total assets turnover ratio)*
- Koeficijent obrta kratkotrajne imovine *(engl. current assets turnover ratio)*
- Koeficijent obrta potraživanja *(engl. accounts receivables turnover ratio)*
- Trajanje naplate potraživanja u danima *(engl. days sales outstanding DSO)*

Pokazatelji ekonomičnosti *(engl. efficiency ratio)* – mjere ostvarenje prihoda po jedinici rashoda odnosno njihov odnos; najčešći su:

- Ekonomičnost poslovanja, prodaje, financiranja
- Ekonomičnost ostalih poslovnih aktivnosti

Pokazatelji profitabilnosti *(engl. profitability ratios)* – mjere profitabilnost uloženog kapitala, što se promatra kao najviša točka upravljačke djelotvornosti; najčešći su:

- Marža profita *(engl. profit margin ratio)*
- Rentabilnost imovine *(engl. return on asset/investment, return on capital used)*
- Rentabilnost vlastitog kapitala /glavnice/ *(engl. return on equity)*

Pokazatelji investiranja *(engl. investment ratios)* – mjere uspješnost ulaganja u obične dionice poduzeća; najčešći su:

- Dobit po dionici (EPS)
- Dividenda po dionici (DPS)
- Odnos isplate dividendi (DPR)
- Odnos cijene i dobiti po dionici (P/E)
- Ukupna i dividendna rentabilnost dionice

2.2. Financijski pokazatelji uspješnosti poslovanja

Korisnici financijskih izvještaja ne mogu iz same strukture i sadržaja financijskih izvještaja dobiti dovoljno informacija za ocjenu uspješnosti i stabilnosti poslovanja. U dobivanju dodatnih, preciznijih i konkretnijih podataka za donošenje poslovnih odluka o ukupnom rezultatu poslovanja, značajnu ulogu imaju pokazatelji uspješnosti poslovanja: pokazatelji ekonomičnosti, profitabilnosti, investiranja i proizvodnosti.[19]

Ključni pokazatelji uspješnosti doprinose upravi poduzeća na sljedeći način:

- pružaju podatke o profitabilnosti i efikasnosti upravljanja imovinom poduzeća, tekućoj likvidnosti odnosno solventnosti i investicijskom potencijalu poduzeća
- osiguravaju bazu podataka za praćenje trendova u poslovanju i istraživanje promjena
- omogućuju analizu uspješnosti sveukupnog poslovanja poduzeća
- omogućuju analizu uspješnosti poslovanja po dijelovima poduzeća

Važno je dosljedno primjenjivati metodologiju izračuna, sustavno pratiti kretanje izloženih pokazatelja, a od posebne je važnosti da uprava odnosno menadžeri poduzeća raspolažu adekvatnim znanjem o samim pokazateljima i njihovoj svrsi u upravljanju poslovanjem.
U ovom radu se detaljnije prate pokazatelji profitabilnosti (rentabilnosti).

[19] Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište.

2.2.1. Definicija profita i zarade u mjerenju profitabilnosti poslovanja

Pokazateljima profitabilnosti mjerimo uspjeh ostvarivanja zarada u poslovanju poduzeća. Zarada *(engl. earnings)* predstavlja širi pogled od profitabilnosti jer je možemo definirati kao sposobnost povećanja bogatstva vlasnika poduzeća, bilo kroz neto dobit ili vrijednost poduzeća, potom kreditora i investitora kroz kamate, a potom i države kroz naplatu poreza na dobit. Profitabilnost možemo promatrati u užem smislu kao povećanje bogatstva poduzeća i njegovih vlasnika (dioničara). Neki autori koriste pojam rentabilnosti kao sinonim za profitabilnost, premda po preciznijoj definiciji renta pokriva pojam zarade na iznajmljenu imovinu, što je svakako uže od pojma profita.

Profit *(engl. profit)* kao opći pojam obuhvaća i pojam zarade *(engl. earnings)* koji se pretežno pojavljuje u američkom menadžerskom računovodstvu, sa svrhom preciziranja određene kategorije profita.[20]

Naglašena je važnost ostvarivanja profita kao preduvjeta za preživljavanje svakog poduzeća. Mjerenje profitabilnosti u praksi zadaje puno dvojbi i nejasnoća oko načina izračuna, odnosno odabira odgovarajućih mjernih veličina. Dilema se javlja i pri definiciji osnovnih veličina za izračun profitabilnosti kao što su profit i zarada. Uvrštavanjem različitih kategorija dobiti ili zarade proizlaze različite kategorije profitabilnosti.

Najčešće korištene kategorije dobiti jesu:

- Poslovna dobit EBIT*(engl. Earnings Before Income and Tax)*
- Dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije EBITDA *(engl. Earnings Before Income and Tax, Depreciation and Amortization)*
- Neto dobit *(engl. Net profit)*

[20] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.

2.2.1.1. Dobit prije kamata i poreza EBIT

Ova kategorija dobiti koristi se kao mjera sposobnosti zarađivanja prije odbitka rashoda za kamate i poreza na dobit, čime se postiže efekt usporedivosti poslovanja poduzeća u različitim uvjetima oporezivanja i kapitalne strukture. Ova kategorija dobiti je neosjetljiva na porezne promjene. Stoga se dolazi do sljedećeg obrasca:

EBIT= Neto dobit + Kamate + Porez na dobit

Ovo je pojednostavljeni prikaz izračuna, no i kod njega nastaje puno dilema oko uvrštavanja određenih kategorija prihoda i rashoda. Neki od primjera izračuna su:[21]

EBIT= Prihod od prodaje – Operativni rashod = Operativna dobit

EBIT= Poslovni prihodi – Poslovni rashodi + Ostali prihodi – Ostali rashodi

EBIT= Svi prihodi – Svi rashodi osim rashoda za kamate= Neto dobit + Kamate + Porez na dobit

Prema iskustvu mnogih poduzeća ova kategorija dobiti računa različite kombinacije prihoda i rashoda, ovisno za koju svrhu se prati pokazatelj. No svakako je potrebno naglasiti da kategorija EBIT predstavlja sposobnost zarađivanja, no ne i profitabilnosti sa stajališta vlasnika poduzeća. Ona ne sadržava samo zaradu vlasnika, nego i ostalih glavničara kao što su kreditori i država. Tako kamate kao dio ukupne zarade pripadaju kreditorima, a porez na dobit državi.

Postoje različita stajališta u diskusiji na temu kolika treba biti zarada u odnosu na ukupni kapital ili imovinu poduzeća te ovisi li o kapitalnoj strukturi. Konzultiraju li se stavovi teoretičara, zanimljivom se čini teorija koju su postavili F. Modigliani i M.Miller 1958. god.[22], kojom se dokazuje da je tržišna vrijednost poduzeća u uvjetima savršenog tržišta određena njegovom zaradom mjerenom ukupnim novčanim tijekovima i rizicima kod korištenja imovine, te da ne ovisi o strukturi kapitala i raspodjeli dividendi. Tumačenjima ove teorije potkrepljujemo argumente za korištenje ove kategorije dobiti kao dovoljno precizne za usporedbu zarada različitih poslovnih subjekata odnosno vrsta poslovanja.

[21] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.
[22] Modigliani, F., Miller, H.M., (1958) *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment:* American Economic Association: The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.

2.2.1.2. Dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije EBITDA

Ova kategorija dobiti nastala sredinom 80. tih godina 20. stoljeća, kada je korištena za ukazivanje na sposobnost tvrtke da servisira dug. je sveprisutna u financijskim analizama uspješnosti poslovanja. Svojevrsni je nastavak korigiranja dobiti EBIT, jer u izračun vraća i trošak deprecijacije i amortizacije (MSFI):

- Deprecijacija – prijenos vrijednosti dugotrajne materijalne imovine na troškove
- Amortizacija – prijenos vrijednosti dugotrajne nematerijalne imovine na troškove

'Na taj način se eliminira porezni utjecaj i teret dugotrajne imovine (troškova amortizacije) na poslovanje poduzeća'[23], te dolazi do sljedeće postavke odnosno obrasca izračuna:

EBITDA= EBIT + Deprecijacija + Amortizacija

Upotreba ovog pokazatelja je vrlo popularna na međunarodnoj razini, iako ima različitih stajališta oko prednosti i nedostataka korištenja baš tog pokazatelja. No, najprije treba razumjeti vrijednosti odnosno ekonomske veličine koje se mjere ovim pokazateljem. U odnosu na EBIT, ova kategorija dobiti dodatno neutralizira utjecaj različitih računovodstvenih politika u pogledu modela obračuna amortizacije.

Na razlike u samom iznosu obračunate amortizacije prvenstveno utječe dodijeljeni **vijek upotrebe imovine** (životni i/ili korisni). Vijek upotrebe je razdoblje u kojem se očekuje da će sredstvo biti na raspolaganju za upotrebu i da će stvarati buduće ekonomske koristi (MRS 16). Često u praksi nastaje dilema oko dodijele ispravnog vijeka upotrebe, što se računa u broju godina (mjeseci), a što ovisi o samim tehničkim i ekonomskim mogućnostima predmetne imovine.[24] Životni vijek imovine je u pravilu duži od korisnog vijeka, što ovisi o samoj namjeni i intenzitetu korištenja imovine u poslovanju. Primjerice monitori u prodajnom prostoru, uključeni cijeli dan, i monitori koji povremeno rade za specifične potrebe poslovanja (testiranja, edukacije i slično). Teško je stoga zamisliti da se na identičnu dugotrajnu imovinu primjenjuje uvijek isti vijek upotrebe, pa makar i unutar iste industrije, grupacije ili čak i unutar istog poslovnog subjekta.

[23] Žager, K.. et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 53

[24] Belak, V. (2009) *Računovodstvo dugotrajne materijalne imovine: prema HSFI/MSFI i novi računovodstveni postupci.* Zagreb: Biblioteka Excellens.

Različiti tržišni i regulatorni uvjeti također utječu na vijek upotrebe imovine, obzirom da da svojim regulatornim ograničenjima izravno utječu na period u kojem će se imovina koristiti. U praksi telekomunikacijske industrije često postoje različite stope amortizacije za kabelsku infrastrukturu čak i na lokalnom tržištu, obzirom da je pružanje telekomunikacijskih usluga strogo reguliramo i zadaje okvire za priznavanje troška amortizacije u ukupnom trošku usluga. Može se stoga zaključiti da je neutralizacija troška deprecijacije i amortizacije u izračunu dobiti u ovom segmentu analize opravdana. Ovakva konstrukcija zarade ima za cilj osigurati još bolju usporedivost zarada između različitih poduzeća na tržištu, unutar iste ili različite industrije, jer neutralizira sve kategorije koje pružaju prostor za stvaranje razlika u usporedivosti zarada ukidanjem učinaka:

- Kamata - plaćanja kamata iz različitih oblika financiranja
- Poreza - političkih jurisdikcija i ignoriranjem poreza
- Deprecijacije i amortizacije – različitosti u metodi obračuna amortizacije imovine

Tako se dolazi do sljedećeg obrasca:

EBITDA= Neto dobit + Kamate + Porez na dobit + Deprecijacija + Amortizacija

Iako se po gornjem obrascu čini izračun ovog pokazatelja jednostavnim, u praksi se dodatno komplicira unošenjem različitih tipova izračuna: EBITDA prije jednokratnih stavki (specijalnih transakcija), EBITDA nakon jednokratnih stavki (specijalnih transakcija), a što je metodološki prihvatljivo jer nije propisano u računovodstvenim ili nekim drugim standardima ili načelima. Isključivanje određenih troškova ipak stvara određene probleme u interpretaciji uspješnosti poslovanja poduzeća opterećeno velikim investicijama, jer iskrivljuje sliku uspješnosti, što detaljnije obrađuje Lonergan.[25] Izračunat pokazatelj sam za sebe ne govori baš puno. Da bi se moglo ocijeniti jesu li veličine nekih pokazatelja zadovoljavajuće ili ne, potrebno je usporediti te pokazatelje s određenim veličinama, koje u stvari predstavljaju bazu usporedbe. Kako bi izračun EBITDA pokazatelja bio koristan podatak, koriste se različite opcije izračuna pokazatelja i kontrolnih mjera.[26]

[25] Lonergan, W., (2016) *Problems with using EBITDA-based valuations in capital-intensive industries*: JASSA, Issue 2.
[26] Belak, V. (2009) *Računovodstvo dugotrajne materijalne imovine: prema HSFI/MSFI i novi računovodstveni postupci*. Zagreb: Biblioteka Excellens.

Upotreba EBITDA pokazatelja ima svoje prednosti, no i neka ograničenja.

EBITDA pokazatelj primjena:
Procjena uspješnosti poduzeća
Procjena sposobnosti tvrtke da ostvari zaradu
Mjera temeljnog profitnog potencijala poduzeća u industrijama koje zahtijevaju velika ulaganja u infrastrukturu, jer isključuje troškove tih ulaganja i postiže bolju usporedivost
EBITDA pokazatelj ograničenja:
Izračun je sklon čestim promjenama Metodologija izračuna nema uporište u propisanim računovodstvenim standardima i načelima, čime se usporedivost poduzeća dovodi u pitanje**.** Mnoge tvrtke mijenjaju komponente izračuna svojih EBITDA pokazatelja iz jednog izvještajnog razdoblja u sljedeće, pa kada uspoređujemo dvije tvrtke koje koriste samo EBITDA pokazatelj ne možemo reći da imamo potpuno transparentne podatke za analizu uspješnosti njihovog poslovanja.
EBITDA pokazatelj čini tvrtke s bilancama opterećenim velikim investicijama zdravije nego što to zapravo mogu biti Amortizacija i porezi nisu ništa manje "stvarni" troškovi te je pogrešno isključiti ih iz izračuna troškova poslovanja, jer time podcjenjujemo ukupan iznos troškova poslovanja.
EBITDA pokazatelj je izravno pod utjecajem primjene različitih računovodstvenih politika poduzeća za istu vrstu ulaganja Odabrani prag za kapitalizaciju troškova može tretirati/klasificirati isto ulaganje kao dugotrajnu imovinu-EBITDA nerelevantan trošak amortizacije ili pak kratkotrajnu imovinu/sitan inventar[27]-EBITDA relevantan trošak, jer može biti niži od iznosa propisanog Zakonom o porezu na dobit čl.12 (koji propisuje da se 'dugotrajnom materijalnom i nematerijalnom imovinom smatraju stvari i prava čiji je pojedinačni trošak nabave veći od 3.500,00 kn i vijek trajanja duži od godinu dana'[28]). Različite vrste plaćenih prava (npr. puta ili TV sadržaja), ovisno o ugovornim uvjetima i kriterijima za kapitalizaciju mogu biti priznati kao nematerijalna imovina-EBITDA nerelevantna stavka ili kao operativni trošak-EBITDA relevantan trošak.

[27] Belak, V. (2012) *Osnove suvremenog računovodstva*. Zagreb: Belak Excellens.
[28] Narodne novine (2018) *Zakon o porezu na dobit*. Zagreb: Narodne novine d.d., 106, čl. 12, st. 3. Dostupno na: https://www.porezna-uprava.hr/hr_propisi/_layouts/in2.vuk.sp.propisi.intranet/propisi.aspx#id=pro19

EBITDA pokazatelj je dobra metrika za procjenu profitabilnosti, no ne i novčanog toka

Uobičajena zabluda je da EBITDA predstavlja novčanu zaradu:

- izostavlja novac potreban za financiranje obrtnog kapitala i zamjenu stare opreme, što kod poduzeća sa značajnim investicijama može biti značajnih iznosa
- zanemaruje sve godišnje promjene radnog kapitala u poslovanju, što može biti vrlo rizično jer te promjene mogu značajno mijenjati strukturu neto operativne imovine, čiji potencijalni gubici zanemareni EBITDA izračunom mogu značajno utjecati na zaradu poduzeća, na novčani ciklus i tekuću likvidnost poduzeća (npr. nenaplaćena potraživanja, nagomilane nekurentne zalihe, nedospjele obveze)
- isključivanjem bitnih elemenata kao što su plaćanje poreza, kamata, kapitalnih izdataka i amortizacije zanemaruje bitne elemente potrebne za funkcioniranje poduzeća i izračunavanje novčanog toka u cjelini

EBITDA pokazatelj bez usporednih veličina ne daje cjelovitu sliku o poslovanju

EBITDA sama ne govori puno o uspješnosti poslovanja poduzeća te ju je potrebno interpretirati uz pomoć ostalih ekonomskih veličina i financijskih pokazatelja

Može se reći da bez ovih bitnih elemenata nijedno poslovanje ne bi funkcioniralo. To je kao gledati usporedive troškove izgradnje za jednu zgradu s drugom, ne računajući sve materijale koji se koriste u građevinarstvu. Ovakav pristup ne daje investitorima cjelovitu sliku o profitabilnosti uloženog novca za cijelo razdoblje života imovine. Kada se koristi ova metrika, ključno je da se investitori usredotoče i na druge mjere učinkovitosti kako bi osigurali da tvrtka ne pokušava sakriti nešto s EBITDA pokazateljem, inače bi to mogla biti 'bajka' koja se govori investitorima i kreditnim institucijama.

2.2.1.3. Neto dobit

Neto dobit *(engl. Net profit)* je preostala vrijednost ukupne dobiti nakon što se od ukupnih prihoda odbiju ukupni rashodi, a potom i porez na dobit. Dolazi se do slijedećeg obrasca:

Neto dobit = Ukupni prihodi – Ukupni rashodi - Porez na dobit

Sa stajališta vlasnika poduzeća (dioničara), to je zapravo i najvažnija kategorija dobiti u kratkoročnom periodu mjerenja profitabilnosti.[29] Za izračun iznosa slobodnog novca koji ostaje poduzeću na raspolaganju za poslovanje i ulaganje potrebno je na iznos neto dobiti dodati neke korektivne pozicije, kao što su primjerice deprecijacija i amortizacija, obzirom da su nenovčani rashodi a umanjili su iznos dobiti.

No i dalje postoje pozicije financijskih izvještaja čiji novčani tokovi mogu nastati u različitom razdoblju od realiziranih dobitaka i gubitaka te se ne dobiva sveobuhvatna slika o slobodnom novcu za poslovanje poduzeća. Razlog tome je što je neto dobit izvadak o uspješnosti poslovanja na kratki rok i uglavnom se rezultati novčanih tijekova ne poklapaju s ostvarenim dobicima i gubicima u tom razdoblju.

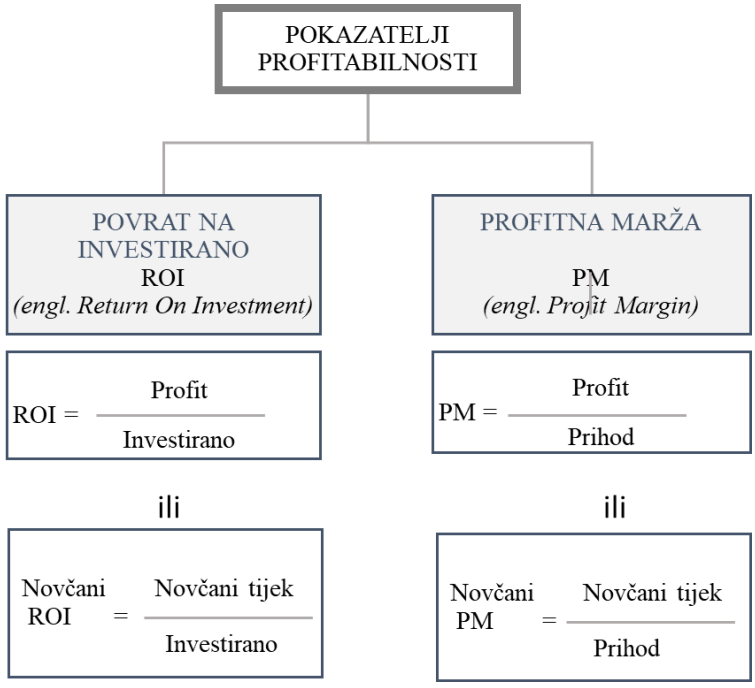
Primjenom temeljne računovodstvene pretpostavke 'nastanka događaja', prihodi i troškovi se priznaju se kad su zarađeni kad su nastali (a ne kad je novac primljen ili isplaćen), a unose se u financijske izvještaje razdoblja na koje se odnose (MRS1, t.7).[30]Tome se može donekle doskočiti izvještavanjem sveobuhvatne dobiti (obveznici izvještavanja prema MSFI-u), kojima se dodatno uključuju upravo pozicije nerealizirane dobiti (primjerice promjene revalorizacijskih rezervi, aktuarski dobici i gubici, dobici i gubici proizašli iz ponovnog mjerenja financijske imovine i druge pozicije), no i dalje nije jasno kretanje tih pozicija u budućim periodima pa ostaje svojevrsna neizvjesnost i nedorečenost u analizi ove kategorije dobiti.

[29] Belak, V. (2009) *Računovodstvo dugotrajne materijalne imovine: prema HSFI/MSFI i novi računovodstveni postupci.* Zagreb: Biblioteka Excellens.
[30] Narodne novine (1993) *Međunarodni računovodstveni standardi*. Zagreb: Narodne novine d.d., 36, t.7 st.c Dostupno:https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/full/1993_04_36_672.html

2.2.2. Ključni pokazatelji profitabilnosti poslovanja

'Pokazatelji profitabilnosti mjere uspjeh ostvarivanja zarada poduzeća', odnosno 'veličinu dobiti u odnosu na angažiranu imovinu.'[31] U tom kontekstu ih se primjenjuje u svakodnevnom poslovanju kao mjerilo za donošenje odluke i o uspješnosti rada menadžmenta i uprave koji vode poslovanje poduzeća. Stoga je ova grupa pokazateljima interesantna ekonomskim analitičarima, koji koristeći njih u analizi donose sud o upravljačkoj djelotvornosti, sposobnosti poduzeća za povratom ulaganja, kao i za predviđanje kretanja dobiti kroz buduće periode.Vlasnicima poduzeća je ultimativni cilj povećanje njihovog bogatstva, što dovodi do izvedenih ciljeva svakog poduzeća sažetih na sljedeće: preživljavanje na neograničeni rok, stabilnost, rast, maksimizacija prihoda, maksimizacija profita i maksimizacija povrata na investirani kapital.[32]Kako je za preživljavanje poduzeća ključna sposobnost ostvarivanja profita, tu mjeru možemo izdvojiti kao ključnu kod mjerenja performansi nekog poduzeća. Nema jedinstvene i optimalne podjele osnovnih modela pokazatelja profitabilnosti, no najkraći prikaz bi bio sljedeći:

Slika 3: Osnovni modeli pokazatelja profitabilnosti

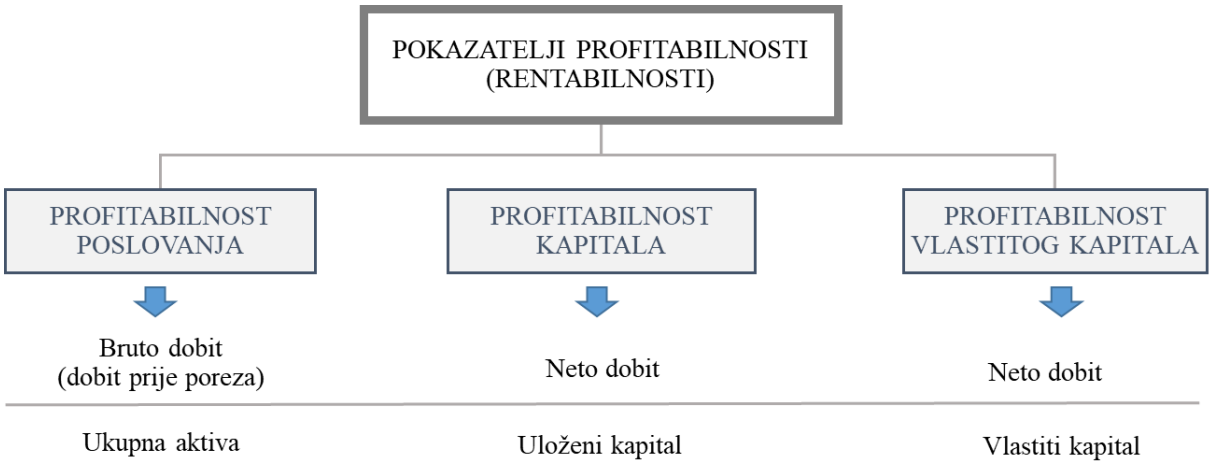


Izvor: Belak, V. (2009) Računovodstvo dugotrajne materijalne imovine: prema HSFI/MSFI i novi računovodstveni postupci. Zagreb: Biblioteka Excellens.

[31] Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište, str. 104
[32] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA*. Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge

Može se vidjeti iz gornje tablice da financijski pokazatelji pružaju široki spektar mogućnosti u prikazu odgovarajućeg segmenta poslovanja. Uvođenje novčane dimenzije, gdje god je to moguće, donosi dodanu vrijednost u tumačenju trenda poslovanja poduzeća. Novčanim tijekom osiguravamo vjerodostojniji izračun povrata uloženog, obzirom da prikazuje očekivane priljeve i odljeve novca u promatranom razdoblju, što nije zanemariv segment analize nekog ulaganja. Tako se pokazatelje može dodatno razraditi na profitabilnost ukupnog poslovanja, uloženog kapitala ili samo profitabilnost vlastitog kapitala. Oni pokazuju koliko je poduzeće zaradilo dobiti na svaku uloženu kunu (ovisno koji izvor financiranja analiziramo). Navedeno se može transparentno vidjeti u sljedećem prikazu:

Slika 4: Pokazatelji profitabilnosti (rentabilnosti)



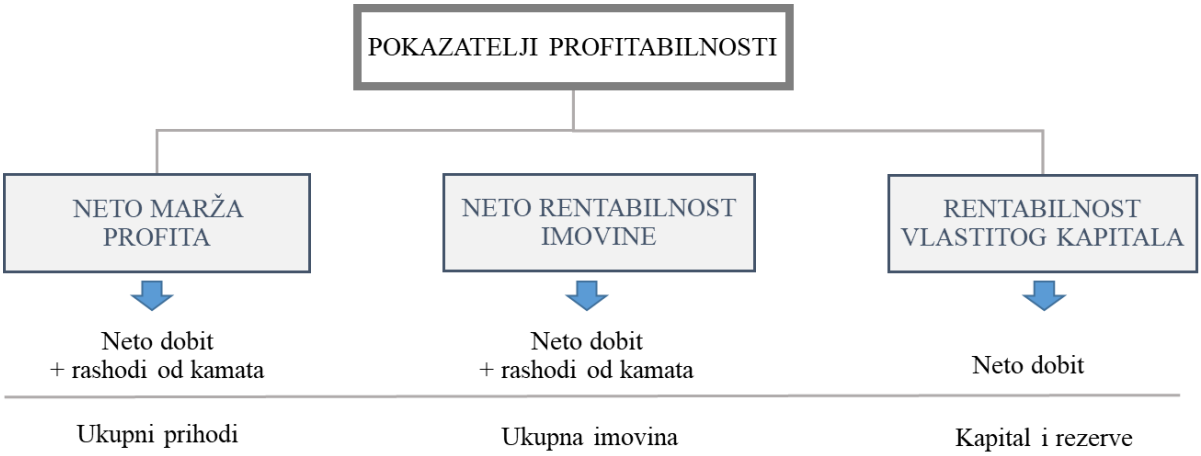
Izvor: Vujević K., Strahinja R. (2009) Planiranje, analiza, revizija, kontroling. Rijeka: Veleučilište.

Neki autori navode da 'u kontekstu pokazatelja profitabilnosti *(engl. profitability ratios)* uobičajeno se razmatraju pokazatelji marže profita *(*engl. *profit margin,* njem. *Umsatzrentabilität),* rentabilnost ukupne imovine (engl. *return on assets, return on investment, return on capital used)* i rentabilnost vlastitog kapitala (engl. *return on equity).'*[33]

[33] Žager, K.. et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 52

Izračun ovih pokazatelja može se prikazati sljedećim obrascem:

Slika 5: Pokazatelji profitabilnosti



Izvor: Žager, K.. et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika

Analizom pokazatelja rentabilnosti imovine i vlastitog kapitala može se ocijeniti kvaliteta korištenja tuđih izvora financiranja odnosno sposobnost ostvarivanja povrata za vlasnike vlastitog kapitala. Poduzeća koja ostvaruju visoke stope rentabilnosti imovine, ne moraju nužno ostvarivati povrat za svoje vlasnike. Do visoke stope rentabilnosti imovine, uz neostvarivanje povrata za vlasnike vlastitog kapitala dolazi u situacijama kada postoji visoki trošak korištenja tuđih izvora financiranja. Ukoliko poduzeće nije u mogućnosti pokriti trošak korištenja tuđih izvora te posluje s gubitkom, gubitk se nužno pokriva iz dijela zarade namijenjene vlasnicima odnosno dolazi do smanjenja povrata za vlasnike vlastitog kapitala.

U tom kontekstu se dolazi do pojma financijske poluge, koja se se odnosi na 'praksu korištenja nižeg troška tuđeg kapitala za povećanje povrata vlasnicima. Pojednostavljeno promatrano, djelovanje financijske poluge označava situaciju u kojoj **poduzeće uslijed korištenja tuđih izvora financiranja ostvaruje veće povrate nego što bi ih ostvarivalo da poslovanje financira isključivo vlastitim izvorima.**'[34]

[34] Žager, K.. et al. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 55

Na tu temu je je provedeno istraživanje u znanstvenom radu autora Ježovita. A., Žager. L., u kojem je 'temeljem dobivenih rezultata provedenoga istraživanja moguće zaključiti da se pomoću financijskih pokazatelja rentabilnosti poslovanja može ocijeniti kvaliteta strukture izvora financiranja odnosno zaduženosti poduzeća.'[35]

Obzirom na vrijednost informacija koje se mogu dobiti iz analize pokazatelja profitabilnosti, realno bi bilo očekivati da uprave poduzeća pridaju posebnu važnost ovim pokazateljima. Ukoliko je poduzeće značajno opterećeno investicijama u infrastrukturu neophodnu za pružanje usluga, primjerice poput telekom operatora, praćenje pokazatelja profitabilnosti (rentabilnosti) imovine je od iznimnog značaja. Praćenje pri tome podrazumijeva redovito financijsko izvještavanje, analizu pokazatelja i provođenje mjera optimizacije svakog segmenta poslovanja koji utječe na trend pokazatelja. Ovom segmentu će se posebno posvetiti u opisu slučaja uvođenja financijskog pokazatelja u 4. i 5. poglavlju rada.

2.2.2.1. Profitabilnost ulaganja ROI

Profitabilnost ulaganja ROI *(engl. Return On Investment)* je mjera koja se koristi za mjerenje profitabilnosti, prognoziranje zarade te planiranje i kontrolu. Pri tome se koristi sljedeći izvedeni obrazac[36]:

$$ROI = \frac{\text{Profit} \Rightarrow \text{Prihod od investicije} - \text{Rashod koji treba odbiti od prihoda}}{\text{Investirano} \Rightarrow \text{Vrijednost (trošak) investicije}}$$

Ovaj pokazatelj se može koristiti pri računanju profitabilnosti uloženog kapitala na bilo koju investiciju. Rezultat profitabilnosti se mjeri u postotku (%), kojim možemo izračunati i period povrata u godinama. Primjer:

Investicija= 100 novčanih jedinica (n.j.)
Očekivani godišnji profit od investicije = 50 n.j.
Očekivani povrat od investicije je 50/100=0.5 ili 50% odnosno
Očekivano razdoblje povrata 100%/50%=2 godine

[35] Ježovita, A., & Žager, L. (2014) *Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti*: Znanstveni rad. Zagreb: Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu.
[36] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge

Može se doći i do izvedenice ovog pokazatelja ukoliko kao investiciju promatramo vlasnički kapital, aktivu odnosno imovinu (ukupni kapital) ili pak korišteni kapital. ROI stoga prelazi u sljedeće oblike:

a) profitabilnost vlasničkog kapitala (ROE)
b) profitabilnost ukupne imovine (ROA)
c) profitabilnost ukupno angažiranog kapitala (ROCE)

2.2.2.2. Profitabilnost vlasničkog kapitala ROE

Profitabilnost vlasničkog kapitala ROE *(engl. Return On Equity)* je mjera kojom mjerimo profitabilnost poduzeća iz kuta vlasnika koji je investirao svoj kapital i očekuje prinos veći od troška ulaganja. Na pitanje koliki je trošak ulaganja odnosno stopa troška ili cijena vlasničkog kapitala, nema usuglašenog stava među analitičarima. O ovoj temi se raspravlja dugi niz godina, a nude se i različite metode za određivanje troška vlastitog kapitala. 'Najpoznatiji je **CAPM model (*Capital Assets Pricing Model)***'[37]. Suština modela obuhvaća 2 segmenta očekivanja investitora:

- vremensku dimenziju – vrijednost uloženog novca danas ne vrijedi isto i u budućnosti
- rizik – investitori preuzimaju rizik povrata uloženog novca

2.2.2.3. Profitabilnost ukupne imovine ROA

Profitabilnost ukupne imovine ROA *(engl. Return On Assets)* možemo promatrati kroz odnos zarade i imovine. Niti ovdje nema jedinstvenog obrasca za izračun, jer se za obje veličine mogu uvrstiti različite pozicije. No, pojednostavljeni prikaz bio bi sljedeći:

$$ROA = \frac{\text{Neto dobit}}{\text{Aktiva}}$$

Kada se u izračun nekog pokazatelja uzima aktiva, često se javlja dilema koji iznos treba staviti: nominalni (stanje na dan) ili prosječni (zbroj svih razdoblja i podijeljeno brojem razdoblja). Korištenjem prosječnih vrijednosti se smanjuje prostor za manipulacijom ciljanim dizanjem ili spuštanjem vrijednosti pozicija aktive u promatranom razdoblju.

[37] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, str. 65

Ovaj pokazatelj ima zaista široki spektar primjene i mogućnosti analize samo pojedinih dijelova aktive. Primjerice:

- samo aktiva koja zarađuje (aktiva – neaktivna imovina) ili
- neto operativna aktiva (ukupna aktiva – obveze na koje se ne plaćaju kamate)

Također se može promatrati i kroz razinu oporezivanja kao ROA prije i poslije poreza.

2.2.2.4. Profitabilnost ukupno angažiranog kapitala ROCE

Profitabilnost ukupno angažiranog kapitala ROCE *(engl. Return On Capital Employed)* je pokazatelj kojim mjerimo odnos zarade i korištene imovine. Kao i kod ostalih pokazatelja, javljaju se različita tumačenja metodologije izračuna i zarade i korištenog kapitala.

Uobičajene kategorije zarade su:

- EBIT
- Operativna dobit
- Neto dobit + Trošak kamata x (1- stopa poreza)

Uobičajene kategorije korištenog kapitala (≈ Neto operativna imovina) [38] su:

- Aktiva – Tekuće obveze
- Vlasnički kapital + Dugoročne obveze
- Vlasnički kapital + Obveze (dugovi) na koje se ne plaća kamata
- Dodirljivi korišteni kapital
- Glavnica + Kratkoročne i dugoročne posudbe
- Ukupna aktiva

Kombinacijom različitih kategorija zarade i korištenog kapitala dobivaju se različiti obrasci. Različiti obrasci nude izračun za različite svrhe pa je kod postavljanja obrasca potrebno najprije poći od toga što se želi mjeriti odnosno kakav podatak se želi dobiti mjerenjem pokazatelja. Mnogi autori navode da u dostupnim literaturama nema dostatnih objašnjenja korištenih veličina u izračunu odnosno postojeća su dosta oskudna, čime se ostaje zakinut za polazne točke odabira obrasca odnosno cilj korištenja ovog pokazatelja.

[38] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, str. 80

Neki primjeri izračuna:

- često korišten model u praksi

$$ROCE = \frac{EBIT}{\text{Korišteni kapital}}$$

- druga literatura[39]

$$ROCE = \frac{\text{Operativna dobit}}{\text{Aktiva} - \text{Tekuće obveze}}$$

Već je spomenuto da je kod računanja rentabilnosti imovine bitno usporediti zaradu od te imovine i trošak financiranja (trošak kapitala), čime trošak kapitala postaje kontrolna mjera za ROCE izračun. Kako se ne bi duplo računali rashodi od kamata (u neto dobiti i kroz kontrolnu mjeru), mora ih se pridodati neto dobiti i to u istoj razini (nakon oporezivanja). Time se dolazi do sljedećeg obrasca:

$$ROCE = \frac{\text{Neto dobit} + \text{Trošak kamata x (1-porezna stopa)}}{\text{Vlasnički kapital} + \text{Dugoročne obveze}}$$

U praksi se kod izračuna prosječnog ponderiranog troška kapitala WACC *(engl. Weighted Average Cost of Capital)* nailazi na istu dilemu kao i kod ostalih pokazatelja, a to je koju strukturu kapitala treba uzeti u obračun. Obzirom da trošak kapitala uzima u obračun sve dugove na koje se plaća kamata, a ostale se zanemaruju, u ROCE izračun se također uzimaju samo one obveze na koje se plaća kamata pa izvedeni obrazac izgleda ovako:

$$ROCE = \frac{\text{Neto dobit} + \text{Trošak kamata x (1-porezna stopa)}}{\text{Vlasnički kapital} + \text{Obveze (dugovi) na koje se plaća kamata}}$$

Detaljniji prikaz izračuna WACC-a je obrađen u 3. poglavlju.

[39]Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, str. 93

- Obrazac koji će biti korišten u ovom radu je u jednostavnom prikazu sljedeći:

$$ROCE = \frac{NOPAT\ (engl.\ Net\ Operating\ Profit\ After\ Tax) \Rightarrow \text{Neto operativna dobit nakon oporezivanja}}{NOA\ (engl.\ Net\ Operating\ Assets) \Rightarrow \text{Neto operativna imovina}}$$

Ovaj obrazac je korišten u prezentiranom slučaju uvođenja pokazatelja u poslovanje poduzeća, tako da će u 4. i 5. poglavlju biti detaljno razrađen. Razlika između pokazatelja profitabilnosti ulaganja ROI, vlasničkog kapitala ROE, ukupne imovine ROA i ukupno angažiranog kapitala ROCE leži u obuhvatnosti mjerenja profitabilnosti uloženog kapitala. U kombinaciji s kontrolnom mjerom različiti pokazatelji daju različiti doprinos u mjerenju uspješnosti poslovanja. Ključno je u širokom spektru financijskih pokazatelja izabrati onaj koji najviše odgovara potrebama poslovanja i koji će menadžment poduzeća voditi u pravom smjeru.

2.3. Izazov pri odabiru ključnog financijskog pokazatelja

Upravljanje poduzećem predstavlja proces svjesnog usmjeravanja poduzeća utvrđenim ciljevima, koji su u funkciji općeg cilja - dugoročnog razvoja poduzeća, putem kojeg se osigurava njegov opstanak u uvjetima tržišnog okruženja. Učinkovitost funkcije upravljanja poduzećem istodobno je ovisna o izboru:

- organizacijskog koncepta
- sposobnosti raspoloživih kapaciteta i
- efikasnost pojedinih poslovnih funkcija.[40]

Ključan faktor uspjeha u upravljanju poduzećem je također i provođenje funkcija planiranja, odlučivanja, rukovođenja i kontrole poslovanja (P,O,R,K[41]). Svaka od navedenih funkcija ima za cilj osigurati da se poslovanje poduzeća ostvaruje sukladno planu i strateškim ciljevima. Analiza poslovanja je svakako ključna funkcija u mjerenju uspješnosti poslovanja, jer se bavi ispitivanjem, prosuđivanjem i zaključivanjem o realiziranim vrijednostima poduzeća, kako bi se utvrdila odstupanja realizacije od plana odnosno njihovi uzroci. Učinkovit alat u takvim analizama je zapravo financijska analiza temeljem financijskih pokazatelja.

[40] Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište. str. 5
[41] Žager, K., Tušek, B., Vašiček, V., Žager, L. (2007) *Osnove računovodstva: Računovodstvo za neračunovođe.* Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Odabir odgovarajućeg financijskog pokazatelja predstavlja veliki izazov za upravu i menadžment poduzeća zaduženih za strategiju poslovanja, jer ovisi o više faktora: tržišnom okruženju, poslovnom modelu i procesima te drugim kritičnim faktorima uspješnosti poslovanja. S obzirom na veliku količinu varijabli koje su uključene u financijska izvješća, možemo dobiti vrlo dugačku listu financijskih pokazatelja. Standardna lista financijskih pokazatelja ili standardna metodologija izračunavanja ne postoji[42]. Veliki problem predstavlja i njihovo nepregledno mnoštvo kao rezultat mnogobrojnih istraživanja uspješnosti poslovanja poduzeća koje se može vrednovati s različitih stajališta.[43]

Neki financijski pokazatelji ne pokazuju samo performanse u prethodnim razdobljima, već i u budućim. To su primjerice visoka profitabilnost i rezerve obrtnog ili radnog kapitala, koji upućuju na to da poduzeće uredno posluje i da ne bi trebalo imati problema s tekućom likvidnosti.[44] Postoje i mnoge studije koje su rađene na temu mjerenja poslovne uspješnosti financijskim pokazateljima i u svrhu predviđanja poslovnih poteškoća. 'Među prvim studijama koje su identificirale problematiku vezanu za razliku između vrijednosti financijskih koeficijenata neuspješnih i uspješnih poduzeća bile su studije Ramsera i Fostera iz 1931. godine kad su analizirali jedanaest omjera iz 173 poduzeća s ciljem predviđanja poslovnih teškoća, zatim iste godine Paul Fitzpatrick u radu u kojem je promatrao tri do pet godina unazad trendove trinaest omjera za dvadeset poduzeća s teškoćama, a potom ih je slijedeće godine usporedio s devetnaest poduzeća bez teškoća, potom studija Charlesa Merwina iz 1942. godine kada je objavio prvu rafiniranu i usavršenu studiju predviđanja poslovnih poteškoća uporabom omjera i ona je do Beaverovog istraživanja započetog 1965. god. bila unatoč godinama najbolja studija sposobnosti predviđanja poslovnih poteškoća korištenjem financijskih omjera, i čiji su rezultati još uvijek uvjerljivi.'[45] Doslovce je u praksi prisutan 'rat pokazatelja' u debatama konzultanata i teoretičara, koji suprotstavljaju različite pokazatelje mjerama ekonomske vrijednosti.[46]

[42] Gibson C.H., (2012) *Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information*. 13e: South-Western Cengage Learning.
[43] Vrdoljak Raguž, I. (2010) *Specifičnosti metodoloških pristupa mjerenju uspješnosti poslovanja kvalitativnim pokazateljima.* Poslovna izvrsnost, god. IV (2010) br. 2.
[44] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge, str. 80
[45] Vukoja, B. *Primjena analize financijskih izvješća pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka.* Dostupno na: http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf, str. 4
[46] Venanzi, D. (2012) *Financial Performance Measures and Value Creation*. Rome Italy: the State of the Art, Springer Milan.

Dostupno je puno različitih definicija ključnog pokazatelja učinkovitosti ili KPI *(engl. Key Performance Indicator)*, no može ih se sumirati u sljedećoj formi: KPI je mjerni alat koji pomaže organizaciji pri mjerenju realizacije poslovnih ciljeva, analizi poslovanja, procjenu uspjeha poduzeća ili određene aktivnosti čiju učinkovitost pokazuju te donošenju mjera za optimizaciju poslovanja.[47] Ključni pokazatelj poslovanja stoga:

- računa omjer izabranih ekonomskih veličina
- predstavlja indikator napretka prema namjeravanu rezultatu
- stvara analitičku osnovu za donošenje poslovnih odluka
- omogućava fokus na strateško i operativno poboljšanje poslovanja.

Zašto se naziva ključnim pokazateljem performansi? Zato jer odražava kritične čimbenike uspjeha organizacije. Ključnim pokazateljima uspješnosti se stoga definiraju čimbenici koje institucija treba mjeriti i nadzirati[48]. Kao što je Peter Ferdinand Drucker (otac modernog managementa) rekao: 'ono što se mjeri može se učiniti /What gets measured gets managed'. Strateški ciljevi se mogu mjeriti na svim organizacijskim razinama poslovanja i postupno kontrolirati do ciljanog financijskog uspjeha poduzeća. Koji god ključni pokazatelj odabrali, on mora odražavati ciljeve organizacije, biti mjerljiv i ključ uspjeha organizacije. Pri odabiru ključnog pokazatelja mogu pomoći sljedeća pitanja:

- **Koji ključni čimbenici poslovanja najbolje odražavaju strategiju i poslovni model?**

Najprije je potrebno definirati kritična područja strategije i poslovnog modela za mjerenje poslovne uspješnosti (primjerice ulaganja u infrastrukturu, zalihe trgovačke robe, naplata potraživanja, upravljanje tekućim obvezama i dr.), a potom i kritične točke u procesima poslovanja, koje izravno utječu na uspješnost poslovanja. Time se slobodnije rečeno 'priređuje teren' za izbor ključnih financijskih pokazatelja, koji će se dosljedno pratiti.

- **Koje ciljeve to podrazumijeva i koji ključni pokazatelji uspješnosti mogu koristiti za njihovo mjerenje?**

Ovisno koje područje poslovanja je izdvojeno kao kritični faktor u mjerenju uspješnosti, potrebno je odabrati odgovarajući financijski pokazatelj odnosno onaj koji utječe na ostvarenje poslovnih ciljeva i koji vjerodostojno prikazuje područje mjerenja.

[47] Čišić, D. (2017) *Upravljanje zalihama*: Pomorski fakultet u Rijeci.
[48] *Application Performance management, key performance indicators*. Dostupno na: https://www.applicationperformancemanagement.org/performance-testing/key-performance-indicators/

Primjerice, poduzeća opterećena značajnim investicijama će definirati kao kritično područje svoja ulaganja u infrastrukturu. Obzirom da takva ulaganja koriste značajan iznos novčanih resursa, nužno je najprije voditi brigu o isplativosti takvih ulaganja (pokazatelj profitabilnosti ulaganja ROI), a potom mjeriti profitabilnost imovine kao jednog od ključnih pokazatelja uspješnosti poslovanja (pokazatelji rentabilnosti ROA, ROE, ROCE).

- **Koje vrijednosti moraju doseći ključni pokazatelji uspješnosti kako bi se strategija smatrala uspješnom?**

Kako bi izračun nekog pokazatelja bio koristan podatak, koriste se usporedne veličine koje nazivamo kontrolnim mjerama. Spomenuto je već da je kontrolna mjera za EBITDA pokazatelj imovina, a za ROCE pokazatelj trošak kapitala (ponderirani prosječni trošak kapitala WACC).

- **Koje mjere su potrebne za postizanje ciljanog stanja?**

Izuzetno je važno prilikom postavljanja ciljeva postaviti realna očekivanja odnosno ciljane vrijednosti koje je moguće ostvariti. U tome svakako može pomoći teoretski okvir nazvan 'SMART ciljevi', koji definira postavljanje ciljeva kao određivanje specifičnih, mjerljivih, izvedivih i realnih elemenata koje treba postići u definiranom vremenu. Ovaj alat se može gledati i kao svojevrsnu 'putovnicu za uspjeh'.[49]**SMART** cilj je onaj koji zadovoljava sljedeće:

Specifičan *(engl. **S**pecific)* - precizno i nedvosmisleno definiran cilj koji je jasan svima i daje odgovore na pitanja: što se želi postići, zašto i kako?
Mjerljiv *(engl. **M**easurable)* - iskazan kvantitativno i kvalitativno, gdje su kvantitativni i kvalitativni elementi postavljanja ciljeva ključni pokazatelji izvedbe (KPI) i koriste se kao elementi provjere je li nešto na pravom putu ostvarenja zadanog cilja
Izvediv, *(engl. **A**ttainable)* - nema ograničavajućih čimbenika na samu realizaciju i dostupni su svi potrebni resursi (financijski, materijalni ljudski, vrijeme, znanje i drugi)
Realan *(engl. **R**ealistic)* - ostvariv, ni precijenjen niti podcijenjen
Pravovremen *(engl. **T**imely)* - definiran u određenom vremenskom roku

- **Tko je nedvosmisleno odgovoran za postizanje ciljeva, njihovo kontinuirano praćenje i poduzimanje potrebnih mjera za optimizaciju?**

Precizirati jasnu odgovornost za ostvarenje ciljeva i transparentno dodijeliti onim područjima i pojedincima koje imaju izravan utjecaj na samu realizaciju mjernih pokazatelja.

[49] Grković, M. (2007) *Model univerzalne izvrsnosti – MUI*: Portal Alfa.

3. OBILJEŽJA I SPECIFIČNOSTI POKAZATELJA PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA

Tržište se neprestano mijenja. Promjene na tržištu nameću nove izazove koji utječu na strategiju poslovanja poduzeća. Poduzeća trebaju odabrati one ključne financijske pokazatelje, koji će voditi poslovanje u odgovarajućem smjeru i osigurati njihovu povezanost sa stvaranjem ekonomske vrijednosti *(engl. Value Based Management)* i bogatstva za dioničare. Koncept stvaranja vrijednosti *(engl. Economic Value Added EVA[50])* podrazumijeva da poduzeća zarađuje iznad troška financiranja *(engl. Weighted Average Cost of Capital WACC[51]*), čime se postiže trajna održivost poslovanja. Trošak financiranja uključuje financiranje i vlastitim i posuđenim kapitalom. Izuzetno je opasno kada financijski menadžeri kažu da ″ne košta ništa″. To treba zamijeniti sljedećim pitanjem: ″Koji je utjecaj ove aktivnosti na vrijednost?″.

Financijski uspjeh poduzeća mjeren samo omjerom računovodstvenih veličina tumači se sve više kao nedovoljno adekvatna metoda procjene poslovanja, jer su se poduzeća počele fokusirati na vrijednost za dioničare kao primarni dugoročni cilj. Orijentiranost na kratkoročne ciljeve i mjerenje uspješnosti kroz ostvarenje u odnosu na plan nije optimalno, jer je fokus isključivo na internom poslovanju a ne na tržištu i vrijednostima za kupce.[52] Računovodstvene mjere uspješnosti mogu usmjeriti menadžment na pogrešnu zabrinutost oko maksimiziranja samo trenutnih mjera učinkovitosti. Primjerice, menadžer koji mjeri profitabilnost ulaganja fokusirat će se samo na odabir projekata koji su jednaki ili premašuju trenutnu profitabilnost ulaganja ROI, bez obzira na potencijal dugoročne vrijednosti ulaganja.

Poduzeća se trebaju fokusirati na one financijske pokazatelje koje pružaju dugoročniji pogled na sveukupno poslovanje poduzeća. U tom kontekstu financijski pokazatelj povrata na angažirani kapital ROCE može uvelike donijeti doprinos kao dodatni podatak kod procjene uspješnosti poslovanja.

[50] Venanzi, D. (2012) *Financial Performance Measures and Value Creation*. Rome Italy: the State of the Art, Springer Milan, str. 10
[51] Vernimmen P., Le Fur Y., Dallochio M., Salvi A., Quiry P., (2017) *Corporate Finance: Theory and Practice. Fifth Edition:* John Wiley & Sons, str.553
[52] Kaplan, R., & Norton, D. (1993) *Putting the balanced scorecard to work*: Harvard Business Review, September–October,134–147.

Primjer dva poduzeća koja na iznos prodaje od 100 n.j. imaju sljedeće postavke:

Poduzeće	Ostvarena dobit na 100 n.j. prodaje	Marža profitabilnosti %	Angažirani Kapital n.j.	ROCE %
X	10	10 [10/100]	100	10% [10/100]
Y	5	5[5/100]	50	10% [5/50]

U smislu čiste profitabilnosti poduzeće X ima 10% profitne marže i daleko je ispred poduzeća Y koje ima maržu od 5%. No uzmemo li u obzir i angažirani kapital, mjerenje pokazatelja ROCE pokazuje da obje tvrtke koriste svoj kapital s istom učinkovitošću. Zaključak je da ROCE pokazatelj daje detaljniji uvid u profitabilnost poslovanja nego što to pruža samo marža profitabilnosti.

'ROCE je vrlo široko korišten mjerni pokazatelj u sektorima koji teže profitabilnosti.'[53] Korištenje ROCE pokazatelja je od značaja ne samo zbog toga koje ekonomske veličine mjeri, nego i zbog sveopće primjenjivosti na pojedinim segmentima poslovanja i usporedbi istih.[54] Ističe odgovarajuće snage ili slabosti pojedinih segmenata u poslovanju. To rijetko koji financijski pokazatelj može pružiti.

[53] Rutherford, B. A., (2002) *Design and Implementation of Return on Capital Employed Performance Indicators Within a Trading Regime: The Case of Executive Agencies*: Financial Accountability & Management Volume 18, Issue 1, str.74

[54] Rutherford, B. A., (2002) *Design and Implementation of Return on Capital Employed Performance Indicators Within a Trading Regime: The Case of Executive Agencies*: Financial Accountability & Management Volume 18, Issue 1, 73-75

3.1. Upravljanje poduzećem temeljeno na stvaranju ekonomske dodane vrijednosti

Poduzeća se svakodnevno suočavaju s razdobljem promjena u mjerenju uspješnosti poslovanja. Mjeri li se uspješnost poslovanja samo kroz prihod, veličinu aktive, neto dobit ili neku drugu veličinu, potreban je svojevrsni oprez u dobivenoj procjeni dugoročne održivosti promatranog poslovanja. Takav izolirani pristup mjerenja uspješnosti poslovanja nije dovoljan jer nije sveobuhvatan. Smisao poduzetničke aktivnosti nije generiranje prihoda, investiranje u što više imovine ili širenje poslovanja, već stvaranje ekonomske vrijednosti. Stvori li se manje od onoga što je uloženo, ne stvara se vrijednost i ugrožava se dugoročna održivost poslovanja poduzeća.[55]

Poslovanje usmjereno na stvaranje vrijednosti u središte pozornosti uvijek stavlja maksimiziranje vrijednosti za vlasnike. Svaki uloženi kapital ima cijenu koštanja, čije učinkovito korištenje postaje ključni faktor uspješnosti. Kako bi se stvorila vrijednost, potrebno je zaraditi više od troška kapitala prilagođenog za rizike te kamatu na dužnički kapital.. Takva mjerna veličina se naziva 'preostala vrijednost' (*engl. Residual Income*).

Koncept stvaranja dodane ekonomske vrijednosti EVA *(engl. Economic Value Added)* podrazumijeva da poduzeće zarađuje iznad troška financiranja, čime se postiže trajna održivost poslovanja. EVA je registrirani trademark tvrtke Stern Stewart & Co. koja je razvila EVA mjeru krajem 1980-ih, kao posljedica unapređenja njihovog prijašnjeg FCF *(engl. Free-Cash Flow)*. U praksi je korištenje EVA metode dosta kompleksno, jer uključuju mnoge korekcije u pozicijama računa dobiti i gubitka i bilanci.[56] EVA je veličina profitabilnosti koja pokazuje stvara li poduzeće dodanu vrijednost iz perspektive dioničara, ali može poslužiti i kao mjera sustava za postavljanje ciljeva odnosno poticanje menadžmenta na ostvarenje zadanih ciljeva. Nastaje kada je razlika između dobiti i tržišno orijentiranog troška kapitala pozitivna, čime je ostvarena profitabilnost veća od ponderiranog prosječnog troška kapitala WACC[57].

[55] Alpha Capitalis, *Neto dobit nije dovoljna! Da li stvarate ekonomsku vrijednost?* Dostupno na: https://alphacapitalis.com/2017/06/02/neto-dobit-nije-dovoljna-da-li-stvarate-ekonomsku-vrijednost/
[56] Venanzi, D. (2012) *Financial Performance Measures and Value Creation*. Rome Italy: the State of the Art, Springer Milan.
[57] Vernimmen P., Le Fur Y., Dallochio M., Salvi A., Quiry P., (2017) *Corporate Finance: Theory and Practice. Fifth Edition:* John Wiley & Sons, str.553

Kako ROCE pokazatelj mjeri učinkovitost korištenja kapitala, potrebno je izračunati najprije angažirani kapital *(engl. capital employed)*. On se mjeri kroz veličinu neto operativne imovine NOA *(engl. Net Operating Assets)*. Pojednostavljenim izračunom NOA se dobiva kada se od ukupne vrijednosti imovine odbijaju obveze na koje se ne plaćaju kamate *(engl. non-interest bearing liabilities, NIBL[58])*, što su uglavnom obveze prema dobavljačima, obveze za poreze i predujmove, te dodaju one stavke koje nisu u bilanci a smatraju se korištenim kapitalom (npr. Goodwill, stavke PPA, *engl. Purchased Price Allocation[59]).*

Za izračun ROCE pokazatelja je potrebna i dobit poslovanja. U ovom slučaju nije ključna neto dobit, već dobit prije kamata i poreza koja se korigira za poreznu stopu *(engl. Net Operating Profit After Taxes NOPAT).* Ta kategorija dobiti je nastala iz kategorije operativne dobiti prije poreza i kamata *(engl. Earnings Before Interest and Taxes EBIT)* umanjene za porez na dobit, što prikazuje sljedeći obrazac:

NOPAT= EBIT - Porez na dobit

NOPAT je polazišna točka kod računanja ekonomske dodane vrijednosti. NOPAT ne uključuje troškove financiranja jer su već uključeni u računanje ponderiranog prosječnog troška kapitala, pa bi u tom slučaju došlo do dvostrukog terećenja troškova kapitala s kamatama. NOPAT ne mjeri koliko je ostvareno neto dobiti na uloženi vlastiti kapital, već je bitno prikazati učinkovitost upravljanja svim sredstvima koja su poduzeću dana na raspolaganje, bilo vlastiti kapital ili financijski dug.

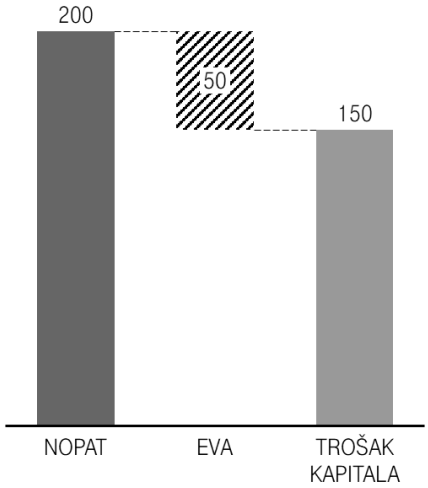
Poduzeće mora mjeriti koliki je ukupan povrat na investirani kapital – stvara li dostatnu dobit odnosno vrijednost za dioničare ili ne. Kako je EVA jednostavno rečeno razlika između zarade i troška kapitala, dolazi se do sljedećeg pojednostavljenog obrasca:

EVA = Neto operativna dobit nakon oporezivanja **NOPAT**

– Ponderirani prosječni trošak kapitala **WACC x** Neto operativna imovina **NOA**

[58] Dunković, D. (2011) *Vrijednost i trošak uloženog kapitala u poslovanje*: RRIF, br.8
[59] Belak, V. (2012) *Osnove suvremenog računovodstva*. Zagreb: Belak Excellens.

Slika 6: Odnos NOPAT-a i troška kapitala prema EVA mjeri



Izvor: Dunković, D. (2011) Vrijednost i trošak uloženog kapitala u poslovanje: RRIF, br.8

Stvorena ekonomska dodana vrijednost EVA jednaka je preostaloj vrijednosti odnosno razlici između neto operativne dobiti nakon oporezivanja i troška kapitala. Trošak kapitala je umnožak uloženog kapitala i WACC-a. EVA se usmjerava na dugoročnu vrijednost društva i ukazuje na razliku između operativne dobiti i WACC-a. Zbog toga se EVA može opisati i kao višak dobiti povrh kamate koju zahtijeva tržište i prikazana je sljedećim obrascem:

$$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA}$$

$$EVA = NOPAT - (WACC \times NOA)$$

$$EVA = (ROCE - WACC) \times NOA$$

Ekonomska vrijednost poduzeća se mjeri temeljem očekivanih zarada odnosno novčanih tokova koje će to poduzeće generirati u nekom budućem razdoblju, diskontiran za odgovarajući rizik koji je pridružen tom novčanom toku. Rizik nastaje uslijed inflatornih kretanja u promatranom razdoblju, čime novčani tokovi udaljeniji od sadašnjeg trenutka imaju veći rizik i samim tim nižu sadašnju vrijednost. Time se objašnjava i vremenska preferencija novca, koja objašnjava veću sklonost novca u sadašnjosti naspram istog iznosa novca u budućnosti.[60]

[60] Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća, vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, Katedra za ekonomiku poduzeća.

Povećanje vrijednosti poduzeća se postiže samo ako je sadašnja vrijednost budućih čistih novčanih tokova veća od sadašnje vrijednosti ulaganja, čime se definira pravilo čiste sadašnje vrijednosti. Svaka poslovna odluka treba težiti pozitivnoj čistoj sadašnjoj vrijednosti, jer se u protivnom smanjuje postojeća vrijednost poduzeća. Vrijednost je stvorena jedino ukoliko je povrat na uloženi kapital premašio trošak uloženog kapitala. Dodana vrijednost stoga odgovara onome što je poduzeće proizvelo korištenjem svih raspoloživih resursa.

3.2. Ponderirani prosječni trošak kapitala kao granica investicijskog horizonta

Kod poslovnog odlučivanja poduzeće mora voditi brigu o tome kako će se financirati ulaganje (iz kojih izvora), hoće li projekt biti dovoljno profitabilan da pokrije trošak kapitala odnosno hoće li ulaganje povećati vrijednost poduzeća. Dugoročno financiranje mora osigurati poduzeću da raste po većoj stopi od onih koje pružaju samo interni izvori kapitala i kratkoročno zaduživanje. Vlastiti kapital čine emisija običnih i povlaštenih dionica ili zadržavanje dobiti, dok tuđi kapital dolazi u obliku bankovnog kredita, lizinga i emisije dužničkih vrijednosnih papira.[61]

Svaka jedinica imovine poduzeća ima svoj izvor financiranja, koji nosi drugačiji rizik za ulagača. Postoje različite teorijske postavke da je vlastiti kapital skuplji od vanjskog financiranja, jer je očekivana zarada vlasnika u % viša od % očekivane zarade od kamata na strani kreditora[62].Vlasnici tvrtke (dioničari) uvijek očekuju veći povrat na uloženi kapital nego subjekt koji daje kredit ili zajam, jer njihovo ulaganje nosi veći rizik. Razlog tome je što trošak kapitala ne ovisi samo o trošku duga ili trošku glavnice nego i o tome koliki je udio pojedinog oblika financiranja u ukupnoj strukturi kapitala. Ovaj je odnos integriran u prosječni ponderirani trošak kapitala WACC *(engl. Weighted Average Cost of Capital*).

[61] Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća, vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, Katedra za ekonomiku poduzeća.
[62] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.

Uloženi kapital kao kategorija financijske i investicijske analize ima bitnu ulogu kod mjerenja uspješnosti poslovanja. Trošak kapitala je umnožak uloženog kapitala i ponderiranog prosječnog troška kapitala. Predstavlja novčanu vrijednost, dok se WACC izražava u %. Trošak kapitala predstavlja ulagačima minimalnu stopa povrata na uloženi kapital u poslovanje. Može se stoga promatrati i kao svojevrsni oportunitetni trošak odnosno propuštena stopa povrata od uloženog kapitala u neko drugo ulaganje sličnog rizika. WACC kvantificira naknadu koju tržište kapitala zahtijeva za financiranje kapitala ili duga u obliku očekivanih kamatnih stopa na kapital i dug. Raspoloživost kapitala, bilo vlasničkog ili dužničkog, ovisi o tome ispunjava li očekivanja ulagača glede kamate ili ne. Ukoliko ih ne ispunjava, povjerenje ulagača se smanjuje. Stoga rizik ulagača svakako mora biti uzet u obzir kod računanja troška ulaganja.

Izračun WACC-a nije laka zadaća, no nužna je polazna točka kod donošenja odluke o nekom ulaganju odnosno financiranju poslovanja. Uključuje čimbenike koji odražavaju tržišne rizike mjerodavne za upravljanje poslovanjem. Na povećanje ili smanjenje WACC-a mogu utjecati promjene na tržištu kapitala (npr. povećanje kamatne stope), promjene kreditne sposobnosti, ili pak promjene unutar poduzeća (npr. promjena procjene rizika). Neki čimbenici su stoga okolinski i izvan kontrole poduzeća, dok su drugi internog karaktera ovisni o politici financiranja i investiranja poduzeća[63].

Izračunavanje ovog pokazatelja nailazi na iste probleme kao i izračunavanje ROCE pokazatelja, a to je dilema oko strukture kapitala koju treba uzeti u obzir. WACC se izražava u "%" i pokazuje koji je prosječni trošak upotrebe svih izvora financiranja, vlasničkog kapitala i duga, uzimajući u obzir njihov udio u ukupnom financiranju i porezni štit kod kamata na zaduženja (1-T).[64] Izračun WACC-a sadrži dva faktora, čiji zbroj predstavlja iznos ukupnog financiranja:

- dug - ukupna vrijednost kratkoročnih i dugoročnih kredita i zajmova
- glavnicu - očekivani prinos vlasnika

Izračun WACC-a prikazuje sljedeći obrazac:

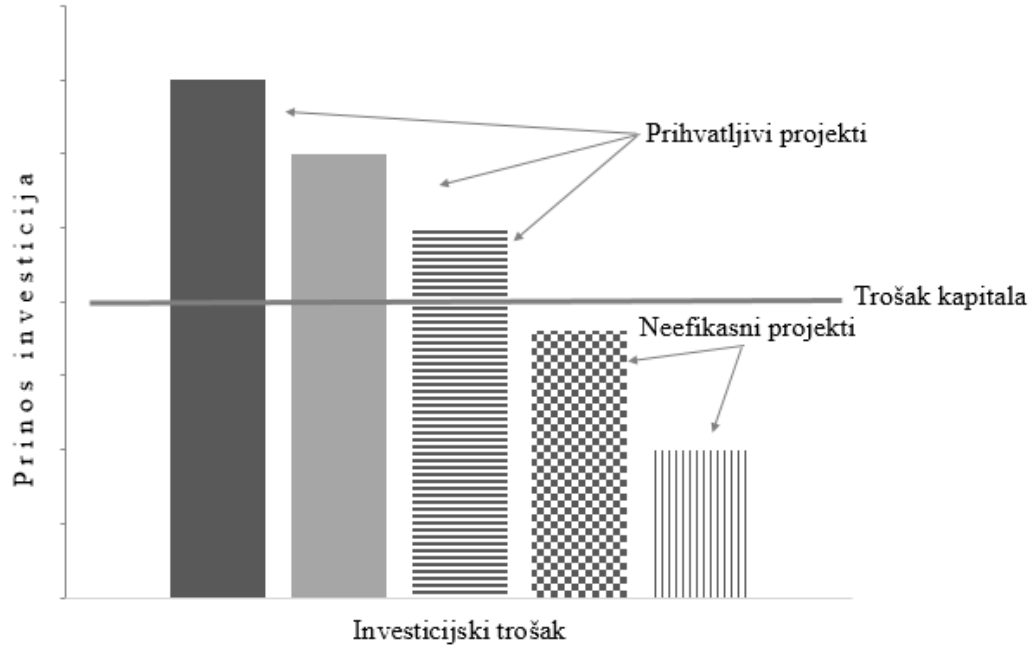
$$WACC = \frac{\text{Dug}}{\text{Ukupno financiranje}} \text{ x trošak duga x } (1\text{-}t) + \frac{\text{Glavnica}}{\text{Ukupno financiranje}} \text{ x trošak glavnice}$$

[63] Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća, vodič za primjenu u poslovnoj praksi*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, Katedra za ekonomiku poduzeća.
[64] Dunković, D. (2011) *Vrijednost i trošak uloženog kapitala u poslovanje*: RRIF, br.8

Vidljivo je da je trošak kapitala ponderirani prosijek troška duga i obične glavnice te ovisi o troškovima pojedinačnih komponenti, kao i o vrijednosnom udjelu svake komponente kapitala u ukupnoj strukturi kapitala. Sam izračun nije toliko kompliciran, koliko prikupljanje podataka za izračun. Veliki izazov stvaraju problemi utvrđivanja svakog pondera, najvećim dijelom zbog odnosa knjigovodstvene i tržišne vrijednosti strukture kapitala.

Odluka o dugoročnom investiranju spada u jednu od najsloženijih financijskih odluka. Temelji se na specifičnoj aparaturi donošenja financijskih odluka: novčanim tokovima i oportunitetnom trošku angažiranja sredstava. Sveobuhvatno značenje dobivaju u konceptu troškova kapitala poduzeća. Donošenje financijskih odluka temelji se na primjeni tehnike budžetiranja kapitala *(capital budgeting)*, koja primarno uključuje prognozu novčanih tokova buduće investicije, uz primjenu brojnih metoda budžetiranja kapitala. Cilj je olakšati postupak donošenja odluke o dugoročnom ulaganju, kako bi se odabrao onaj koji je financijski najučinkovitiji. Trošak kapitala u tom postupku služi kao diskontna stopa u budžetiranju kapitala, predstavljajući donju granicu prihvatljivosti nekog ulaganja, koja se može ilustrirati investicijskim horizontom.[65]

Slika 7: Investicijski horizont društva



Izvor: Orsag, S. (2015) Poslovne financije. Zagreb: Avantis, Hrvatska udruga financijskih analitičara

[65] Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, Hrvatska udruga financijskih analitičara

Na slici 7 su prikazani projekti različitih iznosa investicijskih prinosa i troškova ulaganja. Projekti čiji je očekivani prinos niži od samog troška ulaganja spadaju u grupu neefikasnih projekata, dok projekti s višim prinosom od troška ulaganja čine financijski efikasne i prihvatljive projekte. Pri tome je minimalna stopa profitabilnosti investicije jednaka trošku kapitala, koji predstavlja kritičnu točku ili crtu odvajanja prihvatljivih od neefikasnih investicijskih mogućnosti nekog društva. Veličina troška kapitala utječe na promjenu investicijskog horizonta. Niži trošak kapitala povećava investicijski horizont, a viši smanjuje, što izravno utječe na mogućnost kreiranja dodatne vrijednosti za dioničare.[66]

3.3. Doprinos pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala

U poglavlju 2.2.2.4. je definiran pokazatelj profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE *(engl. Return On Capital Employed)* kao mjera kojom mjerimo odnos zarade i korištene imovine:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT } \textit{(engl. Net Operating Profit After Tax)} \Rightarrow \text{Neto operativna dobit nakon oporezivanja}}{\text{NOA } \textit{(engl. Net Operating Assets)} \Rightarrow \text{Neto operativna imovina}}$$

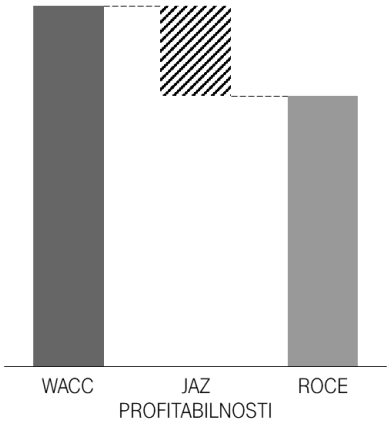
Naglašeno je da je za dugoročnu održivost poduzeća potreban model poslovanja usmjeren na stvaranju vrijednosti. Vrijednost je stvorena jedino ukoliko je povrat na uloženi kapital premašio trošak uloženog kapitala, čime se dolazi do postavke odnosno krajnjeg cilja, a to je:

$$\text{EVA} = \text{ROCE} > \text{WACC}$$

Kako se kod računanja rentabilnosti imovine uspoređuje zarada od te (neto) imovine i trošak financiranja (trošak kapitala), trošak kapitala ili WACC postaje kontrolna mjera za ROCE. Ukoliko uloženi odnosno korišteni kapital nije zaradio više od cijene koštanja uloženog kapitala, stvara se 'jaz profitabilnosti' koji je prikazan na slici 8.

[66] Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, Hrvatska udruga financijskih analitičara

Slika 8: Jaz profitabilnosti



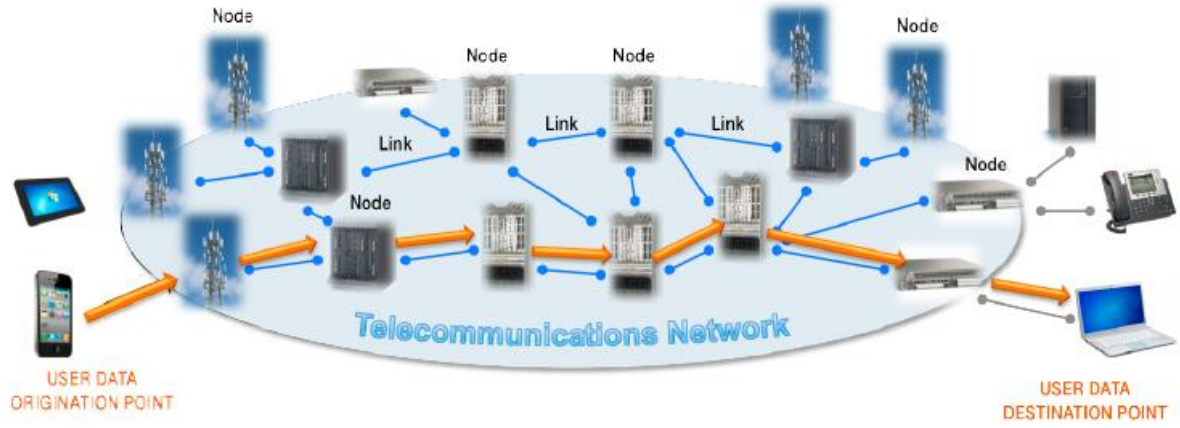
Izvor: Deutsche Telekom, (2012) e Learning education material

Vrlo je važno koristiti odgovarajući pokazatelj uspješnosti za određeni industrijski sektor. Ključni pokazatelji uspješnosti u upravljanju trebali bi upravu usmjeriti u odgovarajući smjer, kako bi se postigli ciljevi tvrtke. Odabrani ključni pokazatelj poslovanja je zapravo smjernica za upravljanje poduzećem i odgovara na pitanje 'što učiniti'. Podržan je definiranom strategijom tvrtke koja odgovara 'kako to učinit' i 'kako obavljati' svoje poslovanje.

ROCE je vrlo široko korišten mjerni pokazatelj u sektorima koji teže profitabilnosti.[67] To su najprije poduzeća čije poslovanje je opterećeno značajnim ulaganjima npr. telekomunikacijske, proizvodne, turističke i slično. Izbor upravljačkog ključnog pokazatelja poslovanja ovisi o strategiji tvrtke i prirodi ciljane "poruke" tržištu kapitala. Svakako treba uvažiti vrstu industrije. Kao primjer se može uzeti telekomunikacijska industrija. Komunikacija je ključna društvena interakcija među svim živim bićima. Telekomunikacije znače prijenos signala preko udaljenosti radi komunikacije. Biti u stanju komunicirati u bilo kojem trenutku preko bilo koje udaljenost je uvijek bila strateška prednost, a često i pitanje opstanka. Od njihovog početka, telekomunikacije snažno utječu na društveni, kulturni i ekonomski razvoj, mijenjajući načine na koje komuniciramo, informiramo se, radimo i zabavljamo. Telekomunikacijska mreža je sustav aktivnih mrežnih elemenata (čvorova) i interkonekcija između njih (veze). Njegova glavna svrha je prijenos korisničkih podataka iz njihova podrijetla do odredišta (slika 9).[68]

[67] Rutherford, B. A., (2002) *Design and Implementation of Return on Capital Employed Performance Indicators Within a Trading Regime: The Case of Executive Agencies*: Financial Accountability & Management Volume 18, Issue 1, str.74
[68] Pavelin A., (2013) *Telecommunications Technical and business aspects today and tomorrow*

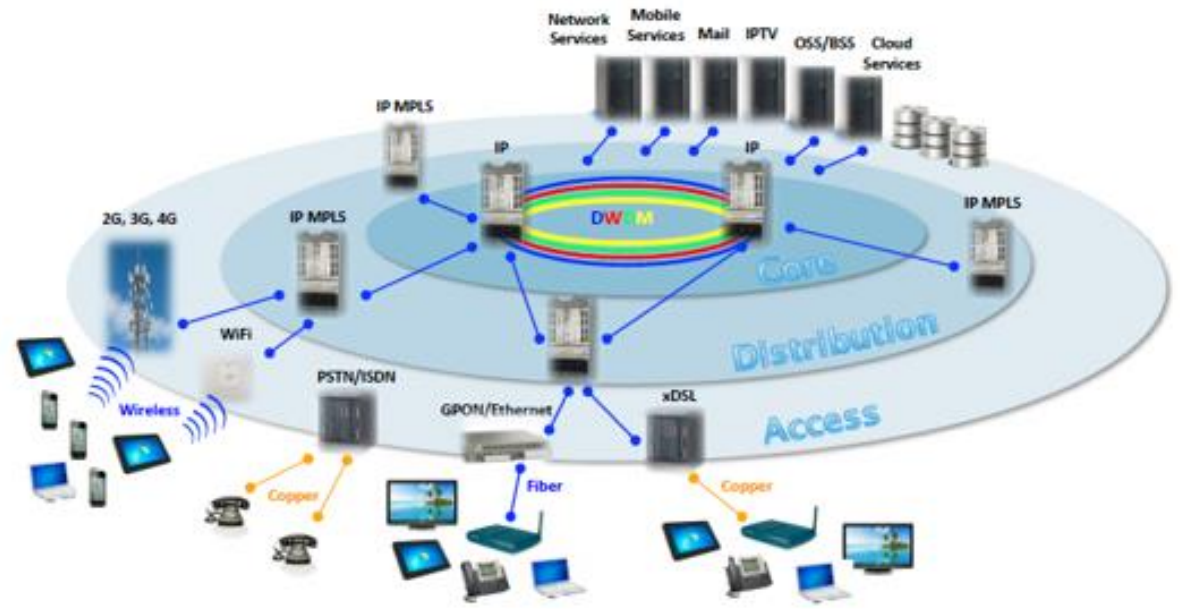
Slika 9: Telekomunikacijska mreža – osnovne postavke



Izvor: Pavelin A., (2013) Telecommunications Technical and business aspects today and tomorrow

Elektromagnetsko zračenje je bit telekomunikacija. To je energija koja se prenosi kroz prostor u obliku EM valova. Uvođenje digitalne tehnologije bila je prva revolucija u telekomunikacijskoj industriji, što je omogućilo stvaranje novih poslovnih prilika i najavilo informacijsko razdoblje. Mreža sljedeće generacije je mrežna platforma koja prenosi sve vrste telekom prometa - podataka, glasa i videa. Njegova slojevita arhitektura osigurava stabilnost, pouzdanost, fleksibilnost, sigurnost i upravljivost (slika 10).

Slika 10: Telekomunikacijska mreža sljedeće generacije



Izvor: Pavelin A., (2013) Telecommunications Technical and business aspects today and tomorrow

Cloud je označio početak 'post-PC' doba. Predstavlja novi stil osobnog računalstva koji ide izvan računanja i pohranjivanja u potpuno novo područje komunikacija, aplikacija i programa na temelju mobilnosti i pametnih korisničkih uređaja (slika 11). 'Glavni trendovi u klijentskom računalstvu pomaknuli su tržište s fokusiranja na osobna računala na širu perspektivu uređaja koja uključuje pametne telefone, tablete i druge potrošačke uređaje'[69] navodi Gartner -vodeća svjetska tvrtka za istraživanje i savjetovanje u području informacijske tehnologije.

Slika 11: Poslovanje u 'Cloudu'

Izvor: Pavelin A., (2013) Telecommunications Technical and business aspects today and tomorrow

Teška kapitalna ulaganja CAPEX (*engl. Capital expenditures)* posljednjih desetljeću nisu donijela potreban ROI. Ključni razlozi su jer CAPEX planiranje pokreće tehnologija, a ne poslovni ciljevi. Istraživanje PwC-a iz 2012. godine pokazuje kako telekom operatori ne postižu povrat na uloženi kapital iznad troška kapitala - prosječni dugoročni povrat ulaganja bio je samo 6%, tj. 3% manje od cijene koštanja samog kapitala.[70]

[69] Gartner, (2012) *Special Report Examines How Businesses Must Meet Consumers' Cloud Expectations in Order to Win Customers* Dostupno na: https://www.businesswire.com/news/home/20120312006072/en/Gartner-Personal-Cloud-Replace-Personal-Computer-Center

[70] PwC (2012) *We need to talk about Capex Benchmarking best practice in telecom capital allocation* Dostupno na: https://www.pwc.com/gx/en/communications/publications/assets/pwc_capex_final_21may12.pdf

Specifičnost dinamičnog tržišnog okruženja nameće telekom industriji nekoliko pitanja:

- Gdje rasti?

Poticajne nove mogućnosti pojavljuju se svugdje, kako unutar tako i izvan tradicionalnog telekomunikacijskog poslovanja. Događa se digitalna revolucija koja ima za posljedicu pad cijena digitalnih komunikacijskih uređaja te obuhvaća drastične promjene u tehnologiji i društvu. Mobilne usluge kao što su mobilni videozapisi, plaćanje, oglašavanje i komunikacija M2M (*engl. Machine to Machine*) eksplodirale su sa širenjem pametnih mobilnih uređaja koji su uvijek povezani s internetom i poslovnim ekosustavom.

- Kako rasti?

Ovaj pojam je ustvrdio najprije James F. Moore u članku Harvard Business Review "Predatori i plijen: nova ekologija konkurencije". U tom kontekstu, kako bi se proširio sustavni pristup strategiji, poduzeće se ne bi trebalo promatrati kao član samo jedne industrije, već kao dio poslovnog ekosustava koji uključuje različite industrije. Kako bi se ispunila očekivanja kupaca sljedeće generacije, tradicionalni 'lanci opskrbe' pretvaraju se u poslovne ekosustave usmjerene na stvaranje korisničkog iskustva.

Poslovni ekosustav je ekonomska zajednica koju čine interaktivne organizacije i pojedinci poslovnog svijeta. U poslovnom ekosustavu poduzeća rade i u suradnji i konkurentno, kako bi podržale nove proizvode i usluge, zadovoljile korisničko iskustvo i na kraju potakle sljedeći krug inovacija. Primjerice, Apple Computer je vođa ekosustava koji uključuje najmanje četiri glavne industrije: osobna računala, potrošačku elektroniku, informacije i komunikacije. Apple-ov ekosustav obuhvaća proširenu mrežu dobavljača te velik broj kupaca u različitim tržišnim segmentima. Takvo vodstvo omogućuje svim članovima ekosustava da ulažu u zajedničku budućnost u kojoj očekuju zajednički profit. Ipak, u bilo kojem većem poslovnom okruženju, nekoliko ekosustava se može i boriti za opstanak i dominaciju, primjerice IBM i Apple ekosustavi u osobnim računalima. Konkurencija je sveprisutna u poslovnim ekosustavima.[71]

[71] Moore, J F. (1993) *"Predators and Prey: A New Ecology of Competition*".

ICT tehnologija temelj je svih ekosustava koji stvaraju nove mogućnosti za prihode. Telekomi bi trebali iskoristiti svoju stratešku tržišnu poziciju i postojeću imovinu, kako bi zauzeli snažan položaj u tim ekosustavima. U tom smislu, uloga telekoma je manje u izumiranju "revolucionarnog proizvoda", a više u oblikovanju ekosustava i pametnom pozicioniranju u njima. Telekomi već posjeduju infrastrukturu i stručnost za pružanje novih usluga. Međutim, prikupljanje novih izvora prihoda i dugoročno osiguravanje održivog poslovanja zahtijevaju da poslovanje radikalno promijeni svoje razmišljanje, poslovne modele i prakse, što zahtijeva velika ulaganja.

Ključni stupovi moderne strategije za telekome jesu fokusiranje na korisničko iskustvo, racionalizaciju poslovnih modela za dobivanje suradnje u ekosustavu, postizanje visoke operativne učinkovitosti i osiguranje financijskih resursa za pokretanje ove digitalne transformacije. Kapital je oskudan resurs, a očekivani povrati od ulaganja su na prosječnoj razini tržišta. Stoga je dobra procjena o investiranju ključna.

Iz svega navedenog se može sažeti specifičnosti telekomunikacijske industrije:

- telekom industrija je vrlo dinamična i kontinuirano donosi sve veću kompleksnost
- na tržištu se događa digitalna i ICT revolucija; novi poslovni modeli tzv. informacijske i komunikacijske tehnologije (engl. ICT business - Information and Communications Technology) i robotike
- trenutno se događa eksplozija prijenosa podataka – dok istovremeno cijene padaju
- praćenje tržišnih trendova nameće značajna ulaganja u nove tehnologije i infrastrukturu
- ulaganja nisu u vremenskom skladu s generiranjem prihoda, pa ulaganje po korisniku raste, a financijska isplativost po korisniku pada
- zamjenski proizvodi prisiljavaju telekomunikacijske tvrtke da povećaju učinkovitost i ulože velike troškove, te ne uspijevaju proizvesti potreban ROI (povrat na ulaganje)
- investicijski ciklus novih platformi je izrazito dug (20-30 god.), čime mjerenje rentabilnosti takvih ulaganja postaje sve kompleksnije
- izračun rentabilnosti nove imovine je izuzetno važan, jer ona zahtijeva ponovna ulaganja zbog potrebe održavanja funkcionalnosti, performansi i kvalitete

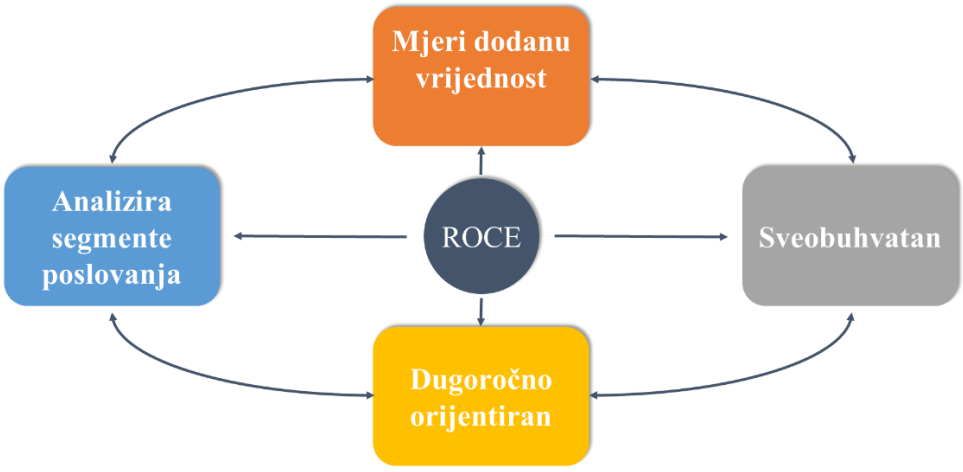
Uvažavajući sve navedeno, potrebno je razmotriti sljedeće:

- kako ROCE može biti od koristi za navedene specifičnosti u telekomunikacijskoj industriji?
- treba li investitor biti zainteresiran za izračun povrata uloženog novca u svakoj godini životnog ciklusa ulaganja?
- može li ROCE kao dugoročno orijentirani KPI transparentno pokazati investitoru koliko je profitabilan uloženi kapital i kada počinje generirati odgovarajuću razinu dobiti iznad troška kapitala (ponderiranog prosječnog troška kapitala -WACC)?

S obzirom na sve navedene specifičnosti telekom okruženja, je li opravdano razmišljati o ROCE pokazatelju kao vodećem KPI-u unutar telekom industrije? Ova teza je zapravo vrlo složena. Potrebno je uvažiti činjenicu da svako poduzeće ima svoju misiju i strategiju. S druge strane, promatrajući prednosti korištenja ROCE-a kao KPI-a indikacija je da bi ROCE trebao biti više u fokusu dioničara, jer pokazuje koliko je profitabilan uloženi kapital. Za mjerenje profitabilnosti ulaganja moramo uključiti onaj financijski pokazatelj koji je sveobuhvatan za navedene mjerne veličine: zaradu, uloženi kapital i trošak financiranja. U tom kontekstu ROCE ispunjava zadane kriterije.

Specifičnost ROCE pokazatelja je da je to dugoročni pokazatelj - pomoću njega možemo pratiti stvaranje dodane vrijednosti kroz duži vremenski period. Izračun vrijednosti ROCE-a za samo jednu poslovnu godinu nije podatak kojem težimo, jer ne prikazuje trend uspješnosti poslovanja, nego samo mjeri profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala u toj izoliranoj godini.

Slika 12: Obilježja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE



ROCE je pokazatelj koji ima brojne prednosti:

- **Mjeri dodanu vrijednost**

- mjeri sposobnost poduzeća da stvori dodanu vrijednost kroz mjerenje uspješnosti korištenja svih resursa u odnosu na njihov trošak financiranja
- daje transparentan odgovor na pitanje: koliko su profitabilna ulaganja ili će biti u budućnosti, uspoređujući tako do prihoda koji generiraju

- **Sveobuhvatan**

- uzima u obzir sve troškove poslovanja – nema posebnih stavki troškova izostavljenih iz izračuna (osim troška kamata - NOPAT ne uključuje troškove financiranja, jer su već uključeni u računanje ponderiranog prosječnog troška kapitala pa bi u tom slučaju došlo do dvostrukog terećenja troškova kapitala s kamatama[72])

- **Dugoročno orijentiran**

  Dosljednost je ključni čimbenik uspješnosti. Drugim riječima, investitori bi se trebali oduprijeti ulaganju na temelju ROCE-a od samo jedne godine. Uvijek treba pogledati kako se ROCE ponaša tijekom nekoliko godina i slijediti taj trend. Poduzeća koja kontinuirano, iz godine u godinu, zarađuje veći povrat na svaku uloženu novčanu jedinicu imaju veću tržišnu vrijednost od onih koja 'izgaraju' kapital za jednokratno ostvarivanje profita. ROCE može biti i signal za konkurentsku prednost. Stoga ga promatramo kao:

- dugoročni pokazatelj koji prati trend stvaranja vrijednosti iz godine u godinu
- prati životni ciklus ulaganja i 'ne oprašta povrat od ulaganja ispod troška ulaganja' i dokle god je imovina u poslovnim knjigama, može se dovesti u odnos njezin trošak i njezin doprinos poslovanju
  - omogućava investitorima dugoročniju prognozu uspješnosti poslovanja

- **Analizira segmente poslovanja**

- primjenjiv na pojedine segmente poslovanja, a ne samo na poduzeće kao cjelinu
- ističe odgovarajuće snage ili slabosti pojedinih segmenata u poslovanju kroz praćenje različitih pokazatelja i dovođenjem u vezu s ROCE rezultatom mjerenja
- primjenjiv za mjerenje isplativosti projekta ili usporedbu alternativnih rješenja, povezujući ih s generiranjem prihoda i ostvarenjem ukupne dobiti

[72] Dunković, D. (2011) *Vrijednost i trošak uloženog kapitala u poslovanje*: RRIF, br.8

Pored brojnih dobrih strana **ROCE** pokazatelja, nailazi se i na neka ograničenja:

- **Ne postoji strogo propisana metodologija za izračun ROCE pokazatelja**
  Definirana metodologija sklona je mijenjanju. Postoji toliko različitih definicija za svaki element izračuna pokazatelja, da ne postoji dogovor o tome kako 'standardizirati izračun' kapitala koji se koristi (početni ili prosječni kapital) ili dobit (koja razina dobiti). Kao rezultat svega toga, metoda se otvara manipulaciji prilikom tumačenja pokazatelja kod procjene ulaganja, omogućujući odabir one definicije izračuna ROCE-a koja najbolje odgovara predodžbi o isplativosti projekta.

- **ROCE ne odražava uvijek učinkovit prinos imovine**
  Potrebno je biti oprezan prilikom tumačenja rezultata mjerenja, uzimajući u obzir sve okolnosti koje su dovele do boljeg ili lošijeg ROCE-a. Primjerice, ako tvrtka smanji kapitalne investicije, to će rezultirati većim ROCE-om zbog manje neto operativne imovine NOA-e. Iako je ROCE rezultat bolji, nije došlo do poboljšanja u poslovanju tvrtke. Zapravo suprotno, tvrtka smanjuje potencijalno profitabilne kapitalne investicije. To je jedno od glavnih ograničenja korištenja ovog pokazatelja.

- **Izračun ROCE-a ne uzima u obzir financijsku veličinu projekta**
  ROCE metoda mjeri vrijednost potencijalne investicije u postocima. Ona u neusklađenom obliku nije u mogućnosti uzeti u obzir financijsku veličinu projekta kod usporedbe dvije opcije. Na primjer, pretpostavimo da poduzeće razmatra hoće li izgraditi veliku mrežu po cijeni od 10 milijuna nj., ili mali pogon po cijeni od 5 milijuna nj. Ako se pokaže da velika mreža ima ROCE od 15%, a mali pogon ROCE 20%, ne možemo sa sigurnošću zaključiti da bi mali pogon bio bolji izbor. Iako mali pogon ima veći ROCE u %, možda bi rezultirao nižom dobiti.

- **ROCE zanemaruje vremensku vrijednost novca**
  Velika kritika ROCE pokazatelja je da on također ignorira vremensku vrijednost novca, kao i EBITDA. Ne postoji način da se ROCE izmijeni kako bi se uzela u obzir vremenska vrijednost novca. Jedini način da se ublaži ova negativnost je dodatno mjerenje pokazatelja menadžmenta imovine[73] (broj dana naplate, pokazatelj obrta zaliha) i obveza (dani plaćenih obveza), čime se prati novčani ciklus – plaća li se prije nego se naplati.

[73] Vidučić, Lj. (2015) *Financijski menadžment. XI izdanje*: RRiF plus.

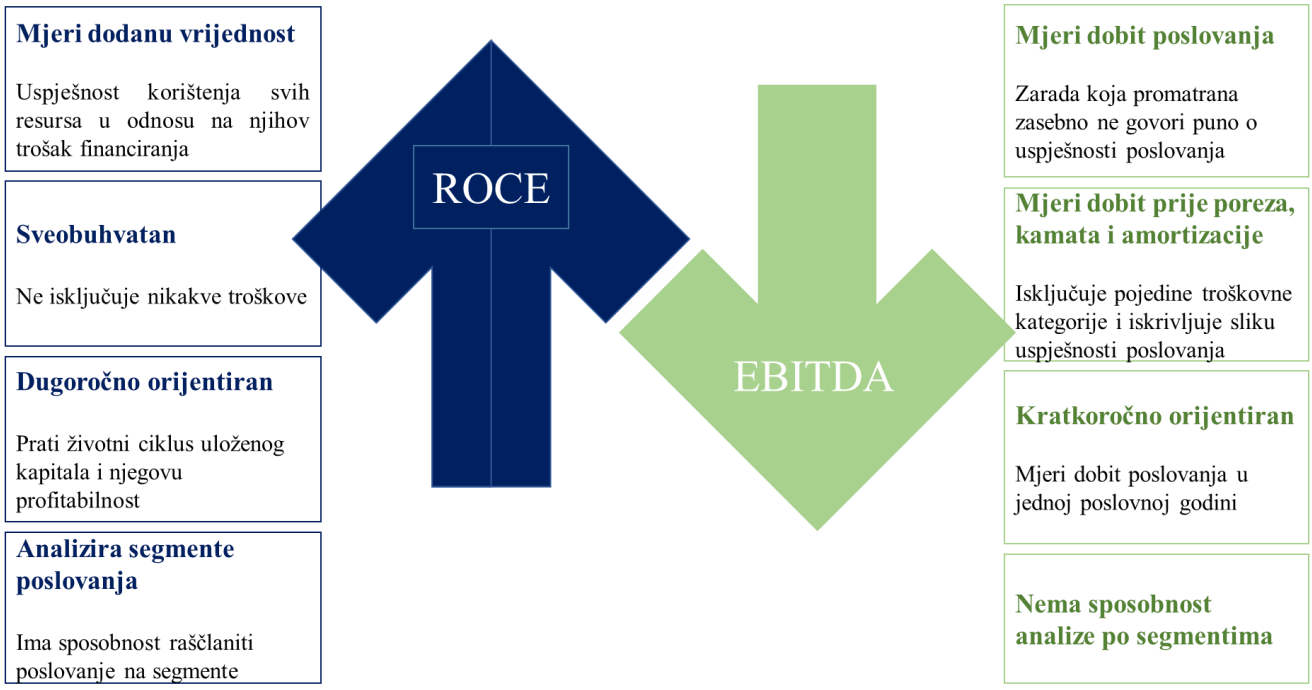
3.4. Usporedba pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala i pokazatelja dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije

U ovom radu je fokus na usporedbu EBITDA i ROCE pokazatelja, sa svim njihovim specifičnostima, dobrim stranama upotrebe i ograničenjima koja nose.

Zbog svih značajnosti pokazatelja dosada navedenih, korištenje ROCE pokazatelja je svestrano i sve više primjenjivo u praksama velikih poduzeća. Tradicionalne računovodstvene mjere vrlo su često kritizirane zbog toga što nisu uzele u obzir troškove kapitala, čime ROCE pokazatelj dobiva na sve većoj važnosti.

U poglavlju 2.2.1.2. su navedene glavne karakteristike pokazatelja dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije EBITDA te istaknuti argumenti zbog kojih se koristi predmetni pokazatelj odnosno ograničenja koja donosi u mjerenju uspješnosti poslovanja poduzeća. Iako se EBITDA pokazatelj široko koristi za procjenu uspješnosti poduzeća zbog svoje neosjetljivosti na kamate, porez i amortizaciju, u usporedbi s ROCE pokazateljem vrlo teško može prevagnuti kao sveobuhvatniji i transparentniji.

Slika 13: Usporedba pokazatelja ROCE i EBITDA



ROCE u odnosu na EBITDA pokazatelj:

- **ROCE pokazatelj je dugoročno orijentiran**
  EBITDA mjeri zaradu u jednoj poslovnoj godini, zanemarujući životni ciklus uloženog kapitala, čime ne omogućava investitorima dugoročniju prognozu uspješnosti poslovanja.

- **ROCE pokazatelj mjeri sposobnost poduzeća da stvori dodanu vrijednost**
  EBITDA ne govori o tome koliko učinkovito se koriste resursi poduzeća u odnosu na njihov trošak financiranja, a znamo da je to ključno za stvaranje vrijednosti i dugoročnu održivost poslovanja.

  EBITDA ne govori sama po sebi puno o uspješnosti poslovanja poduzeća, već se mora kombinirati i interpretirati uz pomoć ostalih ekonomskih veličina i financijskih pokazatelja (npr.kontrolna mjera poput veličine imovine).

  EBITDA ne daje informaciju je li poduzeće poslovalo s dobitkom ili gubitkom.

- **ROCE pokazatelj je sveobuhvatan – ne isključuje troškove iz izračuna**
  Svako isključivanje troškova može značajno utjecati na krajnju ocjenu mjerenja uspješnosti, jer ne daje punu sliku o svim aspektima poslovanja poduzeća:

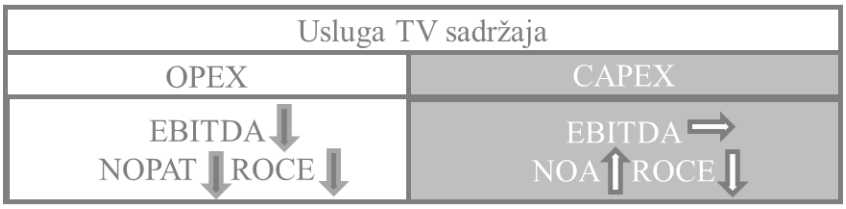
  EBITDA isključuje bitne troškovne elemente kao što su plaćanje poreza, kamata, kapitalnih izdataka i amortizacije, čime zanemaruje bitne elemente potrebne za funkcioniranje poduzeća i izračunavanje novčanog toka u cjelini.

  EBITDA čini tvrtke s bilancama opterećenim velikim investicijama zdravije nego što to zapravo mogu biti, jer izostavlja novac potreban za financiranje obrtnog kapitala i zamjenu stare opreme, što kod poduzeća sa značajnim investicijama može biti značajnih iznosa.

  EBITDA je osjetljiva na primjenu različitih računovodstvenih politika
  Poduzeća za iste vrste ulaganja u poslovanje mogu primijeniti različite računovodstvene politike, čime se izravno utječe na krajnju vrijednost EBITDA pokazatelja; primjerice odabrani prag za kapitalizaciju troškova koji može klasificirati isto ulaganje kao dugotrajnu imovinu ili pak kratkotrajnu imovinu/sitan inventar, TV sadržaj koji može biti priznat kao operativni trošak ili nematerijalna imovina (pravo).

Analizira se primjer poslovne transakcije koja drugačije utječe na ROCE i EBITDA izračun – pružanje usluge TV sadržaja.

Slika 14: Utjecaj različitog računovodstvenog tretmana na EBITDA i ROCE pokazatelj



Na primjeru se može vidjeti kako različita računovodstvena politika za uslugu TV sadržaja različito utječe na izračun EBITDA, dok na izračun ROCE-a ta različitost ima manji utjecaj. EBITDA može 'sakriti' neke operativne troškove ukoliko se mogu priznati kao dugotrajna imovina. No s druge strane ROCE je sveobuhvatan i nema 'skrivanja troškova'. Ukoliko se TV sadržaj prizna kao operativni trošak NOPAT je manji, a ukoliko se troškovi priznaju kao nematerijalna imovina povećava se angažirani kapital NOA. Iako NOPAT i NOA različito utječu na izračun krajnjeg ROCE rezultata, u konačnici obje komponente smanjuju ROCE pokazatelj.

- **ROCE pokazatelj analizira segmente poslovanja**
  EBITDA zanemaruje sve godišnje promjene radnog kapitala u poslovanju, što može biti vrlo rizično jer te promjene mogu značajno mijenjati strukturu neto operativne imovine, čiji potencijalni gubici mogu značajno utjecati na zaradu poduzeća, na novčani ciklus i tekuću likvidnost poduzeća (npr. nenaplaćena potraživanja, nedospjele obveze i slično).

Iako EBITDA vrijednost ne daje investitorima cjelovitu sliku o profitabilnosti uloženog kapitala, za razliku od ROCE pokazatelja, vrlo je popularna u praksi i redovito se koristi kao usporedni pokazatelj poslovanja većih poduzeća. Ugrađen je u ciljeve poduzeća i time je nametnut kao pokazatelj kojem su orijentirani menadžeri poduzeća i timovi kojima menadžeri upravljaju. Cjelokupno poslovanje je fokusirano na transakcije i vrijednosti koje su bitni elementi izračuna pokazatelja, a ne toliko i na ostale segmente poslovanja.

U ciljevima poduzeća se uz EBITDA pokazatelj obično nalaze i drugi financijski pokazatelji, npr. izvedenice novčanih pokazatelja, no takav poslovni model ne nudi sveobuhvatnost u praćenju poslovne uspješnosti.

4. UPRAVLJANJE POKAZATELJEM PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA

Razmotreno je do sada da ne postoji propisana metodologija za izračunavanje pokazatelja profitabilnosti ukupno angažirano kapitala ROCE. Mnogi autori istražuju načine kako optimalno upotrijebiti pokazatelj odnosno kako iskoristiti njegov doprinos u tumačenju stvaranja vrijednosti u poslovanju. Tako Garratt analizira na koji način se upotrebom ROCE pokazatelja može prikazati vrijednost informacijskih usluga u području prava te ga uspoređuje s često upotrebljavanim pokazateljem profitabilnosti ulaganja ROI. Naglašava vrijednost ulaganja i u prošlim razdobljima, a ne samo budućim, čime ROCE daje sveobuhvatniju dimenziju praćenja profitabilnosti nego ROI. No i on pronalazi svojevrni izazov u računanju vrijednosti pojedinih komponenti ovog pokazatelja, obzirom da nije svako područje ekspertize jednoznačno.[74]

Vrlo važno je stoga dobro posvetiti pažnju definiranju odgovarajuće metodologije izračuna pokazetelja, a potom težiti zadržavanju dosljednosti u izračunu koliko je god moguće, kako bi se izračunate vrijednosti mogle pratiti kroz duže vremensko razdoblje i time prikazati trend uspješnosti poslovanja. Izbor korištenih veličina za izračun je dosta diskutabilan i predmet diskusije mnogih ekonomskih analitičara. Dodavanjem ili isključivanjem pojedinih veličina dolazi se do različitih izvedenica skupina ovog pokazatelja. Veličina angažiranog kapitala najviše utječe na konačni izračun pokazatelja.

Definicija ROCE pokazatelja koja će se koristiti u ovom radu je sljedeća:

$$\text{ROCE} = \frac{\text{NOPAT } \textit{(engl. Net Operating Profit After Tax)} \Rightarrow \text{Neto operativna dobit nakon oporezivanja}}{\text{NOA } \textit{(engl. Net Operating Assets)} \Rightarrow \text{Neto operativna imovina}}$$

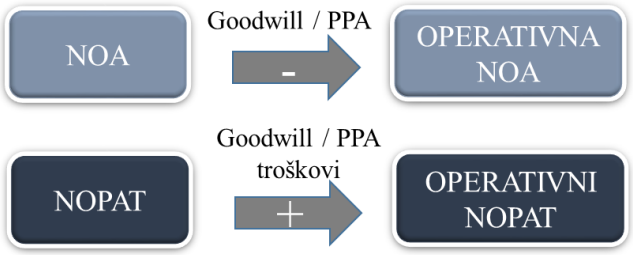
NOPAT se temelji na računu dobiti i gubitka, a NOA na bilanci. Radi cjelovitog pogleda NOA uključuje sve što opterećuje operativni rezultat. No i kod ovog pokazatelja se mogu modificirati korištene veličine te dobiti izvedenice pokazatelja.

[74] Garratt, O., Toiot A. D. (2002) *Demonstrating value in the return on capital employed in information services*: SA Journal of Information Management. Volume 4, Issue 3.

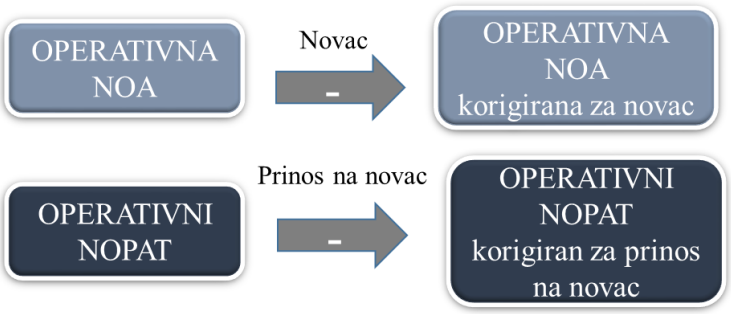
Primjerice za mjerenje segmenata poslovanja nekog poduzeća i usporedbu istih te procjenu povećanja vrijednosti, može se promatrati samo operativni dio ROCE pokazatelja. To znači da se iz ukupne aktive isključuje ona imovina koja se ne smatra korištenim kapitalom npr.:

- Goodwill (nije prenosiv niti postoji mogućnost otuđivanja[75]) i
- učinci alokacije kupovne cijene (*engl.* Purchase Price Allocation - *PPA)* – korisnička baza, odnosi s kupcima, robne marke, preferirani sporazumi o roamingu i slično.

Razlog zašto se isključuju je taj da je to rezultat prošlih investicija i učinci takvog stjecanja imovine se ne mogu optimizirati kroz sadašnje poslovanje. Bitno je isključiti i povezane troškove s tom imovinom na strani NOPAT-a – trošak amortizacije i trošak umanjenja vrijednosti. Time se dolazi do sljedeće postavke:



I nakon ove modifikacije postoji mogućnost dodatno umanjiti vrijednost NOA veličine, a to je za onu poziciju koja ima oprečni učinak na ROCE izračun. Ta pozicija je novac. Poduzeća bogata novcem imaju nelogičnost pri izračunu ROCE pokazatelja. Što je više novca, veća je NOA i manji je ROCE. Zbog takve nelogične postavke, izračunava se operativni ROCE korigiran za novac.



Izuzetno je važno odabrati onu izvedenicu pokazatelja, koji najbolje odgovara poslovnom modelu koji se analizira.

[75] Skupina autora (2010) (red. Gulin, D., Žager, L.) *Računovodstvo. 3. izd.* Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

4.1. Poluge upravljanja pokazateljem profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala

Kako bi poduzeće poboljšalo svoj ROCE pokazatelj, može pokrenuti 2 poluge: povećati neto operativnu dobit nakon oporezivanja NOPAT ili smanjiti odnosno optimizirati neto opravitnu imovinu NOA. Izuzetno je korisno pritom izračunati odnos NOPAT-a i NOA-e. Zašto je to korisno? Obzirom da se ROCE pokazatelj koristi u analizi uspješnosti poslovanja opterećenih značajnim investicijama, kao npr. telekomi, uobičajeno je veličina NOA višestruko veća od veličine NOPAT-a. Ista promjena na jednoj i drugoj strani izračuna nema jednak utjecaj na krajnji ROCE rezultat. To znači da ukoliko se poveća NOPAT ili smanji NOA-u u istom iznosu, neće se zadržati ista razina ROCE rezultata. Na krajnji rezultat utjecat će međusobni odnos NOPAT-a i NOA-e. Njihov odnos je zapravo poluga za mjerenje utjecaja promjene svake komponente izračuna na krajnji ROCE rezultat.

To se može vidjeti na sljedećem primjeru, gdje se uzima odnos NOPAT: NOA= 1:10 i 1:5.

Slika 15: Test osjetljivosti - utjecaj različitog odnosa NOPAT i NOA na ROCE rezultat

$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{10}{100} = \frac{1}{10} = 10\%$	$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{20}{100} = \frac{1}{5} = 20\%$	1:10 / 1:5
$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{10+5}{100-5} = \frac{15}{95} = 15{,}79\%$	$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{20+5}{100-5} = \frac{25}{95} = 26{,}31\%$	**+5,79% / +6,31%**
$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{10+5}{100} = \frac{15}{100} = 15\%$	$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{20+5}{100} = \frac{25}{100} = 25\%$	+5% / +5%
$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{10}{100-5} = \frac{10}{95} = 10{,}52\%$	$ROCE = \frac{NOPAT}{NOA} = \frac{20}{100-5} = \frac{20}{95} = 21\%$	**+0,52% / +1%**

Uspoređen je utjecaj promjene svake komponente izračuna pokazatelja na krajnji rezultat:

- povećan NOPAT i smanjena NOA u istom iznosu
- povećan samo NOPAT
- smanjena samo NOA

Vidljivo je da što je veći odnos NOPAT-a i NOA-e, teže se utječe na povećanje ROCE rezultata kroz smanjenje NOA razine. Kod manjih odnosa NOPAT-a i NOA-e veća je razina osjetljivosti na promjene krajnjeg rezultata. Veličina odnosa komponenti NOPAT-a i NOA-e i osjetljivosti na ROCE izračun su stoga u obrnuto proporcionalnom odnosu: manji odnos – veća osjetljivost na promjene.

Značajne investicije povećavaju neto operativnu imovinu – NOA. Ako se prihodi ne generiraju dovoljno, NOPAT se smanjuje i ROCE se posljedično smanjuje. Kako bi poduzeće poboljšalo svoj ROCE kroz NOPAT, mora povećati operativnu dobit bez značajnog povećanja uloženog kapitala (npr. veća marža profitabilnosti, veći prihodi uz odgovarajuću vrijednost potraživanja i slično). Obzirom da NOPAT uvelike ovisi o tržišnom trendu, poduzeće se mora fokusirati na donju stranu izračuna pokazatelja odnosno treba smanjiti / optimizirati NOA-u (smanjiti vrijednost angažiranog kapitala). Obično je upravljanje ROCE pokazateljem više fokusirano na NOA stranu, jer na nju organizacija može utjecati kroz neke upravljačke odluke koje mogu promijeniti razinu određene stavke aktive.

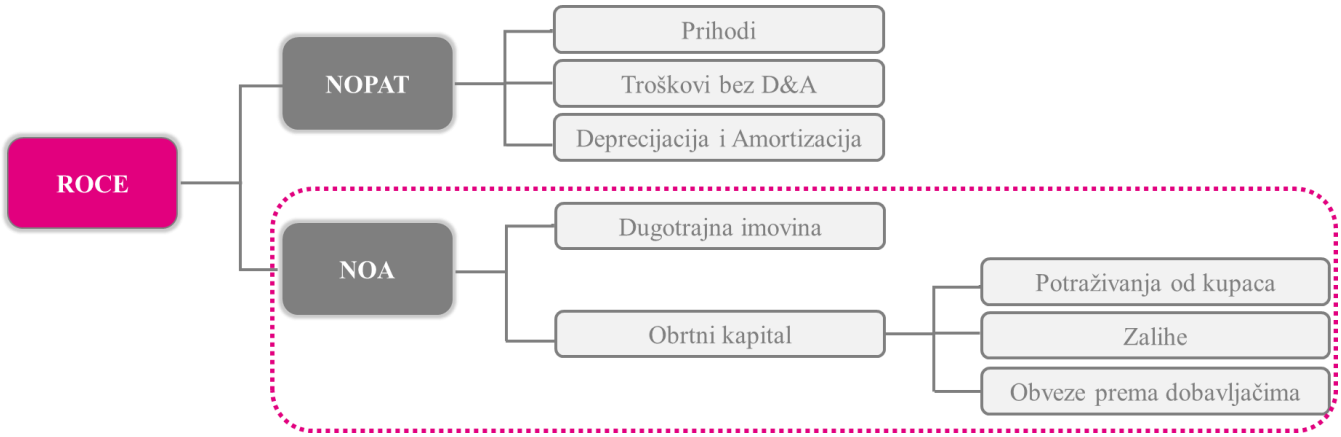
Pitanje s kojim se vrlo često susreće pri analizi nekog pokazatelja je postoji li mogućnost da se manipulira rezultatom. Obzirom da NOA predstavlja kapital angažiran na datum bilance, moglo bi se utjecati na rezultat tako da primjerice donesemo neku odluku kojom se mijenja određena stavka angažiranog kapitala na datum bilance. No i za tu specifičnost postoji određena mogućnost u izračunu NOA strane - može se uprosječiti kroz 12 mjeseci, kako bi se dobio objektivniji prikaz stanja neto operativne imovine. Dakle zbroje se NOA vrijednosti za svih 12 mjeseci i podijeli s 12. Time je dobivena prosječna NOA veličina za tu poslovnu godinu.

Može iz svega navedenog zaključiti da je upravljanje ROCE pokazateljem usmjereno uglavnom na optimizaciju NOA strane, kako bi se osigurala profitabilnija imovina u koju je uložen kapital. Neefikasna upotreba imovine nameće dodatne financijske troškove i vodi nižoj profitabilnosti kapitala.[76]

[76] Vidučić, Lj. (2015) *Financijski menadžment*. *XI izdanje*: RRiF plus.

Stoga je potrebno najprije raščlaniti neto operativnu imovinu na zasebne kategorije, koje će se potom odvojeno pratiti odgovarajućim pokazateljima:

Slika 16: Preglednik područja utjecaja ROCE pokazatelja po području NOPAT i NOA



- **Dugotrajna imovina**: dodijeljen odgovarajući životni vijek imovine, pravovremena aktivacija imovine, različiti omjeri uloženog CAPEX-a po projektima, prosječno vrijeme trajanja projekta, omjer ukupnog CAPEX-a i vrijednosti imovine u pripremi, pokazatelj obrta imovine i slično. Detaljniji prikaz ove poluge upravljanja prikazan je u poglavlju 4.3.
- **Obrtni kapital**:
  a) potraživanja od kupaca: broj dana naplate DSO (*engl. Days Sale Outstanding)*
  b) zalihe: točnost predviđanja prodaje (*engl. forecast accuracy)*, koeficijent obrtaja zaliha (*engl. inventory turnover ratio*), broj dana zaliha DOI (*engl. Days Of Inventory)*
  c) obveze prema dobavljačima: broj dana plaćanja DPO (*engl. Days Payable Outstanding)*

Upravljanje svakim pojedinim segmentom obrtnog kapitala je zasebna tematika i zahtjeva definiranje odgovarajuće strategije, kako bi se postigla planirana razina optimalnih veličina, što je detaljnije prikazano u poglavlju 4.5. Ono što je izuzetno važno naglasiti kod diskusije na temu upravljanja ROCE pokazateljem jest da ključnu ulogu imaju i postavljeni ciljevi poduzeća pretočeni u osobne ciljeve menadžmenta i radnika. Izgledno je da ukoliko organizacija nema percepciju o važnosti pojedinog pokazatelja i svijest kako na njega može utjecati, pokazatelj neće biti u poziciji da se njime upravlja i tretira kao ključni pokazatelj poduzeća. O tome je više govora u poglavlju 5.3. i 5.4.

4.2. Profitabilnost ukupno angažiranog kapitala kao kriterij kod ulaganja

U poglavlju 3.2. je spomenuto da investicijsko odlučivanje spada među najizazovnije odluke u poslovanju poduzeća, jer se više kriterija mora ispuniti da bi financijski rezultat cijele transakcije bio u skladu s očekivanjima ulagača. Naglašena je važnost sljedećih pitanja:

- kako će se financirati ulaganje (iz kojih izvora)?
- hoće li ulaganje biti dovoljno profitabilno da pokrije troškove kapitala?
- hoće li se ulaganje povećati vrijednost poduzeća?

Navedeno je i da se povećanje vrijednosti poduzeća postiže samo ako je sadašnja vrijednost budućih čistih novčanih tokova razmatranog ulaganja veća od sadašnje vrijednosti ulaganja.

Dodatni kriterij prilikom odlučivanja koji može osigurati širi pogled na analizirano ulaganje svakako može biti i pokazatelj profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE. Stavimo li ga u odnos s veličinom ponderiranog prosječnog troška kapitala, možemo izračunati stvara li poslovanje dodanu vrijednost ili ne. Pri tome koristimo već spomenuti obrazac u poglavlju 3.3:

$$EVA = ROCE > WACC$$

Vrijednost je stvorena jedino ukoliko je povrat na angažirani kapital premašio trošak uloženog kapitala. Ukoliko poduzeće ne stvara dodatnu vrijednost odnosno stvara 'jaz profitabilnosti' (slika 8), dovodi se u pitanje njegova dugoročna održivost. Time se dolazi do dva ključna kriterija prilikom donošenja odluke o nekom ulaganju:

1. metoda čiste sadašnje vrijednosti (diskontirani novčani tokovi DCF *engl. Discounted Cash-Flow*) i
2. stvaranje ekonomske dodane vrijednosti EVA *(engl. Economic Value Added*).

Uvrste li se ova dva kriterija u obrazac za izračun poslovnog slučaja (*engl. Business Case*), velika je vjerojatnost da su obuhvaćeni ključni financijski parametri koji pokazuju razinu uspješnosti promatranog ulaganja. Kombiniranjem ova dva pokazatelja se zapravo 'pokrivaju' i ograničenja koje nosi ROCE pokazatelj, a to je da zanemaruje vremensku vrijednost novca (poglavlje 3.3). Razmatra se dakle novčana dimenzija ulaganja, jesu li očekivani novčani tokovi veći od investicijskih troškova, te njegova 'sposobnost' stvaranja dodane vrijednosti.

Slika 17: ROCE pokazatelj kao kriterij investicijskog odlučivanja

U izračunu poslovnog slučaja treba voditi računa najprije o uzimanju odgovarajućih investicijskih parametara, a potom o ispravnom tumačenju dobivenih rezultata. Bitno je ispravno procijeniti očekivane troškove ulaganja i buduće prihode, odrediti odgovarajući investicijski ciklus i izračunati razdoblje povrata - najjednostavniji kriterij financijskog odlučivanja o realnim investicijama.

Ukoliko izračun pokaže da dolazi do pada ROCE pokazatelja (godina na godinu), ne smijemo odmah odbaciti takav projekt. Ne mora nužno značiti da je on loš, jer se može dogoditi u prvoj godini značajnije ulaganje u infrastrukturu koje opterećuje NOA stranu, a tek narednih godina stvaranje očekivanih prihoda. U tom vremenskom ciklusu projekt mora dobiti priliku zaraditi prihode. Kod značajnih investicija je teško očekivati pozitivan rezultat u prvoj godini ulaganja. U početku investicijskog ciklusa troškovi ulaganja još uvijek rastu i ostvarivanje prihoda nije u punom potencijalu.

Stopa profitabilnost angažiranog kapitala je još uvijek niža od troška uloženog kapitala (ROCE < WACC). Dakle, temeljno pravilo odlučivanja kod ulaganja je i dalje pozitivna čista sadašnja vrijednost, a potom odnos stope povrata i troška ulaganja čije praćenje prikazuje dugoročniji potencijal ulaganja. Ukoliko su oba kriterija ispunjena, investicija se ocjenjuje kao dobra, koja stvara dodanu vrijednost.

4.3. Monitoring životnog vijeka dugotrajne imovine

Nakon što je poduzeće uložilo svoj kapital u dugotrajnu imovinu od koje se očekuju buduće ekonomske koristi, potrebno je povesti računa o nekoliko aspekata:

- dodjeli odgovarajućeg životnog vijeka
- pravovremenoj aktivaciji imovine
- praćenju starosne strukture imovine i njezine vrijednosti

Potrebno je *dodijeliti odgovarajući životni vijek imovine* odnosno procijeniti broj godina koliko će se imovina koristiti s obzirom na njene tehničke i ekonomske mogućnosti. Time određujemo ujedno i period u kojem će se imovina trošiti odnosno amortizirati. Često se javljaju dileme oko dodjele odgovarajućeg životnog vijeka, što je detaljnije razloženo u poglavlju 2.2.1.2. Dodatno se na ovu tematiku se naslanja i računovodstvena odnosno porezna problematika porezno priznatih stopa amortizacije, koje uglavnom daju najkraće vrijeme u kojem se neka imovina može amortizirati kao porezno priznati rashod.

Obzirom da ROCE pokazatelj uključuje i troškove deprecijacije i amortizacije, dodijeljeni životni vijek imovine izravno utječe na iznos NOPAT-a. Kraćim životnim vijekom povećavamo iznos deprecijacije i amortizacije te smanjujemo NOPAT i ROCE. Iako se to može gledati kao prostor za određenom manipulacijom pokazateljem, dugoročno gledano ništa se ne dobiva 'jednokratnim intervencijama'. Produženim životnim vijekom imovine smanjujemo troškove deprecijacije i amortizacije te smanjujemo NOA i povećavamo ROCE, ali se imovina duže zadržava u izračunu i 'opterećuje' ROCE rezultat duži vremenski period. Dakle s jedne strane se dobiva, a s druge gubi.

No ono što je još bitnije u procesu upravljanja imovinom poduzeća je *pravovremena aktivacija imovine* odnosno stavljanje imovine u funkciju uporabe. To je trenutak kada započinje trošenje imovine odnosno priznavanje troškova deprecijacije i amortizacije. Deprecijacija odnosno amortizacija mora započeti kada je imovina spremna za upotrebu, odnosno nalazi se na lokaciji i u uvjetima potrebnim za korištenje.[77]

[77] Belak, V. (2009) *Računovodstvo dugotrajne materijalne imovine: prema HSFI/MSFI i novi računovodstveni postupci*. Zagreb: Biblioteka Excellens.

Nabavljena imovina se najprije mora pripremiti za stanje upotrebe (MRS16 Nekretnine, postrojenja i oprema). No u praksi velikih poduzeća se često događa 'kašnjenje' u samoj aktivaciji imovine odnosno stavljanju imovine u upotrebu. Razlozi su uglavnom organizacijske prirode: česte promjene odgovornih osoba za navedene aktivnosti, česta fluktuacija kadrova, nepoznavanje funkcionalnosti imovine i slično. Stoga je izuzetno važno u takvim korporacijama uspostaviti proces upravljanja imovinom tzv. Asset management i voditi brigu da je organizacija svjesna važnosti ovog aspekta poslovanja te da stekne naviku urednog obavljanja potrebnih aktivnosti u procesu upravljanja imovinom.

Vrlo važan aspekt u procesu upravljanja imovine je stoga *praćenje njezine starosne strukture i njezine vrijednosti* u poslovnim knjigama. Time najprije osiguravamo nadziranje procesa aktivacije imovine i uočavanje razloga 'zastoja' u procesu aktivacije. Također je takvim praćenjem životnog vijeka imovine moguće uočiti i onu imovinu koja ima dodijeljen neodgovarajući životni vijek. To je ona imovina koja je u potpunosti amortizirana, no i dalje se nalazi u poslovnim knjigama. Ukoliko organizacija smatra tu imovinu i dalje potrebnom za poslovne svrhe odnosno da donosi i dalje ekonomsku korist, zasigurno treba razmotriti promjenu životnog vijeka za tu klasu imovine. Ukoliko je poduzeće u okviru računovodstvenih politika odabralo metodu troška za priznavanje imovine, takva imovina je s vrijednosti 'nula' u poslovnim knjigama, što daje iskrivljenu sliku o vrijednosti imovine u bilanci.

Navedena dva aspekta životnog vijeka imovine u velikoj mjeri utječu na iznos priznate deprecijacije i amortizacije, a samim tim i na izračun ROCE pokazatelja. Naglasak na njihovu važnost ipak ne bi smio biti samo radi optimizacije financijskog pokazatelja, nego i općenito radi osiguranja 'higijene poslovnih knjiga', realnog i objektivnog prikaza financijskih izvještaja. U procesu upravljanja imovinom vrlo važnu ulogu ima informacijska podrška. 'Računovodstvene informacije predstavljaju temelj poslovnog upravljanja. Iz tog razloga, kvalitetne računovodstvene informacije preduvjet su postizanja poslovnih ciljeva. Međutim, kvaliteta računovodstvenih informacija ovisi o brojnim činjenicama od kojih je potrebno posebno izdvojiti računovodstveni informacijski sustav.

Da bi outputi ovog sustava, odnosno računovodstvene informacije, bili kvalitetni, potrebo je osigurati odgovarajuću razinu kvalitete računovodstvenog informacijskog sustava.'[78] Kvalitetan informacijski sustav će omogućiti korisnicima sustava transparentan pogled u poslovne procese na detaljnoj razini, pružajući im pri tome dovoljnu razinu informacija za poslovno odlučivanje. U tom kontekstu je uloga informacijskog sustava u procesu praćenja životnog ciklusa imovine vrlo značajna. Ukoliko sustav može ponuditi različite izvještaje o starosnoj strukturi imovine, sa svim razinama detalja o tome gdje je došlo do zastoja u procesu aktivacije imovine, ispunjen je ključni preduvjet za uspješno upravljanje imovinom poduzeća.

Veliki doprinos mogu dati i osobni ciljevi menadžmenta i radnika. Ukoliko poduzeće ima velikih problema u procesu upravljanja imovinom, a dobru informacijsku podršku, može se iskoristiti sustav osobnih ciljeva i nagrađivanja na način da se u ciljeve ugrade preventivni pokazatelji kritičnih točaka u procesu. Time se diže svijest o važnosti tog procesa kod svih sudionika u poslovnom procesu, ali i cjelokupnog menadžmenta.

4.4. Optimizacija portfelja nekretnina, postrojenja i opreme

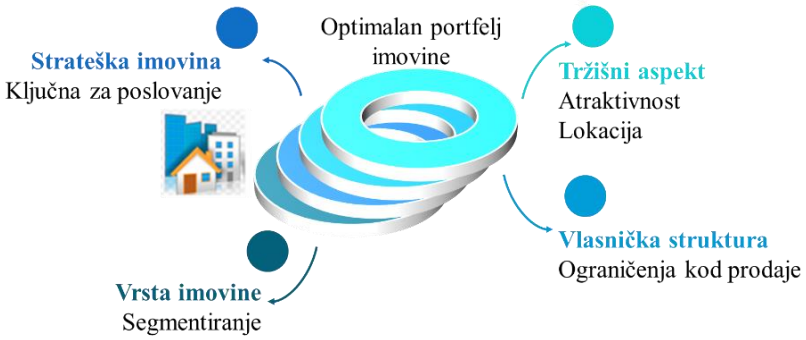
Tijekom godina poslovanja poduzeća zasigurno investiraju i u one projekte koji nisu bili izrazito profitabilni, atraktivni ili se pak odustalo od projekta, a imovina se i dalje nalazi u poslovnim prostorima. Koji god da je razlog u pozadini, imovina traži redovno održavanje koje iziskuje određene troškove. Troškovi smanjuju dobit, smanjuju profitabilnost angažiranog kapitala i potrebno ih je optimizirati. U cilju optimizacije troškova poslovanja, bitno je zbrinuti onu imovinu koja poslovanju više nije potrebna. Pod zbrinjavanjem se podrazumijeva prodaja, najam, donacija ili uništenje.

Za takvu poslovnu logiku potrebno je imati najprije uspostavljen proces odnosno organizacijsku jedinicu koja se dnevno bavi upravljanjem portfelja imovine poduzeća. Portfelj imovine poduzeća čine sve nekretnine, postrojenja i oprema koja se koristi u poslovanju. Iako se ovaj aspekt upravljanja imovinom čini vrlo logičan i jasan, donošenje poslovne odluke o tome koju imovinu treba zbrinuti nije jednostavan proces.

[78] Mamić Sačer, I., Žager, K. (2008) *Računovodstveni informacijski sustavi*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

Menadžmentu poduzeća zaduženog za takvo odlučivanje od velike pomoći mogu biti najprije različiti pokazatelji iskorištenosti i rentabilnosti pojedine imovine, koji služe kao platforma za odlučivanje. Primjerice pokazatelj obrta dugotrajne imovine[79] koji mjeri efikasnost korištenja postrojenja i opreme na način da se dovodi u poveznicu s prodajom. Što je veći pokazatelj, to je efikasnost korištenja te opreme veća. Praćenje takvih pokazatelja mora biti na dnevnoj bazi, ugrađeno u svakodnevne procese. Primjenom rezultata dobivenih analizom tih pokazatelja, menadžment može napraviti procjenu portfelja imovine poduzeća.

Slika 18: Procjena portfelja imovine poduzeća



Procjena portfelja imovine treba osigurati sljedeće:

- Procjenu tržišne vrijednosti imovine i atraktivnosti imovine prema lokaciji
- Procjenu utjecaja na financijske izvještaje: troškovi i potencijalni prihodi od zbrinjavanja
- Utvrditi gdje postoje ograničenja za prodaju imovine: vlasnička struktura
- Segmentaciju imovine po klasteru: korištenje, najam, prodaja, donacija, uništenje

  Korištenje – imovina ključna za poslovanje (strateška imovina), ali je potrebno dodatno razmotriti područja smanjenja troškova održavanja

  Najam – neiskorištena imovina, nema potencijal za prodaju, atraktivna za najam

  Prodaja - neiskorištena imovina, ima potencijal za prodaju i dobru tržišnu vrijednost

  Donacija / Uništenje - neiskorištena imovina, nema potencijal za prodaju i iznajmljivanje

Uz to je potrebno uspostaviti i odgovarajuću strategiju upravljanja portfeljem imovine, koja bi omogućila njegovu optimizaciju, a time i potencijalne prinose i uštede kroz:

- monetiziranje nekretnina, što donosi značajan kapital za strateško reinvestiranje i
- racionalizaciju korištenja postojećih nekretnina, čime se postižu uštede troškova održavanja, režija, naknada za komunalne usluge i slično.

[79] Vidučić, Lj. (2015) *Financijski menadžment. XI izdanje*: RRiF plus.

Krajnji cilj je isključiti neprofitabilnu imovinu iz bilance i imati u portfelju samo onu koja je uistinu profitabilna za poslovanje poduzeće, što kroz generiranje prihoda pozitivno utječe na pokazatelj profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE.

4.5. Upravljanje obrtnim kapitalom

Obrtni ili radni kapital *(engl. working capital)* je pokazatelj koji spada u skupinu pokazatelja likvidnosti (*engl. liquidity ratios)* i mjeri sposobnost poduzeća da podmiri svoje dospjele kratkoročne obveze. Obrtni kapital čini dio kratkotrajne imovine koji je financiran iz dugoročnih izvora. Za održavanje normalne tekuće likvidnosti odnosno pravovremeno podmirenje dospjelih obveza poduzeće bi trebalo imati minimalno dvostruko više kratkotrajne imovine nego što ima kratkoročnih obveza. Pokazatelj koji prikazuje sposobnost poduzeća da podmiri kratkoročne obveze raspoloživom kratkotrajnom imovinom naziva se koeficijent tekuće likvidnosti (*engl. current ratio).*

Veći obrtni kapital za poduzeće znači veću financijsku stabilnost pa ga se često zove 'rezervom likvidnosti'[80]. Što je ona veća, time se izbjegavaju rizici unovčavanja kratkotrajne imovine. Primjerice prodaja potraživanja od kupaca (faktoring) se često ugovara radi ranije naplate i stjecanja nedostajućeg novčanog iznosa. U takvim transakcijama poduzeće snosi trošak provizije za otkup potraživanja od strane faktoring kuće koji je često značajnog iznosa, ovisno o kategoriji potraživanja (sigurnost naplate, starost i sl.).

Ukupni obrtni kapital čini ukupna kratkotrajna imovina angažirana u poslovnom procesu. Neto obrtni kapital se utvrđuje se kao razlika između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. On može biti negativan u slučaju kada su kratkoročne obveze veće od kratkotrajne imovine, što znači da poduzeće ima nedostatna obrtna sredstva. U tom slučaju je potrebno prioritetno poduzeti odgovarajuće mjere za prilagodbu razine neto obrtnog kapitala[81].

[80] Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever Mališ, S., Žager, L. (2017*) Analiza financijskih izvještaja. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika*, str. 47

[81] Karić, M., Karić M., *Upravljanje obrtnim kapitalom u lancu opskrbe / Working capital management in the supply chain.* Dostupno na: http://www.efos.unios.hr/repec/osi/bulimm/PDF/BusinessLogisticsinModernManagement12/blimm1209.pdf

Upravljanje obrtnim kapitalom podrazumijeva uspostavljanje odgovarajuće strategije odnosno procesa dnevnog praćenja i kontrole sljedećih pozicija:

- Novca (gotovine)
- Zaliha
- Potraživanja
- Kratkoročnih obveza

Poduzeće bi trebalo težiti postizanju optimalnog iznosa svih pozicija, što ovisi o okruženju u kojem posluje. Ukoliko je okruženje stabilno, razina obrtnog kapitala je u pravilu niža u odnosu na poslovanje u nestabilnom okruženju, kada se iznos obrtnog kapitala povećava radi održanja rezervi sigurnosti. Nedostatne razine obrtnog kapitala znače za poduzeće nemogućnost podmirivanja povećanih obveza te u takvim uvjetima mora posegnuti za vanjskim, često nepovoljnim financiranjem kroz višu kamatnu stopu, ili pak može krajnje završiti u stečaju.

Učinkovito upravljanje obrtnim kapitalom rezultira minimiziranjem vremena između plaćanja tekućih obveza i naplate potraživanja. Učinkovitost upravljanja obrtnim kapitalom se može pratiti pomoću tzv. ciklusa pretvorbe ili konverzije novca [82] (Hutchison et al., 2007.). Njega čine sve stavke obrtnog kapitala koje su u međusobnoj vezi.

Slika 19: Ciklus pretvorbe novca

[82] Karić, M., Karić M., *Upravljanje obrtnim kapitalom u lancu opskrbe / Working capital management in the supply chain.* Dostupno na: http://www.efos.unios.hr/repec/osi/bulimm/PDF/BusinessLogisticsinModernManagement12/blimm1209.pdf

Izračun ciklusa pretvorbe novca se bazira na vremenskoj dimenziji za svaku pojedinu stavku obrtnog kapitala. Za lakše praćenje pojedinog segmenta, koristi se prikaz broja dana (slika 20).

Slika 20: Izračun ciklusa pretvorbe novca

Ciklus	Razdoblje	Razdoblje	Razdoblje
Pretvorbe novca =	Pretvorbe zaliha +	Naplate potraživanja −	Podmirivanja obveza prema dobavljačima
CPN =	$\frac{\text{Prosječna zaliha}}{\text{Troškovi prodanih proizvoda}} \times 365$ +	$\frac{\text{Potraživanja od kupaca}}{\text{Godišnji prihod od prodaje}} \times 365$ −	$\frac{\text{Obveze prema dobavljačima}}{\text{Troškovi prodanih proizvoda}} \times 365$
	Dani držanja (vezivanja) zaliha DOI	Dani naplate (vezivanja) potraživanja DSO	Dani plaćanja (vezivanja) obveza DPO

Izvor: Karić, M., Karić M., Upravljanje obrtnim kapitalom u lancu opskrbe / Working capital management in the supply chain.

Razdoblje pretvorbe zaliha prikazuje prosječno vrijeme potrebno do pretvaranja zaliha u prihod od prodane robe. Kraći *broj dana vezivanja zaliha* znači da je poduzeće uspjelo u kraćem vremenu prodati nabavljenu robu (zalihu) i ostvariti prihod od prodaje.

Razdoblje naplate potraživanja prikazuje prosječno vrijeme potrebno da se naplati potraživanje od kupaca. Niži *broj dana vezivanja potraživanja* znači da je poduzeće uspjelo brže naplatiti svoje potraživanje, dok viši broj dana ukazuje na to da poduzeće prodaje svoju robu kupcima na kredit ili da je jednostavno proces naplate neučinkovit.

Razdoblje podmirivanja obveza prema dobvljačima je prosječno vrijeme potrebno da poduzeće podmiri svoje obveze prema dobavljačima. Viši *broj dana vezivanja obveza* ukazuje na to da poduzeće duže koristi kapital dobavljača kroz odgodu plaćanja za nabavljenu robu.

Može se zaključiti da se skraćenje ciklusa postiže bržom proizvodnjom i prodajom, kraćim vremenom naplate potraživanja od kupaca i dužom odgodom plaćanja tekućih obveza (prema dobavljačima). Cilj je postići što kraći ciklus pretvorbe novca ne ugrožavajući redovno poslovanje, jer se postiže brži obrtaj novca i poduzeće vjerojatno neće trebati posegnuti za vanjskim financiranjem poslovanja kao što je to slučaj kod dužeg ciklusa.

Upravljanje potraživanjima od kupaca podrazumijeva:

- definiranje odgovarajuće računovodstvene politike
- definiranje platne politike (gotovina, kartice, obroci, kredit)
- ugovaranje polica osiguranja naplate (osiguravajuća kuća preuzima dug korisnika u slučajevima korisnikove nesposobnosti plaćanja) i drugih instrumenata osiguranja naplate
- provođenje kreditne kontrole potencijalnih kupaca (prevencija nelikvidnih kupaca)
- brzu isporuku točnih računa korisnicima (eliminirati greške na računima)
- uspostavljanje učinkovitog sustava naplate potraživanja (kraći rokovi, sustav opominjanja, sustav blokiranja i isključenja korisnika)
- promoviranje izravne naplate putem trajnog naloga
- vrednovanje kupaca koji uredno plaćaju (program vjernosti, popusti, nove usluge)
- uspostavljanje kontrole osiguranja prihoda (*engl. Ravenu Assurance*), kako bi se uočili nedostaci i greške u procesu obračunavanja prihoda, fakturiranja kupcima i naplate
- uspostavljanje odgovarajuće politike prodaje potraživanja i slično

Razlozi nakupljanja potraživanja su rezultat manjkavosti svih gore navedenih parametara. Stoga je potrebno najprije definirati uzrok manjkavosti u procesu i uspostaviti odgovarajuće mjere poboljšanja procesa.

Upravljanje zalihama podrazumijeva:

- koordiniranu suradnju između odjela prodaje, nabave, proizvodnje i financija
- precizno prognoziranje prodaje kao ključnog preduvjeta optimalnoj nabavci zaliha
- točnost planiranja optimalnih zaliha radi smanjenja troškova držanja na skladištu (troškovi prostora, kapitalni troškovi, troškovi usluga i troškovi rizičnosti držanja zaliha[83])
- izvrsnost u ugovaranju nabavke zaliha (cijena, uvjeti isporuke, osiguranje dostave, jamstvo kvalitete, uvjeti povrata i slično)
- nabavljanje zaliha po principu 'Just-in-Time' (nabava netom prije korištenja zaliha, što zahtijeva dobru koordiniranost s dobavljačima u pogledu brzine i kvalitete isporuke)

[83] Čišić, D. (2017) *Upravljanje zalihama*: Pomorski fakultet u Rijeci.

- praćenje stanja i vrijednosti zaliha odgovarajućim financijskim i nefinancijskim pokazateljima, kako bi se na vrijeme poduzele određene mjere smanjenja nagomilanih zaliha i spriječili troškovi vrijednosnog usklađenja nekurentnih zaliha
- upravljanje nekurentnim zalihama (prodaja na sekundarnom tržištu, prenamjena zaliha)
- segmentaciju zaliha po starosti, otpis zastarjelih i uništenih zaliha

Razlozi nakupljanja zaliha proizlaze iz manjkavosti u gore navedenim procesima. Često se postavlja pitanje zašto trebaju zalihe, a potom i zašto se trebaju svesti na minimum. Iako zalihe kreiraju određeni trošak držanja na skladištu, postoji niz razloga za zalihe:[84]

- poboljšanje usluga kroz dostupnost proizvoda u traženo vrijeme i potrebnim količinama
- smanjenje troškova kroz dobivanje popusta na nabavku većih količina od trenutnih potreba poduzeća i nabavku po nižim cijenama od onih koje se očekuju u budućnosti, niže troškove transporta (prijevoza) i slično
- konsolidaciju pošiljki kojima se postižu niži troškovi prijevoza, obzirom da su neki troškovi fiksni i ne ovise o količini prijevoza (popuniti prijevozno sredstvo s više pošiljki)

Obzirom da zalihe zahtijevaju određeni trošak držanja, potrebno je voditi računa o postizanju njihove optimalne razine. U slučaju nakupljanja zaliha potrebno je provesti odgovarajuće mjere njihove optimizacije.

Upravljanje kratkoročnim obvezama podrazumijeva:

- pravilna i strukturna selekcija dobavljača
- ugovaranje željenih uvjeta plaćanja s dobavljačima
- definiranje povoljne politike plaćanja (duži rokovi plaćanja od broja dana kada je novac "vezan“ u potraživanjima i zalihama, a sukladno zakonskim ograničenjima)
- izbjegavanje plaćanja unaprijed, osim u iznimnim situacijama koje nose značajne popuste
- precizno i učinkovito planiranje nabave i ažurnost u knjigovodstvenoj evidenciji

Upravljanjem svim pozicijama obrtnog kapitala postiže se njegov niži iznos, čime se postiže i niža neto operativna imovina NOA te veća profitabilnost ukupno angažiranog kapitala ROCE. Bitno je najprije ispravno utvrditi uzroke manjkavosti parametara koji utječu na ključni pokazatelj uspješnosti poslovanja, kako bi se njihovim praćenjem i ispravnom interpretacijom moglo utjecati na sveukupno pobošljanje poslovanja poduzeća.

[84] Čišić, D. (2017) *Upravljanje zalihama*: Pomorski fakultet u Rijeci.

5. SLUČAJ UVOĐENJA POKAZATELJA PROFITABILNOSTI UKUPNO ANGAŽIRANOG KAPITALA

Analizira se slučaj poduzeća koje je velika korporacija i drži značajan tržišni udio u telekom industriji. Slučaj je fokusiran na prikupljanju informacija o specifičnim pojavama i aktivnostima koje nastaju u praksi prilikom provođenja promjene u poslovanju poduzeća, kako bi se dobila jasnija slika problematike iz različitih kutova promatranja.[85] Uprava poduzeća je donijela poslovnu odluku o uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja u set ključnih mjera za praćenje poslovne uspješnosti poduzeća. Poslovanje poduzeća je u značajnoj mjeri opterećeno investicijama pa je praćenje pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE (*engl.* Return on Capital Employed) od ključnog značaja u procesu strateškog odlučivanja o ulaganjima poduzeća.

Poduzeće je dugi niz godina usmjereno na financijski pokazatelj dobiti prije kamata, poreza i amortizacije EBITDA (*engl.* Earnings Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization). Usmjerenost cjelokupnog poslovanja, menadžmenta i radnika je isključivo na EBITDA pokazatelju: strateško i investicijsko odlučivanje, poslovni modeli, sustav praćenja pokazatelja poslovanja, ciljevi poduzeća i osobni ciljevi te sustav nagrađivanja. Poduzeće u svojoj grupaciji posluje s više podružnica te je odluka o reorijentaciji na novi ključni financijski pokazatelj sa stajališta provedivosti dodatno kompleksnija.

Novi financijski pokazatelj je sveobuhvatniji od jednogodišnjeg pogleda koji nudi EBITDA pokazatelj i omogućava menadžmentu poduzeća praćenje profitabilnosti angažiranog kapitala i stvaranje vrijednosti kroz duži period poslovanja. Menadžment poduzeća može iskoristiti prednosti koje nudi praćenje ovog pokazatelja ne samo na razini ukupnog poslovanja, već i pojedinog segmenta poslovanja, opisano detaljnije u poglavlju 3.3. Odluka o uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja uspješnosti predstavlja veliki izazov za upravu i management poduzeća zbog sveprisutnog rizika od neuspjeha u željenoj reorijentaciji na novi ključni pokazatelj. Predmet ovog slučaja je upravo analiza izazova i rizika prilikom uvođenja novog ključnog financijskog pokazatelja u poslovanje poduzeća, model provođenja reorijentacije poduzeća na novi pokazatelj i rješenja koja pružaju dobru platformu za praćenje promjena u samom mjerenju uspješnosti poslovanja poduzeća.

[85] Sekaran U., and Bougie. R. (2013) *Research Methods for Business*: John Wiley & Sons Ltd.

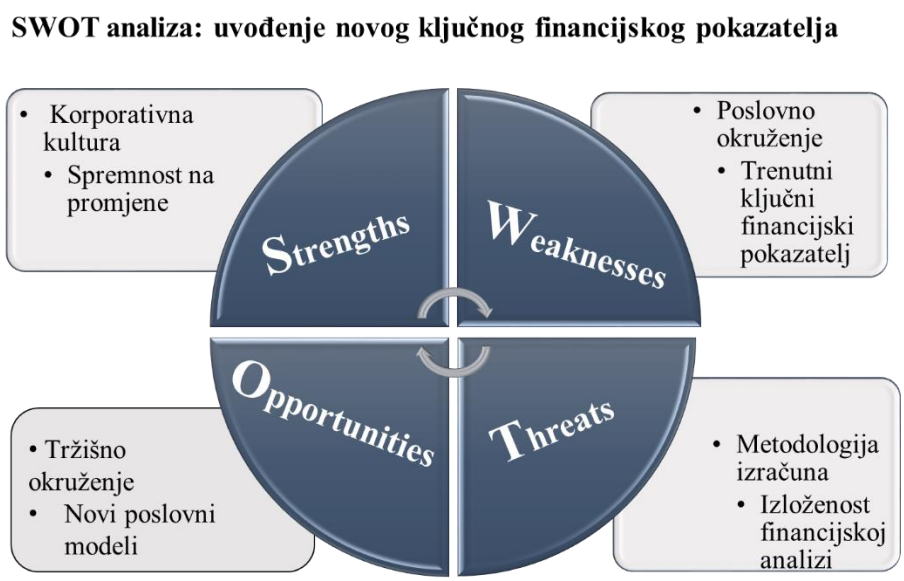
5.1. Izazovi uvođenja ključnog pokazatelja poduzeća

Nakon što je uprava poduzeća odlučila uvesti u svoje poslovanje novi ključni financijski pokazatelj, promjena je trebala biti prihvaćena i provedena u cijeloj grupaciji. Uvođenje novog pokazatelja u poslovanje poduzeća je kompleksna promjena, na što utječe nekoliko čimbenika:

1. korporativna kultura
2. postojeće poslovno okruženje
3. tržišno okruženje
4. metodologija izračuna pokazatelja

Kako bi se promjena u poslovanju uspješno provela, potrebno je prije njezine implementacije napraviti odgovarajuću analizu postojeće okoline. U praksi se često koristi tzv. 'SWOT analiza', koja treba poslužiti upravi i menadžmentu poduzeća kao orijentir pri odlučivanju. 'Dolazi kao akronim pojmova **S**trenghts – **W**eaknesses – **O**pportunities – **T**hreats'[86], a u prijevodu znači Snage – Slabosti – Prilike – Prijetnje. Analiza okoline se promatra kroz interno i vanjsko okruženje. **Interno okruženje razmatra 'snage i slabosti', a vanjsko okruženje 'prilike i prijetnje'**. SWOT analiza u slučaju uvođenja novog ključnog financijskog pokazatelja daje pregled očekivanih ključnih čimbenika utjecaja na promjenu u poslovanju poduzeća:

Slika 21: Swot analiza



[86] Buble, M. (2005) *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija, str. 15

Snage - Korporativna kultura

a) Spremnost organizacije poduzeća na promjene

Vrlo utjecajan interni čimbenik, jer menadžeri koji prepoznaju značaj korporativne kulture znaju kako potaknuti pozitivan duh i spremnost na promjene, te mogu stvoriti ujedinjenu i učinkovitiju organizaciju.[87] U promatranom slučaju poduzeće je velika korporacija koja drži značajan tržišni udio u telekom industriji. Kako je poduzeće izloženo stalnim promjenama i prilagodbama poslovanja tržišnim zahtjevima radi postizanja i održavanja konkurentske prednosti, menadžment i radnici su naviknuti na iznenadne promjene i prisutna je snažna poluga korporativne kulture.

b) Prilika za optimizaciju manjkavosti u procesima što olakšava svakodnevni rad

Reakcije menadžmenta i radnika na promjene uobičajenih procesa i procedura je pozitivna što podupire brže i učinkovitije provođenje promjena. Uz to je potrebno kontinuirano provoditi edukaciju svakog pojedinca i dizati svijest o važnosti promjena i njihovom pozitivnom utjecaju na poslovno okruženje.

Slabosti - Poslovno okruženje

a) Orijentacija organizacije poduzeća na dosadašnje ključne financijske pokazatelje

U ovom slučaju je to orijentacija na pokazatelj dobiti prije kamata, poreza i amortizacije EBITDA pokazatelja kao jednog od ključnih ciljeva poduzeća, koji je dio svih poslovnih predložaka i alata upravljanja poslovanjem:

- analize poslovnih slučajeva (Business case izračuna)
- prijedloga i izvješća upravi (za nove poslovne modele)
- internog i vanjskog izvještavanja (prema majci kompaniji i burzi) i
- glavni cilj u sustavu nagrađivanja uprave, menadžmenta i radnika.

Vrlo teško je očekivati brzu promjenu dosadašnjih poslovnih uvjerenja cjelokupne organizacije. Uvođenje novog ključnog financijskog pokazatelja unosi značajnu promjenu:

- uvrštavanje novog pokazatelja u ciljeve i sustav nagrađivanja
- ugrađivanje novog pokazatelja u model analize poslovnih slučajeva
- uvođenje odgovarajućeg informatičkog sustava praćenja i tumačenja rezultata mjerenja

b) Tromost poduzeća zbog svoje veličine i organizacijske kompleksnosti

[87] Bolman L.G., Deal T.E. (2008) *Reframing Organizations, 4th edition*. San Francisco: Jossey-Bass A Wiley Imprint.

c) Sukob u interesima između uprave koja provodi strateške odluke i radnika koji ih provode, a ne slažu se s načinom provođenja tih odluka

Bitno je voditi računa da ciljevi poduzeća budu prihvaćeni od strane organizacije, jer se u protivnom javlja svojevrsni sukob u interesima. Primjerice, veća dobit na uštrb nižih troškova rada (niže plaće ili otpuštanje radnika). Više o ovom segmentu upravljanja poslovanjem analizira Jensen u 'Teoriji poduzeća: ponašanje menadžera, agencijski troškovi i vlasnička struktura'[88].

Prilike - Tržišno okruženje

a) Novi poslovni modeli koji stvaraju nove poslovne prilike za kreiranjem novih prihoda

Značajan vanjski čimbenik utjecaja na poslovanje poduzeća. Radi očuvanja konkurentske prednosti u telekom industriji, poduzeće neprestano ulaže u modernizaciju mreže i postojeće tehnologije. Takva ulaganja su značajnih iznosa i izbor novog pokazatelja profitabilnosti kao kriterija ulaganja uvelike doprinosi stvaranju vrijednosti odnosno očuvanju bogatstva dioničara.

b) Veća profitabilnost ukupno angažiranog kapitala privlači nove investitore i pozitivno utječe na sve glavničare

Prijetnje - Metodologija izračuna financijskog pokazatelja

a) Kompleksnost pri uvođenju pokazatelja zbog svoje sveobuhvatnosti u izračunu

Uvelike utječe na razumijevanje suštine promjene u praćenju profitabilnosti poslovanja poduzeća, što predstavlja prijetnju uspješnoj implementaciji. Teško je biti usmjeren na sve segmente poslovanja. Zato je bitno razlučiti pokazatelj na niže segmente praćenja.

b) Izbor odgovarajuće metodologije izračuna pokazatelja

Bitan čimbenik uspješnog uvođenja promjene, kako bi se njegovom upotrebom menadžment dobro usmjerio i donio odgovarajuće poslovne odluke. Predstavlja svojevrsni izazov zbog nedovoljnog poznavanja prirode pokazatelja. U tom kontekstu edukacija cijele organizacije predstavlja ključni čimbenik uspjeha reorijentacije na novi pokazatelj.

c) Konzistentno korištenje metodologije izračuna pokazatelja

Kako je pokazatelj profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala dugoročni pokazatelj, bitno je konistentno koristiti metodologiju izračuna zbog postizanja usporedivosti rezultata, a što često predstavlja izazov u uvjetima česte promjene strategije poslovanja.

[88] Jensen M. C., and Meckling W. H. (1976) *Theory of the Company: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure:* Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, 305-360.

5.2. Uloga projektne organizacije u procesu provođenja promjena u poslovanju

Nakon donošenje odluke o uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja u poslovanje, uprava poduzeća pokreće projekt i daje ga području financija na izvršenje. Vođenje projekta se dodjeljuje jednoj osobi koja odgovara za projekt izravno članu uprave za financije. Potrebno je definirati odgovarajuću projektnu organizaciju koja će omogućiti učinkovito vođenje projekta i brzo uvođenje novog pokazatelja u poslovanje cijele grupacije. Grupaciju čini majka kompanija i 3 podružnice. Svaki početak je težak i neizvjestan pa je definiranje odgovarajuće strategije provođenja promjene u poslovanje poduzeća od velike važnosti. Strategija ovog slučaja je bila oformiti **neformalnu organizaciju projektnog tipa** koju će voditi predstavnik financija.

Neformalnu projektnu organizaciju čine članovi tima iz različitih organizacijskih područja poduzeća koji ne mijenjaju svoju redovnu organizacijsku jedinicu i radnu ulogu, već privremeno čine organiziranu projektnu skupinu koja je zadužena za uvođenje promjene u poslovanje. Članovi tima su jedini operativni kontakt iz svojih područja prema voditelju projekta i upravi poduzeća i zaduženi su za:

- komunikaciju vezanu uz projekt
- prikupljanje relevantnih podataka za analizu poslovanja
- definiranje potrebnih mjera optimizacije poslovanja te
- koordinaciju provedbe operativnih zadataka.

Neformalnom projektnom organizacijom se izravno podiže svijest o značaju nadolazeće promjene u čitavoj organizaciji i osigurava agilnost u provođenju dogovorenih odluka, jer se provedba projekta vrlo učinkovito 'spušta' do najoperativnije točke poslovanja svakog područja u organizaciji. Članovi tima djeluju kao 'produžena ruka' voditelja projekta i gotovo istovremeno provode dogovorene mjere u čitavoj organizaciji. Osjećaju veliku odgovornost ispred svojih organizacijskih područja, ali i veliko priznanje jer su 'prepoznati' od svojih menadžera i članova uprave. Voditelj projekta uspostavlja **redovnu projektnu koordinaciju** kroz tjedne sastanke i radionice, na kojima se dogovara strategija uvođenja novog pokazatelja i provedba operativnih koraka. U početnoj fazi projekta ključnu ulogu ima **edukacija organizacije** (detaljnije opisana u poglavlju 5.3).

Nakon što su članovi projektnog tima dovoljno upoznati s područjem djelovanja novog pokazatelja, u mogućnosti su prepoznati:

- **kritična područja utjecaja na novi pokazatelj** (npr. NOA - visoke nekurentne zalihe)
- **polugu utjecaja i doprinosa svakog pojedinca** boljem upravljanju pokazateljem, čime se uspostavila nužna veza između operativnog poslovanja i konačnog utjecaja na uspješnost
- **ključne čimbenike područja utjecaja** (npr. često odustajanje od projekata)
- **odgovarajuće mjere optimizacije ključnih čimbenika** (utvrditi uzrok odustajanja od projekata i podići svijest kod uprave o posljedicama takve poslovne odluke na pokazatelj)
- **odgovarajuće financijske pokazatelje** kojima će se pratiti optimizacija kritičnih područja.

U uvjetima ograničenog vremenskog roka treba zadržati fokus samo na onim čimbenicima koji su ključni, jer su oni najveći i time najbrži generatori promjena. Bitno je jasno definirati mjere kojima će se kritična područja optimizirati i time popraviti nepoželjan trend promatranog segmenta, primjerice:

- **nepotpuna baza nekretnina, postrojenja i opreme kod optimizacije portfelja** – provesti usklade podataka i segmentaciju imovine po potrebnim klasterima
- **manjkav sustav procjene kreditne sposobnosti kupaca** – ažurirati kriterije procjene
- **nakupljanje nekurentnih zaliha zbog čestog odustajanja od projekata** – utvrditi uzrok odustajanja i postaviti preventivne mjere prilikom odlučivanja o pokretanju projekta
- **ugovoreni nepovoljni uvjeti plaćanja obveza dobavljačima** – obnoviti ugovorne uvjete gdjegod je to moguće i uvesti nove ugovorne uvjete za buduće ugovaranje
- **neprofitabilni poslovni modeli** – koristiti novi pokazatelj za mjerenje profitabilnosti svakog pojedinog modela te neprofitabilne modele isključiti iz poslovnog portfelja.

Voditelj projekta redovno saziva koordinacijske sastanke i diskutira s članovima tima status implementacija definiranih mjera i dogovorenih operativnih koraka realizacije. Intervenira u situacijama kada je timu potrebna podrška u provedbi operativnih zadataka ili eskalacija kod nadležnog člana uprave. Neformalna projektna organizacija donosi i svojevrsnu pozitivnost u kros funkcionalnoj suradnji odjela, jer svi osjećaju zajednički cilj. To na žalost nije uvijek slučaj u velikim korporacijama koje imaju veliki broj operativnih ciljeva po 'silosima' organizacije. Ovaj pokazatelj doslovce ujedinjuje sve operativne ciljeve u jedan zajednički i time olakšava organizaciji u postizanju međusobne usklađenosti u operativnom djelovanju.

5.3. Edukacija radnika kao ključni preduvjet prihvaćanja promjena u poslovanju

Menadžment i radnici poduzeća su oni koji naposljetku provode poslovnu strategiju poduzeća, donose poslovne odluke i izvršavaju operativne zadatke. Od presudnog je značaja osigurati razumijevanje poslovne strategije, ciljeva poslovanja i mjernih pokazatelja kojima se prati uspješnost poslovanja poduzeća, kako ne bi došlo do pogrešne interpretacije novog pokazatelja ili čak svojevrsnog prekršaja u poslovanju kao rezultat neuspješne edukacije[89] (tzv. Fraud). Svi zaposleni trebaju biti upoznati s osnovnom strategijom i dijelom koji oni trebaju provesti.[90] Stoga je edukacija radnika ključni preduvjet prihvaćanja promjena u poslovanju. Problemi u poslovanju nastaju kada poslovni kadar nije dovoljno educiran, jer ne postoji adekvatno poznavanje potrebnih segmenata poslovanja.

U promatranom slučaju uvođenja novog ključnog financijskog pokazatelja prvi korak je osnovna edukacija radnika o značaju i doprinosu novog pokazatelja i metodologiji njegovog izračuna. Obzirom da je to financijski pokazatelj, većina radnika nema potrebno financijsko znanje te je potrebno prilagoditi edukaciju njihovom području ekspertize. Iz tih razloga voditelj projekta priprema **set edukacija prilagođenih različitim strukama u organizaciji**, te organizira edukaciju radnika putem radionica za svako organizacijsko područje zasebno.

Prilagođen edukacijski pristup nailazi na izuzetno pozitivan odaziv, jer su sudionici edukacije u mogućnosti razumjeti prirodu promjene u poslovanju, sudjelovati s pitanjima, komentarima i prijedlozima te se osjećaju bolje povezano s poslovnom odlukom uprave. Voditelj projekta izravno dolazi do kontakta s radnicima od kojih prikuplja izuzetno vrijedne informacije, poslovne podatke i dosadašnja opažanja o poslovanju, čime je postignuta učinkovita veza između poslovne odluke uprave i sudionika njezine operativne provedbe. Sudionici radionica pokazuju veliku motiviranost u raspravi, jer imaju mogućnost izraziti svoje viđenje problematičnih točaka u procesu i iskoristiti projekt kao svoju polugu rješavanja tih manjkavosti.

[89] Zimbelman, M.F., Albrecht C.C. (2012) *Forensic Accounting. 4th edition. International edition*: South-Western Cengage Learning.
[90] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.

Primjerice, prije projekta je stanje poslovnog procesa bilo sljedeće:

- nije bio omogućen u sustavu izvještaj o starosnoj strukturi imovine u pripremi – pokrenuta je izrada potrebnog izvještaja, kako bi se njime mogla uočiti kritična točka u procesu aktivacije imovine i time ubrzao proces
- nije postojao redovni proces prenamjene nekurentnih zaliha ili prodaje na sekundarnom tržištu – pokrenut je dodatni projekt unutar grupacije s ciljem ustoličenja tog procesa
- nije se pratila međusobna povezanost pojedinih pokazatelja – kreiran je sistemski obrazac za praćenje ključnih financijskih pokazatelja i mjerenje utjecaja poslovnih modela na iste

Kako bi se dodatno pojačao fokus na novu poslovnu odluku te stekla dodatna znanja potrebna za upravljanje novim pokazateljem, voditelj projekta priprema i **eEdukaciju** odnosno elektronski pristup edukacijskom materijalu. eEdukacija nudi polaznicima zanimljiv i pojednostavljeni pristup kompleksnoj financijskoj materiji, te se pored edukativnog dijela prezentacije nalazi i kratki test odnosno provjera stečenog znanja. Nakon položenog testa, polaznicima eEdukacije se printa certifikat o stečenom znanju. To također ostavlja vrlo pozitivan dojam kod radnika, jer je pristup pomalo neuobičajen a time i atraktivan. Edukacija nije samo na dobrovoljnoj bazi, već treba pripremiti i listu obaveznih polaznika, kako bi se osigurala educiranost ključnih poslovnih područja.

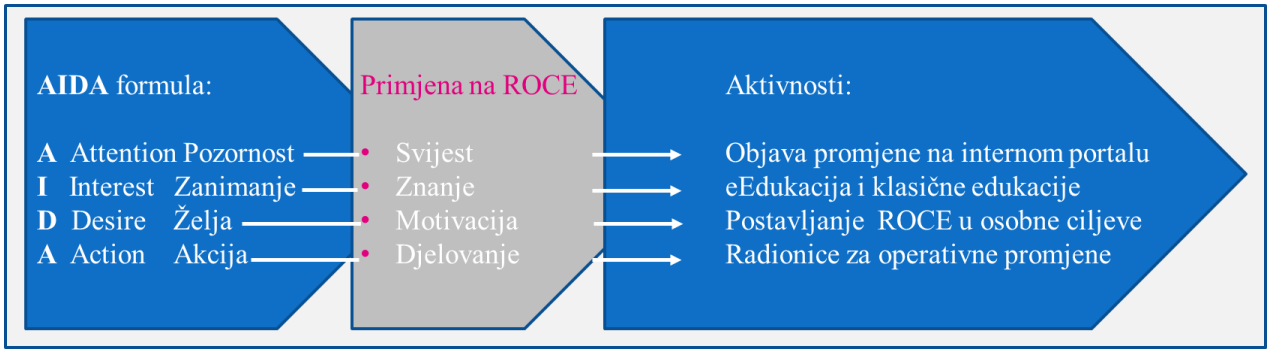
eEdukacija se objavljuje na internom informacijskom portalu, gdje se mogu naći i ostale važne informacije koje poslodavac objavljuje svim radnicima. Time se postiže dizanje svijesti o novoj poslovnoj odluci uprave poduzeća, osigurava dostupnost potrebnog znanja svim radnicima, ulozi i sastavu projektnog tima te informacija o samom napretku projekta. Kako se u grupaciji nalaze i podružnice, isti pristup se primjenjuje i diljem grupacije.

Educiranost radnika je važan korak u prihvaćanju i provođenju ovakvih promjena i zasigurno olakšava integraciju definiranih mjera optimizacije pokazatelja u samo poslovanje (opisanih u poglavlju 5.2.). U tom kontekstu dobro poznavanje pokazatelja ima vrlo važnu ulogu, kako se pojedini segmenti poslovanja ne bi neopravdano isključili iz fokusa organizacije poduzeća.

5.4. Transparentnost i uravnoteženost ciljeva u funkciji učinkovitog upravljanja ključnim pokazateljima

Sve dosada navedeno se može promatrati i kroz tzv. 'AIDA' formulu, koja sažeto prikazuje ključne čimbenike izazova kod uvođenja novog ključnog financijskog pokazatelja u poslovanje.

Slika 22: AIDA formula u uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja



AIDA formula ističe potrebitost sljedećih faktora uspjeha:

- **Dizanja svijesti** o važnosti ROCE pokazatelja putem internog informacijskog portala
- **Znanje i zanimanje** kroz educiranje cijele organizacije o novom ključnom pokazatelju
- **Postavljanje ROCE u ciljeve poduzeća**, s naglaskom na osobne ciljeve radnika
- **Djelovanje na ROCE pokazatelj** kroz operativne radionice i diskusije

Od svih ključnih čimbenika koji su identificirani, jedan se može izdvojiti kao glavna poluga uspješnog provođenja promjene u poslovanju, od koje zapravo sve kreće. To je **sustav postavljanja ciljeva, vrednovanja i nagrađivanja radnika**. On je jedan od najkritičnijih izazova s kojima se susreću organizacije i igra značajnu ulogu u razvoju strateških planova.[91] On je važna komponenta upravljanja poslovanjem, jer mjeri uspješnost provođenja poslovne strategije na kraju promatranog perioda. Postavljeni ciljevi motiviraju napor i zadržavanje radnika putem bonusa, razvojnih mogućnosti karijere i konačne promocije radnika.[92] Veća svijest i usredotočenost radnika je u pravilu na one mjere koje su transparentno stavljene u osobne ciljeve radnika, jer razina njihovih postignuća izravno utječe na iznos varijabilnih primitaka (bonusa). Važno je stoga razumjeti na koji način treba postaviti adekvatne ciljeve.

[91] Ittner, C.D., and Larcker, D.F. (1998), *Innovations in Performance Measurement*: Journal of Management Accounting Research 10, 206-238.
[92] Holzhacker M., and Mahlendorf M.D., and Matějka M (2013) *Relative Performance Evaluation and Target Setting:* Erasmus University Rotterdam, Whu – Otto Beisheim School of Management, W.P. Carey School of Business, Arizona state university

Mnoge ekonomske teorije analiziraju optimalan izbor mjera uspješnosti u sustavu nagrađivanja i indiciraju da sustav treba uključivati i financijske i nefinancijske mjere, kako bi se dobila informacija o uspješnosti ostvarenih ciljeva. No unatoč tome poduzeća i dalje vrlo često primjenjuju sustav koji se bazira gotovo i isključivo samo na tradicionalnim financijskim mjerama kao što su budžet, dobit, računovodstveni prinosi, prinosi po dionicama itd. Više o tome pišu Ittner i Larcker te analiziraju načine ugrađivanja financijskih i nefinancijskih pokazatelja u sustav mjerenja uspješnosti, s naglaskom na pokazatelje stvaranja vrijednosti.[93]

U ovom segmentu upravljanja pokazateljem motiviranost radnika igra značajnu ulogu, jer su oni provoditelji promjena. U promatranom slučaju je u početku čak izostalo ugrađivanje novog pokazatelja u ciljeve poduzeća i osobne ciljeve menadžmenta i radnika, čime se vrlo brzo razvila diskusija na razini organizacije o opravdanosti novog pokazatelja. Postavljalo se jedno te isto pitanje među svim radnicima, a to je **'kako očekivati svijest o novom pokazatelju ako nije vidljiv ni u ciljevima poduzeća niti u osobnim ciljevima radnika?**' Dodatno, izostalo je ugrađivanje novog pokazatelja i u pojedinim financijskim analizama i izvještajima, što je dovelo do određene konfuzije i među menadžmentom. Razlog izostajanja ugrađivanja ROCE pokazatelja u ciljeve poduzeća nije pojašnjena. Time se ograničila primjena novog pokazatelja i gotovo zaustavila njegova integracija novog u operativno poslovanje. Svi su bili svjesni suštine poslovne promjene, značaja i doprinosa novog pokazatelja, no fokus je i dalje bio isključivo na EBITDA pokazatelju. Navedenu problematiku povezivanja menadžera s mjerama za koje nisu vrednovani i nagrađivani istražili su Kaplan i Norton (1996b, 217-223).[94]

Postalo je jasno da poduzeće ne može biti istodobno orijentirano na 2 različita ključna financijska pokazatelja. Gotovo nemoguće je opravdati postojanje novog pokazatelja, a pogotovo prednost u odnosu na postojeći ključni pokazatelj, dokle god je EBITDA pokazatelj u ciljevima organizacije. To potkrepljuje i izjava Peter Druckera da 'poduzeće mora imati jednostavne, jasne i jedinstvene ciljeve'. To ovdje nije bio slučaj. EBITDA pokazatelj se nastavio i dalje pratiti i izvještavati, jer je na razini grupacije majke kompanije on i dalje ključni pokazatelj, ali i uobičajeni pokazatelj koji rado prate analitičari i investitori na tržištu.

[93] Ittner, C.D., and Larcker, D.F. (1998), *Innovations in Performance Measurement*: Journal of Management Accounting Research 10, 206-238.
[94] Lipe, M. G., & Salterio, S. (2000) *The balanced scorecard:Judgmental effects of common and unique performance measures.* The Accounting Review, 75(3), 283–298.

Kaplan i Norton naglašavaju potrebu dosljedne primjene strateških odluka i njihovo ugrađivanje u samo poslovanje. Ukoliko uprava koja provodi promjene, novu strategiju i inovativne operativne procese namijenjene postizanju revolucionarnih rezultata, a zatim nastaviti koristiti iste kratkoročne financijske pokazatelje koje su se koristili desetljećima, ne samo da dovodi u pitanje njihovo uvođenje za mjerenje uspješnosti i nagrađivanje, nego ne preispituje uopće relevatnost starih pokazatelja za nove inicijative.[95]

Tu dolazi do prekretnice projekta i mijenja se način integracije novog pokazatelja u poslovanje. Pokazatelj se razlučuje na niže točke upravljanja (opisano u poglavlju 4.) i definirani financijski pokazatelji se ugrađuju u ciljeve menadžmenta i radnika. Time se osigurava upravljanje ROCE pokazateljem preko puno manjih poluga upravljanja.

Ono što je važno istaknuti je transparentnost i uravnoteženost ugrađenih ciljeva, jer su oni preduvjet učinkovitog upravljanja ključnim pokazateljem. U tome može pomoći primjena modela mjerenja performansi 'Balanced Scorecard' (Kaplan & Norton 1992), koji nastoji međusobno povezati financijske pokazatelje, nefinancijske pokazatelje i objediniti ih sa strategijom poduzeća. Jedna od najvažnijih ciljeva BSC modela su povratne informacije vezane za ostvarenje, poboljšanja, komunikaciju i informacije i učenje za rukovoditelje. Konačni cilj je biti u stanju kontrolirati operativnu učinkovitost poduzeća, čime se osigurava njegova konkurentnost i povećava dugoročna vrijednost.[96] Osnovna razlika ovog i drugih modela je u tome što ovaj model ne koristi samo mjerenje rezultata prošlih aktivnosti, već uvodi mjere pomoću kojih se procjenjuju rezultati i budućih aktivnosti.

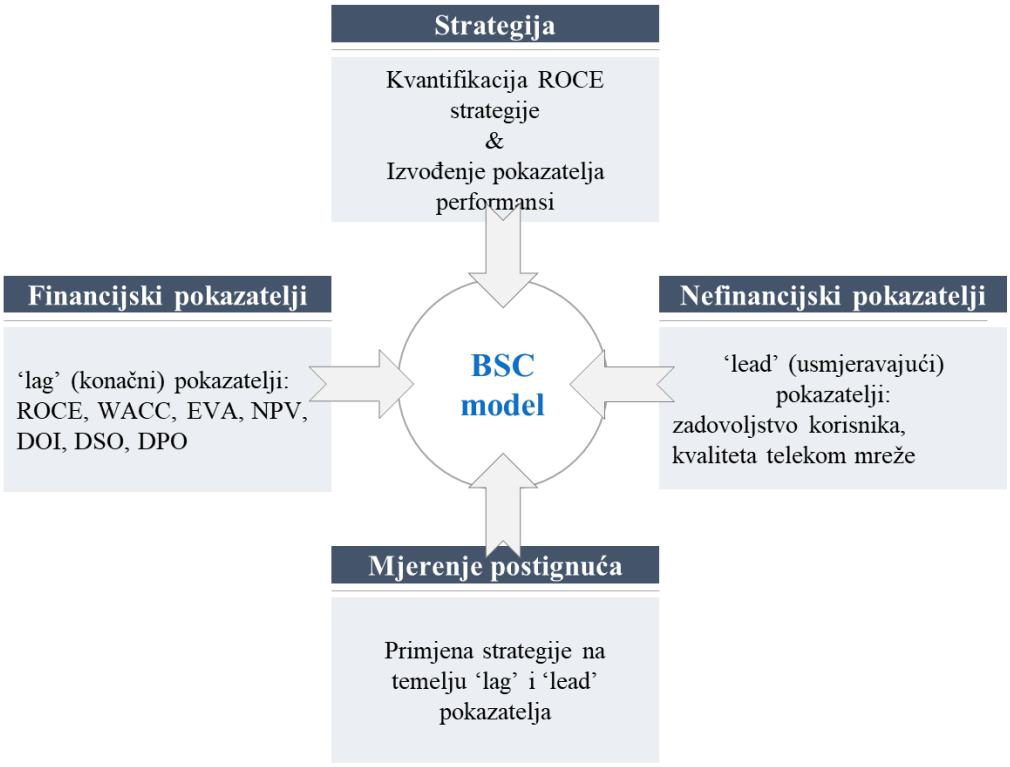
BSC model povezuje **3 ključne namjene**:

1. sustav mjerenja postignuća
2. sustav strateškog upravljanja i
3. komunikacijski alat

[95] Kaplan, R., & Norton, D. (1993) *Putting the balanced scorecard to work:* Harvard Business Review, September–October,134–147.

[96] Steen N., Erland N.H., (2008) *System dynamics modelling for a balanced scorecard: Computing the influence of skills, customers, and work in process on the return on capital employed:* Management Research News, Volume 31, Issue 3.

Slika 23: Balanced Scorecard u uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja



Model primarno podrazumijeva da uprava treba informirati sve zaposlene o zacrtanom putu poduzeća. Ideja je da su svi važni ciljevi poduzeća međusobno povezani, kako bi se moglo djelovati u smjeru zajedničkih ciljeva. Neki pokazatelji izabrani za pojedinu organizacijsku jedinicu će se vjerojatno razlikovati od onih izabranih za drugu organizacijsku jedinicu, jer moraju biti prilagođeni i modelirani prema specifičnim ciljevima i strategiji područja na koji se odnose.[97]

Možda je stoga i najvažnije u ovom konceptu usmjeriti se na povezivanje svakog od ciljeva u različitim perspektivama s drugima, kako bi se vidjelo podupire li jedan drugoga. Ako se ne može uočiti njihova povezanost, bilo kao ulaz ili izlaz (input ili output), takav cilj se mora ili detaljnije analizirati ili ukloniti.[98] Steen i Erland analiziraju kako se može doskočiti takvim ograničenjima BSC modela, tvrdeći da sustavni pristup podrazumijeva da se ne može promijeniti jedan pokazatelj bez utjecaja na sve druge pokazatelje ili područja.[99]

[97] Lipe, M. G., & Salterio, S. (2000) *The balanced scorecard:Judgmental effects of common and unique performance measures.* The Accounting Review, 75(3), 283–298.
[98] Skupina autora (2005) *Upravljanje troškovima – Povećanje konkurentnosti i uspješnosti poslovanja / Cost management – Increase of Competitiveness and Efficiency of Operations*. Zagreb-Zadar: Hrvatski računovođa.
[99] Steen N., Erland N.H., (2008) *System dynamics modelling for a balanced scorecard: Computing the influence of skills, customers, and work in process on the return on capital employed:* Management Research News, Volume 31, Issue 3.

Djeluje na principu pokazatelja 'lag' za mjere prošlih performansi i pokazatelja 'lead' koji služe za usmjeravanje, jer govore o tome kako poduzeće obavlja neku aktivnost i koje mjere su poduzete za ostvarenje rezultata u budućnosti. Cilj je utvrditi korelaciju između 'lag i lead' pokazatelja, kako bi se mogao procijeniti trend konačnih pokazatelja u budućnosti. Iskustvo pokazuje da su pri tome najkritičnija sljedeća područja:

- otvorenost protoka informacija
- transparentost pri internom izvještavanju o rezultatima
- spremnost da se što prije uhvati u koštac s problemima

BSC model obuhvaća sljedeća načela[100]:

Načelo 1: Prevođenje strategije u izvedbene termine - pojašnjenjem poslovne odluke o uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja organizaciji na pristupačan način putem prilagođenih edukacija, naglašavajući razlog uvođenja promjena: *zašto ROCE pokazatelj i kako on mijenja dosadašnju perspektivu mjerenja uspješnosti poslovanja?*

Načelo 2: Usmjeravanje organizacije prema strategiji - definiranjem ključnih područja utjecaja pokazatelja kao izvedenica iz strategije poslovne odluke: *koji financijski i nefinancijski pokazatelji utječu na budući rezultat mjerenja uspješnosti poslovanja?*

Načelo 3: Prevođenje strategije u pojedinačne svakodnevne potrebe - definiranjem poluge utjecaja i doprinosa svakog pojedinca boljem upravljanju pokazateljem kroz osobna zaduženja: *koje mjere ugraditi u ciljeve i sustav nagrađivanja radnika?*

Načelo 4: Oblikovanje strategije kao kontinuiranog procesa - uspostavljanje redovnih procesa kojima će se pratiti novi pokazatelj i biti sastavni dio operativnog poslovanja: *kako oplemeniti postojeće procese ugradnjom ROCE pokazatelja? Kako reagirati kada se pojave devijacije kod mjerenja ciljeva?*[101]

[100] Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti: 130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.
[101] Skupina autora (2005) *Upravljanje troškovima – Povećanje konkurentnosti i uspješnosti poslovanja / Cost management – Increase of Competitiveness and Efficiency of Operations*. Zagreb-Zadar: Hrvatski računovođa.

Načelo 5: Mobilizacija vodstva za promjene - motivirati menadžment poduzeća na ustrajnom provođenju definirane poslovne strategije i dogovorenih mjera optimizacije novog pokazatelja: *kako motivirati menadžment na primjenu BSC modela prilikom uvođenja novog ključnog financijskog pokazatelja ROCE, ako je njihovo nagrađivanje i dalje temeljem EBITDA pokazatelja?*

Poduzeća koja koriste BSC model imaju pozitivna iskustva u pogledu transparentnijeg izvještajnog pogleda u odnosu na tradicionalno izvještavanje. Prvenstveno se to odnosi na ograničeni broj pokazatelja koji se prate, jer BSC model minimizira volumen informacija koje su potrebne. Također sustav ocjenjivanja objedinjuje u jednom izvješću o upravljanju mnoge elemente, naizgled nepovezane, iz konkurentske perspektive poduzeća: orijentiranost na kupca, skraćivanje vremena odziva, poboljšanje kvalitete, naglasak na timski rad, smanjenje vremena lansiranja novih proizvoda i upravlja dugoročno tom perspektivom.[102]

No s druge strane izgradnja BSC modela i dalje predstavlja svojevrsni izazov poduzećima, jer je podosta kompleksan i podrazumijeva troškove ulaganja[103].Veliku važnost se u zadnje vrijeme pridaje i predviđanju budućih rezultata, gdje nije samo bitna prošla i usmjeravajuća karakteristika pokazatelja ugrađena u BSC model, već je pitanje i kako iskoristiti sustav za predviđanje budućih kretanja promatranih pokazatelja putem tzv. 'Systems Thinking' logike[104].

Uzimajući u obzir sve strane BSC modela i njegove nadogradnje mogućnostima predviđanja rezultata, ovakvim sveobuhvatnim pristupom uprava i menadžment poduzeća dobivaju svojevrsni orijentir među faktorima nepoznanica koji se pojavljuju već na samom početku uvođenja neke promjene u organizaciji, a poglavito kod uvođenja kompleksnog financijskog pokazatelja kao što je profitabilnost ukupno angažiranog kapitala ROCE.

[102] Kaplan R., and Norton D. (1992) *"The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance": Harvard Business Review article,* January–February, 71–79.
[103] Lipe, M. G., & Salterio, S. (2000) *The balanced scorecard:Judgmental effects of common and unique performance measures.* The Accounting Review, 75(3), 283–298.
[104] Steen N., Erland N.H., (2015) *The Balanced Score Card and the Strategic LearningProcess: A System Dynamics Modelling Approach:* Hindawi Publishing Corporation, Article ID 213758.

6. ZAKLJUČAK

Profitabilnost poduzeća i stvaranje ekonomskih vrijednosti fundamentalne su pretpostavke poduzetničkog djelovanja. Mjerenje uspješnosti poslovanja poduzeća podrazumijeva sustavno praćenje i analizu odgovarajućih financijskih pokazatelja. Pokazateljima profitabilnosti mjerimo uspjeh ostvarivanja zarada u poslovanju poduzeća. Ključni pokazatelji uspješnosti doprinose upravi poduzeća na način da pružaju podatke o profitabilnosti i efikasnosti upravljanja imovinom poduzeća, omogućuju analizu uspješnosti sveukupnog poslovanja ili pojedinih dijelova poslovanja poduzeća.

Odabir odgovarajućeg financijskog pokazatelja predstavlja veliki izazov za upravu i menadžment poduzeća zaduženih za strategiju poslovanja, jer ovisi o više faktora: tržišnom okruženju, poslovnom modelu, poslovnim procesima i drugim kritičnim faktorima uspješnosti poslovanja. Poduzeća trebaju odabrati one ključne financijske pokazatelje, koji će voditi poslovanje u odgovarajućem smjeru i osigurati njihovu povezanost sa stvaranjem vrijednosti i bogatstva za dioničare.

Koncept stvaranja vrijednosti podrazumijeva da poduzeća zarađuje iznad troška financiranja, čime se postiže trajna održivost poslovanja. Trošak financiranja uključuje financiranje vlastitim i posuđenim kapitalom. Svaki izvor financiranja poslovanja nosi drugačiji rizik za ulagača. Ovaj je odnos integriran u prosječni ponderirani trošak kapitala WACC. Ukoliko uloženi odnosno korišteni kapital nije zaradio više od cijene koštanja uloženog kapitala, stvara se 'jaz profitabilnosti'.

Važno je koristiti odgovarajući pokazatelj uspješnosti za određeni industrijski sektor. Događa se digitalna revolucija koja ima za posljedicu pad cijena digitalnih komunikacijskih uređaja te obuhvaća drastične promjene u tehnologiji i društvu. Telekomi već posjeduju infrastrukturu za pružanje novih usluga, no prikupljanje novih izvora prihoda i dugoročno osiguravanje održivog poslovanja zahtijeva velika ulaganja. Pokazatelj profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE (Return On Capital Employed) je vrlo široko korišten mjerni pokazatelj u sektorima koji teže profitabilnosti, primjerice telekoma, jer je sveobuhvatan za navedene mjerne veličine: zaradu, uloženi kapital i trošak financiranja i uvelike doprinosi procesu strateškog odlučivanja o ulaganjima.

Metodologija izračuna nije propisana i brojne su opcije izračuna. U ovom radu je korišten odnos Neto operativne dobiti nakon oporezivanja NOPAT i Neto operativne imovine NOA. Najveća prednost ROCE pokazatelja je ta što je dugoročni pokazatelj pomoću kojeg možemo pratiti stvaranje dodane vrijednosti kroz duži vremenski period. Sveobuhvatan je jer uzima u obzir sve troškove poslovanja i primjenjiv je i na pojedine segmente poslovanja a ne samo na poduzeće kao cjelinu. No najveća zamjerka mu je što zanemaruje vremensku vrijednost novca. Djelomično je to ograničenje ublaženo praćenjem novčanog ciklusa kroz obrtni kapital, no bolji način da se to premosti jest njegova kombinacija s pokazateljem čiste sadašnje vrijednosti. Povećanje vrijednosti poduzeća se postiže samo ako je sadašnja vrijednost budućih čistih novčanih tokova razmatranog ulaganja veća od sadašnje vrijednosti ulaganja.

Kao što je i vidljivo iz analize, upravljanje pokazateljem profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE podrazumijeva 2 poluge: povećanje neto operativne dobiti nakon oporezivanja NOPAT ili smanjenje odnosno optimizaciju neto oprativne imovine NOA. Upravljanje ROCE pokazateljem usmjereno je uglavnom na optimizaciju NOA strane, kako bi se osigurala profitabilnija imovina u koju je uložen kapital. Neefikasna upotreba imovine nameće dodatne financijske troškove i vodi nižoj profitabilnosti kapitala. Stoga je potrebno najprije raščlaniti neto operativnu imovinu na zasebne kategorije, koje će se potom odvojeno pratiti odgovarajućim financijskim pokazateljima.

Analiziran je slučaj poduzeća koje uvodi novi ključni financijski pokazatelj u svoje poslovanje. Slučaj je fokusiran na prikupljanju informacija o specifičnim pojavama i aktivnostima koje nastaju u praksi prilikom provođenja ovakve promjene u poslovanju poduzeća. Identificirani su najveći izazovi uvođenja ključnog pokazatelja poduzeća: korporativna kultura, postojeće poslovno okruženje, tržišno okruženje i metodologija izračuna pokazatelja.

Najveća slabost organizacije je postojeća orijentacija na dosadašnji financijski pokazatelj dobiti prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije EBITDA, koji je dio svih poslovnih predložaka i alata upravljanja poslovanjem te je vrlo teško očekivati brzu promjenu dosadašnjih poslovnih uvjerenja cjelokupne organizacije. Najveća prijetnja je kompleksnost uvođenja pokazatelja zbog svoje sveobuhvatnosti u izračunu. Teško je biti usmjeren na sve segmente poslovanja. Zato je bitno razlučiti pokazatelj na niže segmente praćenja i ugraditi odgovarajuće financijske pokazatelje u sustav mjerenja uspješnosti poslovanja.

Najveća snaga je korporativna kultura organizacije koja je spremna na promjene i koristi projekt kao polugu optimizacije redovnih procesa koji imaju operativnih manjkavosti ili manjak sistemske podrške. Najveća prilika dolazi iz tržišnog aspekta, gdje novi poslovni modeli stvaraju nove poslovne prilike za kreiranjem novih prihoda. Također veća profitabilnost ukupno angažiranog kapitala privlači nove investitore i pozitivno utječe na sve glavničare

Kao što je iz rada vidljivo, uvođenje novog dugoročenog pokazatelja koji će zamijeniti stari kratkoročni pokazatelj nije jednostavan proces. Jedan od načina rješavanja ovakvih problema je uvažavanje nekoliko aspekata:

1. projektni model – u slučaju je odabrana neformalna organizacija kao model uvođenja promjene, jer donosi pozitivnost u kros funkcionalnoj suradnji odjela, svi osjećaju zajednički cilj i djeluju kao 'produžena ruka' voditelja projekta istovremenim provođenjem dogovorenih mjera u čitavoj organizaciji
2. edukacija organizacije - svi zaposleni trebaju biti upoznati s osnovnom strategijom i dijelom koji oni trebaju provesti pa je edukacija ključni preduvjet prihvaćanja promjena u poslovanju.
3. sustav postavljanja ciljeva, vrednovanja i nagrađivanja radnika - jedan od glavnih poluga jer izravno utječu na motivaciju, napor i zadržavanje radnika putem bonusa, razvojnih mogućnosti karijere i konačne promocije radnika. Veća svijest i usredotočenost je u pravilu na one mjere koje su transparentno stavljene u osobne ciljeve, jer razina njihovih postignuća izravno utječe na iznos varijabilnih primitaka (bonusa). Važno je postići transparentnost i uravnoteženost ugrađenih ciljeva, jer su oni preduvjet učinkovitog upravljanja ključnim pokazateljem. U tome može pomoći primjena modela mjerenja performansi 'Balanced Scorecard' i njegova nadogradnja mogućnostima predviđanja rezultata putem tzv. 'Systems Thinking' logike.

Cilj svakog poduzeća koje provodi promjene je da to učini što brže i što učinkovitije. Očekivani rezultati istraživanja ovog slučaja mogu pomoći u davanju okvira za postizanje potrebite učinkovitosti poslovnih procesa nakon uvedenih promjena.

LITERATURA

KNJIGE:

- Belak, V. (2014) *Analiza poslovne uspješnosti*: *130 ključnih pokazatelja performanse i mjerila za kontroling, EV/EBITDA.* Zagreb: RRiF-plus d.o.o. za nakladništvo i poslovne usluge.
- Belak, V. (2012) *Osnove suvremenog računovodstva*. Zagreb: Belak Excellens.
- Belak, V. (2009) *Računovodstvo dugotrajne materijalne imovine*: *prema HSFI/MSFI i novi računovodstveni postupci*. Zagreb: Biblioteka Excellens.
- Bolman L.G., Deal T.E. (2008) *Reframing Organizations, 4th edition*. San Francisco: Jossey-Bass A Wiley Imprint.
- Buble, M., Cingula, M., Dujanić, M., Dulčić, Ž., Božac, M. G., Galetić, L., Ljubić, F., Pfeifer, S., Tipurić, D. (2005) *Strateški menadžment*. Zagreb: Sinergija.
- Čišić, D. (2017) *Upravljanje zalihama*: Pomorski fakultet u Rijeci.
- Gibson C.H., (2012) *Financial Reporting & Analysis: Using Financial Accounting Information. 13e:* South-Western Cengage Learning.
- Grković, M. (2007) *Model univerzalne izvrsnosti – MUI*: Portal Alfa.
- Gulin, D., Perčević, H., Tušek, B. & Žager, L. (2012) *Poslovno planiranje, kontrola i analiza*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
- Mamić Sačer, I., Žager, K. (2008) *Računovodstveni informacijski sustav*i. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
- Miloš Sprčić, D., Orešković Sulje, O. (2012) *Procjena vrijednosti poduzeća, vodič za primjenu u poslovnoj praksi.* Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb, Katedra za ekonomiku poduzeća.
- Orsag, S. (2015) *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis, Hrvatska udruga financijskih analitičara.
- Sakar, V. (2010) *Bilanca u malom prstu*.Zagreb: Školska knjiga.
- Sekaran U., and Bougie. R. (2013) *Research Methods for Business*: John Wiley & Sons Ltd.
- Skupina autora (2005) *Upravljanje troškovima – Povećanje konkurentnosti i uspješnosti poslovanja / Cost management – Increase of Competitiveness and Efficiency of Operations.* Zagreb-Zadar: Hrvatski računovođa.

- Skupina autora (2010) (red. Gulin, D., Žager, L.) *Računovodstvo*. 3. izd. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
- Venanzi, D. (2012) *Financial Performance Measures and Value Creation*. Rome Italy: the State of the Art, Springer Milan.
- Vernimmen P., Le Fur Y., Dallochio M., Salvi A., Quiry P., (2017) *Corporate Finance: Theory and Practice*. Fifth Edition: John Wiley & Sons.
- Vidučić, Lj. (2015) *Financijski menadžment*. XI izdanje: RRiF plus.
- Vujević K., Strahinja R. (2009) *Planiranje, analiza, revizija, kontroling*. Rijeka: Veleučilište.
- Zimbelman, M.F., Albrecht C.C. (2012) *Forensic Accounting.* 4th edition. International edition: South-Western Cengage Learning.
- Žager, K., Mamić Sačer, I., Sever Mališ, S., Žager, L. (2017) *Analiza financijskih izvještaja*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.
- Žager, K., Tušek, B., Vašiček, V., Žager, L. (2007) *Osnove računovodstva: Računovodstvo za neračunovođe*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika.

ZNANSTVENI RADOVI:

- Ježovita, A., & Žager, L. (2014) *Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti*: Znanstveni rad. Zagreb: Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu.

ČLANCI:

- Dunković, D. (2011) *Strateško menadžersko računovodstvo, skripta s vježbama*: RRIF
- Dunković, D. (2011) *Vrijednost i trošak uloženog kapitala u poslovanje*: RRIF, br.8
- Garratt, O., Toiot A. D. (2002) *Demonstrating value in the return on capital employed in information services*: SA Journal of Information Management. Volume 4, Issue 3.
- Holzhacker M., and Mahlendorf M.D., and Matějka M (2013) *Relative Performance Evaluation and Target Setting*: Erasmus University Rotterdam, Whu – Otto Beisheim School of Management, W.P. Carey School of Business, Arizona state university
- Hutchison P. D., Farris, M. T., II; Anders, S. B. (2007) *Cash-to-Cash Analysis and Management, Useful Performance Measures for Improving Profitability*: The CPA Journal. Vol. 77, No. 8.

- Ittner, C.D., and Larcker, D.F. (1998), *Innovations in Performance Measurement*: Journal of Management Accounting Research 10, 206-238.
- Jensen M. C., and Meckling W. H. (1976) *Theory of the Company: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*: Journal of Financial Economics, V. 3, No. 4, 305-360.
- Kaplan, R., & Norton, D. (1993) *Putting the balanced scorecard to work*: Harvard Business Review, September–October,134–147.
- Kaplan R., and Norton D. (1992) "*The Balanced Scorecard: Measures that Drive Performance*": Harvard Business Review article, January–February, 71–79.
- Lipe, M. G., & Salterio, S. (2000) *The balanced scorecard: Judgmental effects of common and unique performance* measures. The Accounting Review, 75(3), 283–298.
- Lonergan, W., (2016) *Problems with using EBITDA-based valuations in capital-intensive industries*: JASSA, Issue 2.
- Modigliani, F., Miller, H.M., (1958) The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: *American Economic Association*: The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261-297.
- Moore, J F. (1993) "*Predators and Prey: A New Ecology of Competition*".
- Rutherford, B. A., (2002) *Design and Implementation of Return on Capital Employed Performance Indicators Within a Trading Regime: The Case of Executive Agencies*: Financial Accountability & Management Volume 18, Issue 1, 73-75
- Steen N., Erland N.H., (2009) *Performance Management Through a Balanced Scorecard Concept – A Systems Dynamics Modeling Approach*.
- Steen N., Erland N.H., (2008) *System dynamics modelling for a balanced scorecard: Computing the influence of skills, customers, and work in process on the return on capital employed*: Management Research News, Volume 31, Issue 3.
- Steen N., Erland N.H., (2015) *The Balanced Score Card and the Strategic LearningProcess: A System Dynamics Modelling Approach*: Hindawi Publishing Corporation, Article ID 213758.
- Vrdoljak Raguž, I. (2010) *Specifičnosti metodoloških pristupa mjerenju uspješnosti poslovanja kvalitativnim pokazateljima.* Poslovna izvrsnost, god. IV (2010) br. 2

PREZENTACIJE:

- Pavelin A., (2013) *Telecommunications Technical and business aspects today and tomorrow*

IZVORI S INTERNETA:

- Alpha Capitalis, Neto dobit nije dovoljna! Da li stvarate ekonomsku vrijednost? Dostupno na: https://alphacapitalis.com/2017/06/02/neto-dobit-nije-dovoljna-da-li-stvarate-ekonomsku-vrijednost/
- Application Performance management, key performance indicators. Dostupno na: https://www.applicationperformancemanagement.org/performance-testing/key-performance-indicators/
- Gartner, (2012) *Special Report Examines How Businesses Must Meet Consumers' Cloud Expectations in Order to Win Customers.* Dostupno na: https://www.businesswire.com/news/home/20120312006072/en/Gartner-Personal-Cloud-Replace-Personal-Computer-Center
- Karić, M., Karić M., *Upravljanje obrtnim kapitalom u lancu opskrbe / Working capital management in the supply chain.* Dostupno na: http://www.efos.unios.hr/repec/osi/bulimm/PDF/BusinessLogisticsinModernManagement12/blimm1209.pdf
- Narodne novine (2018) Zakon o porezu na dobit. Zagreb: Narodne novine d.d., 106, čl. 12, st. 3. Dostupno na:https://www.porezna-uprava.hr/hr_propisi/_layouts/in2.vuk.sp.propisi.intranet/propisi.aspx#id=pro19
- PwC (2012) *We need to talk about Capex Benchmarking best practice in telecom capital allocation* Dostupno na: https://www.pwc.com/gx/en/communications/publications/assets/pwc_capex_final_21may12.pdf
- Vukoja, B. *Primjena analize financijskih izvješća pomoću ključnih financijskih pokazatelja kao temelj donošenja poslovnih odluka*. Dostupno na: http://www.revident.ba/public/files/primjena-analize-financijskih-izvjestaja-pomocu-kljucnih-financijskih-pokazatelja.pdf

POPIS SLIKA

Slika 1: Klasifikacija temeljnih instrumenata i postupaka analize financijskih izvještaja 9
Slika 2: Temeljne skupine pokazatelja analize financijskih izvještaja 11
Slika 3: Osnovni modeli pokazatelja profitabilnosti 21
Slika 4: Pokazatelji profitabilnosti (rentabilnosti) 22
Slika 5: Pokazatelji profitabilnosti 23
Slika 6: Odnos NOPAT-a i troška kapitala prema EVA mjeri 36
Slika 7: Investicijski horizont društva 39
Slika 8: Jaz profitabilnosti 41
Slika 9: Telekomunikacijska mreža – osnovne postavke 42
Slika 10: Telekomunikacijska mreža sljedeće generacije 42
Slika 11: Poslovanje u 'Cloudu' 43
Slika 12: Obilježja pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE 46
Slika 13: Usporedba pokazatelja ROCE i EBITDA 49
Slika 14: Utjecaj različitog računovodstvenog tretmana na EBITDA i ROCE pokazatelj 51
Slika 15: Test osjetljivosti - utjecaj različitog odnosa NOPAT i NOA na ROCE rezultat 54
Slika 16: Preglednik područja utjecaja ROCE pokazatelja po području NOPAT i NOA . 56
Slika 17: ROCE pokazatelj kao kriterij investicijskog odlučivanja 58
Slika 18: Procjena portfelja imovine poduzeća 62
Slika 19: Ciklus pretvorbe novca 64
Slika 20: Izračun ciklusa pretvorbe novca 65
Slika 21: Swot analiza 69
Slika 22: AIDA formula u uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja 76
Slika 23: Balanced Scorecard u uvođenju novog ključnog financijskog pokazatelja 79

SAŽETAK I KLJUČNE RIJEČI

Poslovanje poduzeća je u značajnoj mjeri opterećeno investicijama pa je praćenje pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE (Return on Capital Employed) od ključnog značaja u procesu strateškog odlučivanja o ulaganjima poduzeća. Kroz prizmu ovog pokazatelja se zapravo gleda sveukupna učinkovitost uporabe kapitala, bilo vlastitog ili dužničkog, uspoređujući pritom njegovu cijenu i profitabilnost. Cilj rada je bio dati detaljniji prikaz samog pokazatelja profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala, njegov doprinos, prednosti i ograničenja u primjeni te prikazati izazove uvođenja pokazatelja u poslovanje poduzeća kao novog ključnog financijskog pokazatelja. Opisan je slučaj uvođenja pokazatelja u poduzeće telekom industrije te identificiran način na koji se može uspješno provesti neka promjena u poslovanju. Zaključak je da je uvođenje ROCE pokazatelja u poslovanje vrlo kompleksno i da je potrebno osigurati provođenje poslovne strategije na način da se pokazatelj razluči na niže segmente praćenja i ugrade odgovarajući financijski pokazatelji u sustav mjerenja uspješnosti poslovanja, primjenom BSC modela oplemenjenog sustavnom logikom predviđanja i prognozom budućih rezultata uspješnosti.

KLJUČNE RIJEČI

- Broj dana plaćanja DPO (*engl. Days Payable Outstanding)*
- Broj dana zaliha DOI (*engl. Days Of Inventory)*
- Broj dana naplate *DSO (engl. Days Sales Outstanding)*
- Dobit prije kamata i poreza EBIT *(engl. Earnings Before Income and Tax)*
- Dobit prije kamata, poreza, deprecijacije i amortizacije EBITDA *(engl. Earnings Before Income and Tax, Depreciation and Amortization)*
- Dodana ekonomska vrijednost EVA *(engl. Economic Value Added)*
- Koeficijent obrtaja zaliha (*engl. inventory turnover ratio*)
- Obrtni ili radni kapital *(engl. working capital)*
- Profitabilnost ukupne imovine ROA *(engl. Return On Assets)*
- Profitabilnosti ukupno angažiranog kapitala ROCE *(engl. Return On Capital Employed)*
- Profitabilnost ulaganja ROI *(engl. Return On Investment)*
- Profitabilnost vlasničkog kapitala ROE *(engl. Return On Equity)*
- Prosječni ponderirani trošak kapitala WACC *(engl. Weighted Average Cost of Capital)*
- Točnost predviđanja prodaje (*engl. forecast accuracy)*
- Neto dobit *(engl. Net profit)*
- Neto operativna dobit nakon oporezivanja NOPAT *(engl. Net Operating Profit After Taxes)*
- Neto operativna imovina NOA *(engl. Net Operating Assets)*

SUMMARY AND KEY WORDS

Business operations are heavily burdened by investments, so monitoring of profitability indicator Return on Capital Employed ROCE is crucial to the process of strategic decision-making on company investments. Overall efficiency of the use of capital, whether it is own or borrowed, is actually demonstrated through the prism of this indicator, comparing its cost and profitability. The aim of the paper was to give a more detailed account of the profitability indicator Return on capital employed, its contribution, the advantages and limitations in the application and to present the challenges of indicator's implemetation as a new key financial indicator into the business of the company. It was described the implementation of the indicator in the telecom company and the way of introducing changes into business operations. The conclusion is that the implementation of ROCE indicator into business operations is very complex and it is necessary to ensure the implementation of the business strategy by breakdown of indicator to the lower segments and incorporating of appropriate metrics into Performance evaluation system, applying the BSC model enhanced by system logic for the prediction and forecasting of future performance results.

KEY WORDS

- DOI *Days Of Inventory*
- DPO *Days Payable Outstanding*
- DSO *Days Sales Outstanding*
- EBIT *Earnings Before Income and Tax*
- EBITDA *Earnings Before Income and Tax, Depreciation and Amortization*
- EVA *Economic Value Added*
- *Forecast accuracy*
- *Inventory turnover ratio*
- ROA *Return On Assets*
- ROCE *Return On Capital Employed*
- ROE *Return On Equity*
- ROI *Return On Investment*
- *Net profit*
- NOA *Net Operating Assets*
- NOPAT *Net Operating Profit After Taxes*
- WACC *Weighted Average Cost of Capital*
- *Working capital*

ŽIVOTOPIS

Osobni podaci

Ime i prezime: Jasenka Anica Kreković

Datum rođenja: 11. kolovoza 1976., Novi Sad, Srbija

Adresa: Vike Podgorske 11, Zagreb

Mobitel: 00 385 98 242 212

E-mail: jasenka.krekovic@t.ht.hr

Obrazovanje

2010. - 2013. Rotterdam School of Management, Erasmus University

Graduate Diploma in Accounting and Financial Management

2008. - 2009. Ekonomski fakultet Zagreb

Specijalistički poslijediplomski studij, Financijsko izvještavanje, revizija i analiza

1995. - 1999. Ekonomski fakultet Zagreb

Diplomski sveučilišni studij Poslovne ekonomije, smjer Financije

1992. - 1995. Prva ekonomska škola, Zagreb

Radno iskustvo

2010.-2019. Hrvatski Telekom d.d., Sektor za riznicu i računovodstvo

- Voditelj računovodstva i metodologije (knjigovodstvo, vanjsko izvješćivanje i konsolidacija)
- Član Nadzornog odbora u Optima Telekom d.d. (2014.-2018.)
- Voditelj projekta ROCE management

2002.-2009. T-Mobile Hrvatska d.o.o., Sektor za računovodstvo, riznicu i financijsko izvješćivanje

- Rukovoditelj za financijsko izvješćivanje
- Voditelj projekta SAP Inventory management
- Viši financijski analitičar

2000. - 2002. Zagrebački velesajam d.o.o., Odjel za računovodstvo i kontroling

- Samostalni viši referent za plan, analizu i kontroling

Dodatna edukacija

2004 **Certifikat ovlaštenog internog revizora**

Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika

2003 **SAP LO510 Inventory management, London**

Vještine

MsOffice

Engleski jezik, aktivno

Njemački jezik, pasivno