

# Trošak kapitala kao odrednica investicijskog okvira u postupku budžetiranja kapitala

---

Ribić, Gordana

Master's thesis / Diplomski rad

2023

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:888669>

Rights / Prava: [In copyright](#) / [Zaštićeno autorskim pravom.](#)

Download date / Datum preuzimanja: **2024-07-28**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE SJEVER  
SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**



DIPLOMSKI RAD br. 457/PE/2023

**TROŠAK KAPITALA KAO ODREDNICA  
INVESTICIJSKOG OKVIRA U POSTUPKU  
BUDŽETIRANJA KAPITALA**

Gordana Ribić, 0016013842

Varaždin, rujan, 2023.godine

**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**  
**Studij Poslovna ekonomija, smjer Međunarodna trgovina**



DIPLOMSKI RAD br. 457/PE/2023

**TROŠAK KAPITALA KAO ODREDNICA  
INVESTICIJSKOG OKVIRA U POSTUPKU  
BUDŽETIRANJA KAPITALA**

Studentica:  
Gordana Ribić, 0016013842

Mentor:  
prof.dr.sc. Ante Rončević

Varaždin, rujan, 2023.godine

# Prijava diplomskog rada

## Definiranje teme diplomskog rada i povjerenstva

ODJEL	Odjel za ekonomiju		
STUDIJ	diplomski sveučilišni studij Poslovna ekonomija		
PRISTUPNIK	Gordana Ribić	MATIČNI BROJ	0016013842
DATUM	17.09.2023.	KOLEGIJ	Budžetiranje kapitala
NASLOV RADA	Trošak kapitala kao odrednica investicijskog okvira u postupku budžetiranja kapitala		
NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU	The cost of capital as a determinant of the investment framework in the capital budgeting process		
MENTOR	prof. dr. sc. Ante Rončević	ZVANJE	redoviti profesor
ČLANOVI POVJERENSTVA	1. prof. dr. sc. Dinko Primorac, predsjednik 2. prof. dr. sc. Ante Rončević, mentor 3. doc.dr.sc. Biljana Marković, član 4. doc.dr.sc. Ivana Martinčević, zamj. član 5.		

## Zadatak diplomskog rada

BROJ 457/PE/2023

### OPIS

U uvodnom dijelu rada potrebno je elaborirati teorijski okvir problematike kojom se rad bavi, obrazložiti cilj i postavljeni problem istraživanja, izvore podataka, metode i metodologiju istraživanja. Potom je potrebno dati prikaz strukture rada kroz kratki opis sadržaja rada te navesti istraživačka pitanja.

U poglavljima rada potrebno je:

- dati određenje ključnih pojmova vezanih uz temu rada, te na osnovu pregleda relevantne literature sistematično elaborirati postupak i pravila budžetiranja kapitala kao i karakteristike, tipove i vrstu investicijskih projekata
- na osnovu pregleda relevantne literature u nastavku rada sistematično elaborirati strukturu i trošak kapitala
- opisati metodologiju, predmet i uzorak istraživanja, te prikazati i opisati rezultate provedenog istraživanja, dubinskog intervjua, a u okviru rasprave
- elaborirati odgovore na istraživačka pitanja rada
- iznijeti zaključke teorijskog i empirijskog istraživanja

ZADATAK URUČEN

04.10.2023.



*Ante Rončević*

## SAŽETAK

Svakodnevne obveze menadžera uključuju donošenje poslovnih i financijskih odluka koje određuju dugoročni smjer poslovanja poduzeća. Financijske odluke o dugoročnim ulaganjima u realnu materijalnu imovinu zahtjevan su zadatak za menadžere poduzeća. Važno je da ključni kadar ima adekvatne kompetencije i znanja o postupku i metodama budžetiranja kapitala za procjenu isplativosti investicija i očekivanih efekata ulaganja. Koncept trošak kapitala analizira se kao investicijski okvir i odrednica u postupku budžetiranja kapitala.

Ovim diplomskim radom „Trošak kapitala kao odrednica investicijskog okvira u postupku budžetiranja kapitala“ sažeto se definiraju osnovni promatrani pojmovi te se iste povezuje sa realnim poslovnim sektorom kako bi se procijenila razina znanja i kompetencija ključnog kadra iz područja budžetiranja kapitala. Složenost procesa budžetiranja kapitala i potreba za donošenjem adekvatnih poslovnih i financijskih odluka zahtjeva primjenjiva menadžerska znanja.

Podaci o kompetencijama ključnog kadra malih i srednjih poduzeća u ovom radu prikupljeni su kroz individualan razgovor, metodom dubinskog intervjua. Analiza sadržaja provedenog istraživanja potvrđuje menadžerske kompetencije.

**Ključne riječi:** *trošak kapitala, struktura kapitala, budžetiranje kapitala, investicijski projekti, investicijski okvir*

## **ABSTRACT**

Daily responsibilities of managers include making business and financial decisions that determine the long-term direction of the company's operations. Financial decisions about long-term investments in real tangible assets are a demanding task for company managers. It is important that the key staff has adequate competence and knowledge about the procedure and methods of capital budgeting for assessing the profitability of investments and the expected effects of investments. The concept of cost of capital is analyzed as an investment framework and determinant in the capital budgeting process.

This master thesis "The cost of capital as the investment framework determinant in the capital budgeting process" provides an overview of the observed terms and connects them to the real business sector in order to assess the level of knowledge and competence of key staff in the area of capital budgeting. The complexity of the capital budgeting process and the need to make adequate business and financial decisions require applicable managerial knowledge.

Data on the competencies of the key staff of small and medium-sized enterprises in this work were collected through individual interviews, using the in-depth interview method. Analysis of the content of the conducted research confirms managerial competences.

***Keywords:** cost of capital, capital structure, capital budgeting, investment projects, investment framework*

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
1.1. Problem i predmet istraživanja .....	1
1.2. Ciljevi istraživanja .....	1
1.3. Metode i izvori prikupljanja podataka .....	2
1.4. Struktura rada .....	2
2. BUDŽETIRANJE INVESTICIJSKIH PROJEKATA .....	3
2.1. Pojmovno određenje budžetiranja kapitala .....	3
2.1.1. Postupak budžetiranja kapitala .....	5
2.1.2. Pravila budžetiranja kapitala .....	8
2.2. Investicijski projekti .....	12
2.2.1. Karakteristike investicijskih projekata .....	14
2.2.2. Tipovi investicijskih projekata .....	15
2.2.3. Vrste investicijskih projekata .....	17
3. TROŠAK KAPITALA KAO ODREDNICA INVESTICIJSKOG OKVIRA U POSTUPKU BUDŽETIRANJA KAPITALA .....	19
3.1. Definiranje troška kapitala .....	19
3.2. Struktura kapitala (eng. capital structure) .....	22
3.2.1. Određivanje strukture kapitala .....	23
3.3. Diskontna stopa .....	27
3.4. Vremenska vrijednost novca .....	27
3.5. Trošak kapitala kao granica investicijskog okvira .....	30
3.5.1. Pojedinačni trošak kapitala .....	30
3.5.2. Prosječni ponderirani trošak kapitala (eng. Weighted Average Cost of Capital) – WACC .....	32
4. TERENSKO ISTRAŽIVANJE .....	34
4.1. Metodologija i predmet istraživanja .....	34
4.2. Uzorak istraživanja .....	37
4.3. Interpretacija rezultata istraživanja .....	40
4.4. Rasprava .....	54
4.5. Ograničenja istraživanja .....	57
5. ZAKLJUČAK .....	58
LITERATURA .....	59
POPIS SLIKA .....	62
POPIS TABLICA .....	62

# **1. UVOD**

Donošenje poslovnih odluka uključuje visoku razinu rizika, te ukoliko se isti želi svesti na minimum potrebno je prikupiti pouzdane i vjerodostojne informacije i provoditi aktivnosti kojima će se osigurati ostvarivanje postavljenih ciljeva. Donošenju kvalitetnih investicijskih odluka iz područja budžetiranja kapitala prethodi priprema adekvatnih podloga, definiranje prihvatljivog troška kapitala, sagledavanje postojeće i definiranje ciljane buduće strukture kapitala, određivanje prihvatljiva razina zaduženja i trošak duga, a sve uz primjenu adekvatnih metoda financijskog odlučivanja. Proces budžetiranja kapitala i izračuna troška kapitala temelj su poslovnog planiranja i menadžerske kontrole nad poslovnim procesima i rezultatima poslovanja.

Kroz ovaj rad je istaknuta važnost pravovremenog raspolaganja iscrpnim informacijama potrebnim za donošenje adekvatnih poslovnih odluka. Menadžerima je potrebna podloga za provođenje izračuna i donošenje odluka o prihvaćanju ili odbijanju investicijskog projekta. Zadatak menadžera je osigurati profitabilno poslovanje, ostvarivanje dobiti, rast i razvoj poduzeća te maksimizacija bogatstva vlasnika.

## **1.1. Problem i predmet istraživanja**

Istraživački problem ovog rada su svakodnevne obveze menadžera da donose poslovne i financijske odluke. Metode budžetiranja kapitala služe za donošenje odluka o ulaganjima u dugotrajnu materijalnu imovinu, odnosno procjenu isplativosti provedbe investicijskih projekata. Dugoročnim planiranjem, modeliranjem strukture kapitala i izračunom troška kapitala poduzeće se usmjerava prema generiranju novih vrijednosti i akumulaciji bogatstva. Predmet istraživanja u ovom diplomskom radu su menadžerska znanja i kompetencije iz područja budžetiranja kapitala. Menadžerski pristup baziran na znanju i kompetencijama o ulaganju u realnu dugotrajnu imovinu adekvatnije će odrediti dugoročni horizont poslovanja poduzeća.

## **1.2. Ciljevi istraživanja**

Cilj i svrha ovog diplomskog rada je analizirati kompetencije ključnog kadra u planiranju i provođenju investicijskih projekata te donošenju adekvatnih poslovnih i financijskih odluka. Raspolaganje adekvatnim znanjima o postupku i metodama budžetiranja kapitala omogućava ključnom kadru donošenje pravovremene i adekvatne odluke o pokretanju investicijskog projekta. Sposobnosti menadžera da adekvatno i pravovremeno koriste raspoložive podatke u donošenju odluka smanjuju rizik krive procjene i nastanak gubitaka u poslovanju.



Istraživačka pitanja koja se postavljaju u ovom radu su:

- Ima li ključni kadar adekvatna znanja i kompetencije iz područja budžetiranja kapitala?
- Izračunavaju li menadžeri u hrvatskim poduzećima trošak kapitala radi modeliranja strukture kapitala?
- Izračunavaju li menadžeri u hrvatskim poduzećima trošak kapitala kao odrednicu investicijskog okvira?

### **1.3. Metode i izvori prikupljanja podataka**

Uvidom u znanstvene radove, seminare, članke i knjige koji obrađuju temu budžetiranja kapitala, troška kapitala i investicijskih projekata provedena je analiza i prikupljeni sekundarni podaci za ovaj diplomski rad. Korišteni su sekundarni izvori podataka metodom istraživanja za stolom. Pretraživanjem internetskih baza podataka i relevantnih stranica na Internetu prikupljeni su podaci koji doprinose boljem razumijevanju važnosti raspolaganja pravovremenim i potpunim informacijama, te analize istih za potrebe vrednovanja i donošenja poslovnih odluka. Za definiranje pojmova korištena je metoda analize i sinteze te metoda deskripcije dok je u daljnjem dijelu rada primijenjena metoda komparacije. Primarno istraživanje provedeno je kvalitativnom metodom strukturiranog dubinskog intervjua na namjernom uzorku, a rezultati istraživanja analizirani su metodom sadržaja.

### **1.4. Struktura rada**

Osim *Uvoda* i *Zaključka* rad se sastoji od tri glavna dijela. U uvodnom poglavlju definira se predmet i problem rada, ciljevi istraživanja te metode i izvori prikupljanja podataka. Poglavlje *Budžetiranje investicijskih projekata* obuhvaća pojmovno određenje, ali i postupak i pravila budžetiranja kapitala. Nadalje, u istom poglavlju pojmovno su određeni investicijski projekti te tipovi i vrste investicijskih projekata čija ispravna klasifikacija olakšava zainteresiranoj strani jasnije određivanje pristupa budžetiranju kapitala. Treće poglavlje *Trošak kapitala kao odrednica investicijskog okvira u postupku budžetiranja kapitala* pojmovno određuje strukturu i trošak kapitala te razmatra problematiku izračuna i poslovnu primjenu predmetnih koncepata. U četvrtom poglavlju *Terensko istraživanje* obrađeno je provedeno istraživanje, određena ograničenja istraživanja i izvedena rasprava rezultata istraživanja.

Na kraju rada izvodi se Zaključak ovog diplomskog rada nakon kojeg slijedi popis literature, slika i tablica.

## **2. BUDŽETIRANJE INVESTICIJSKIH PROJEKATA**

Uvažavajući složenost postupka budžetiranja kapitala i provođenja investicijskih projekata, u ovom dijelu diplomskog rada kroz definicije različitih autora određuje se baza potrebnih znanja i kompetencija kojima menadžeri poduzeća moraju raspolagati u postupku budžetiranja kapitala. Angažiranje značajnih likvidnih sredstava kroz period trajanja investicijskog projekta zahtijeva adekvatnu procjenu razine obrtnih sredstava potrebnih za redovno poslovanje poduzeća. Sredstva angažirana u investicijskom projektu najčešće nije moguće u kratkom roku i bez značajnih gubitaka u vrijednosti, transformirati u likvidna sredstva. Odluka o provedbi određenog investicijskog projekta, u okviru više raspoloživih opcija investiranja, zahtijeva adekvatna menadžerska znanja i kompetencije iz područja budžetiranja kapitala.

### **2.1. Pojmovno određenje budžetiranja kapitala**

Prema Orsag (2002, str. 16) budžetiranje kapitala obuhvaća postupak donošenja odluka o dugoročnim investicijama u realnu poslovnu imovinu poduzeća odnosno postupak donošenja odluka o dugoročnim investicijskim projektima.

Kako navodi Orsag (2002, str. 16) budžetiranje kapitala definira se kao proces donošenja odluke o ulaganju u fiksnu imovinu, koji uključuje postupak identifikacije, analize i odabira investicijskih projekata za koje se očekuje da će povrat biti dulji od godine dana, odnosno proces planiranja čiji se povrat očekuje nakon jedne godine. Budžetiranje kapitala je postupak u kojem se donosi odluka o investicijama u realnu poslovnu imovinu poduzeća (Orsag, 1996, str. 16).

Prema Orsag i Dedi (2011, str. 19) budžetiranje kapitala može se definirati kao proces donošenja odluke o ulaganjima u fiksnu imovinu poduzeća.

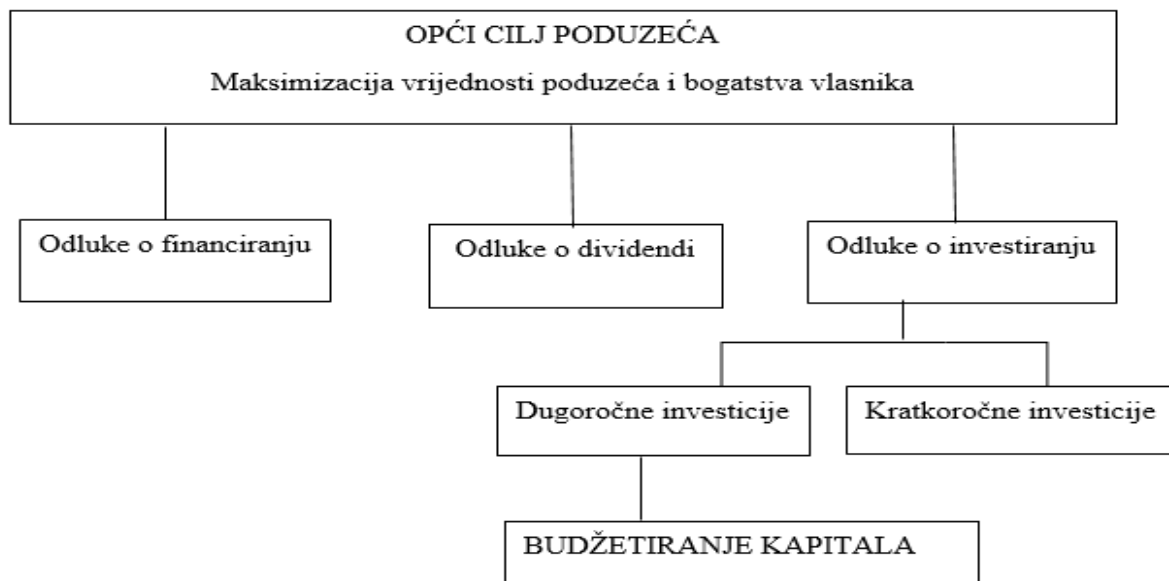
Šimić Kolarević, Rauker i Bajić (2021) ističu kako je budžetiranje kapitala proces prepoznavanja, analiziranja i odabira investicijskih projekata čiji se povrati očekuju u razdoblju duljem od jedne godine. Primjenom različitih metoda vrednovanja i odabira projekata ocjenjuje se atraktivnost različitih investicijskih projekata, što dovodi do njihovog prihvaćanja ili odbacivanja.

Kroz definicije budžetiranja kapitala istaknute su ključne karakteristike postupka budžetiranja kapitala koje se odnose na dugoročnost i investicijski karakter ulaganja u realnu poslovnu imovinu. Budžetiranje kapitala je proces koji traje određeno vrijeme potrebno za provedbu ulaganja s naglaskom na dugoročne investicije. Kratkoročni projekti i ulaganje u obrtna sredstva najčešće ne zahtijevaju značajniju detaljnu analizu kao u slučaju dugoročnih investicijskih projekata. Paralelno dok traje investicijski projekt poduzeće mora osigurati

dostatna likvidna sredstva za redovno poslovanje. Znači da poduzeće u postupak budžetiranja kapitala mora uključiti i izračun kapitala za osiguranje tekuće imovine.

Zadatak menadžmenta je kontinuirano donošenje poslovnih i financijskih odluka usmjerenih prema ostvarenju postavljenih ciljeva poduzeća koji osiguravaju profitabilnost poslovanja, rast i razvoj poduzeća te maksimizaciju bogatstva dioničara, odnosno vlasnika.

Dayananda et al. (2002, str. 2) slikovito prikazuju ciljeve poduzeće i pojedine odluke koje pridonose ostvarenju postavljenog cilja. Maksimizacija vrijednosti poduzeća i bogatstva vlasnika navodi se kao opći cilj poduzeća. Poduzeće donosi odluke o financiranju koje utječu na optimalnu kapitalnu strukturu poduzeća, odnosno odnos duga i kapitala. Odluke o dividendi odnose se na oblik u kojem su povrati koje poduzeće ostvaruje proslijeđeni dioničarima. Odluke o ulaganju odnose se na način prikupljenih sredstava na financijskim tržištima za korištenje u proizvodnim aktivnostima. Pojedinačne odluke povezane su u općem cilju poduzeća. Odluke o investiranju kroz postupak budžetiranja kapitala utječu na maksimizaciju vrijednosti poduzeća i bogatstva vlasnika kao što je prikazano na sljedećoj slici.



*Slika 1. Opći cilj poduzeća, financijski menadžment i budžetiranje kapitala*

*Izvor: Dayananda et al. (2002) Capital Budgeting, Financial Appraisal of Investment Projects, Cambridge University Press*

Kako navode Orsag i Dedi (2023, str. 3) budžetiranje kapitala je proces kojim se na dulje vrijeme unaprijed određuju poslovni okviri, vrijednost poduzeća te ostali pokazatelji koji se žele ostvariti u definiranom vremenskom periodu. Odluke koje se donose u procesu budžetiranja kapitala dugoročno angažiraju novac kao sredstvo najviše likvidnosti u imovinske

oblike niske likvidnosti. Kroz proces budžetiranja kapitala temeljem ispitivanja budućih okolnosti te u skladu s postavljenim standardima profitabilnosti, nastoji se trenutni gubitak fleksibilnosti kompenzirati osvajanjem dodatne profitabilnosti u narednom periodu.

Budžetiranje je temelj za raspodjelu kapitala i kontrolu njegove upotrebe u smislu sistematičnog i racionalnog ponašanja za postizanje sigurnijih i boljih rezultata poduzeća (Belak, 2014). Budžet je temelj poslovnog planiranja i menadžerske kontrole budući da isti u obliku financijskih termina prikazuje rezultate poslovanja koje se očekuju u sljedećem razdoblju, predstavlja procjenu godišnjih troškova i prihoda za planirane aktivnosti te stanja imovine i njenih izvor. Kapitalni budžet izrađuje se za razdoblje od više godina, a odnosi se na planiranje i kontrolu investicija u dugotrajnu imovinu te kontrolu njihovih efekata (Belak, 1995).

Kako je najavljeno u uvodnom dijelu ovog diplomskog rada, kroz teorijski okvir različitih autora definiran je proces budžetiranja kapitala i njegova obilježja. Iz prethodno navedenih definicija važnost budžetiranja kapitala ogleda se u dugoročnom angažiranju i alokaciji likvidnih sredstava koja utječu na buduće poslovanje i stvaranje bogatstva poduzeća. Menadžment poduzeća mora raspolagati adekvatnim znanjima iz područja budžetiranja kapitala kako bi smanjio rizik prilikom donošenja poslovnih i financijskih odluka.

### **2.1.1. Postupak budžetiranja kapitala**

Postupak budžetiranja kapitala uključuje prognozu novčanih tokova projekata i ocjenu njihove financijske efikasnosti primjenom kriterija odlučivanja implementiranih u veliki broj metoda budžetiranja kapitala (Orsag, 2002, str. 34).

Postupak budžetiranja kapitala ima slijed koraka koji kreću od pronalaska potencijalnih investicijskih projekata, rangiranja projekata unutar poduzeća, analize i ocjene projekata te u završnom koraku donošenje odluke o prihvaćanju ili odbijanju pojedinog investicijskog projekta. Proces budžetiranja kapitala provodi se sa svrhom procjene veličine, vremena i rizika budućih novčanih tokova projekta. Donošenje dugoročnih investicijskih odluka mora biti temeljeno na provedenom postupku budžetiranja kapitala. Angažman značajnih kapitalnih izdataka u projekt dugoročno usmjerava poslovanje poduzeća, stoga donošenje investicijske odluke mora imati adekvatnu podlogu.

Korake koje je potrebno primijeniti u postupku budžetiranja kapitala odnosno procesu donošenja odluka o dugoročnom investiranju Orsag i Dedi (2023. str. 28) navode kao:

1. pronalaženje investicijskih oportuniteta
2. prikupljanje podatka
3. određivanje novčanih tokova investicijskih oportuniteta

4. određivanje budžeta kapitala
5. vrednovanje i donošenje odluke
6. analiza izvođenja i prilagođavanja

Prvi korak, pronalaženja investicijskih oportuniteta Orsag i Dedi (2023. str. 28) navode kao bazu za stvaranje ideja o novim poslovnim pothvatima koji će usmjeriti poslovanje poduzeća i stvarati buduću profitabilnost. Bez pronalaženja investicijskih oportuniteta poduzeće se izlaže stagniranju u vlastitom razvoju, a doprinosi razvoju konkurenata.

Prikupljanje podataka za donošenje odluke o provedbi investicijskog projekta kao i kvalitetna statistička obrada podataka, baza je za pripremu ideja prema konkretnim projektima i ispravnom vrednovanju projekata, u okviru postupka budžetiranja kapitala. Poduzeća unutar svojih računovodstvenih odjela prikupljaju podatke i pripremaju statističke izračune. Uz pregled tržišnih kretanja i financijskih informacija o poslovanju poduzeća postavljaju realne novče tokove predloženih investicijskih oportuniteta. Realni novčani tokovi uvažavaju vremensku vrijednost novca. Menadžeri kroz realne novčane tokove dobivaju pregled budućih vrijednosti današnjih ulaganja.

Definiranjem veličine novčanih tokova investicijskih oportuniteta prikupljeni podaci postaju konkretni projekti o kojima se mogu donositi investicijske odluke. Visinu budžeta kapitala određuje raspoloživ novac za investicije i raspoloživi izvori financiranja, te se prema budžetu kapitala određuje maksimalna vrijednost predloženih projekata koju poduzeće može prihvatiti za provedbu. Izbor optimalnog projekta poduzeće provodi usporedbom karakteristika, odnosno rangiranjem projekata, a sve u okviru raspoloživog budžeta kapitala.

Nakon odabira projekta i donošenja poslovne odluke o provedbi projekta započinje se sa procesom investiranja.

Prethodno opisani koraci u postupku budžetiranja kapitala sažeto su prikazani tablicom u nastavku.

*Tablica 1. Koraci budžetiranja kapitala*

<b>KORACI BUDŽETIRANJA KAPITALA</b>	<b>KARAKTERISTIKE KORAKA</b>
1. Pronalaženje investicijskih oportuniteta	- najvažniji korak u procesu budžetiranja kapitala - transformacija dobro artikuliranih ideja u investicijske oportunitete

2. Prikupljanje podataka	- sistematično i organizirano prikupljanje i obrađivanje podataka - kvalitetna statistička obrada podataka - izrada distribucija vjerojatnosti očekivanih predloženih projekata
3. Određivanje novčanih tokova investicijskog oportuniteta	- definiranje veličine investicijskih troškova - definiranje očekivanih čistih novčanih tokova - definiranje rezidualne vrijednosti predloženih investicijskih oportuniteta - preduvjet fer vrednovanja
4. Određivanje budžeta kapitala	- visina potrebnih investicijskih ulaganja
5. Vrednovanje i donošenje odluke	- vrednovanje investicijskih oportuniteta metodom financijskog odlučivanja - rangiranje projekata
6. Analiza izvođenja i prilagođavanja	- početak procesa investiranja - analiza procesa investiranja - otkrivanje određenih propusta - ponovno vrednovanje odabranog Investiranja - obavljanje potrebnih prilagođavanja s ciljem postizanja veće efikasnosti

*Izvor: rad autor temeljem Orsag i Dedi (2023., str. 28-30)*

Ishod provedbe procesa budžetiranja kapitala je odabir investicijskih projekata u koje će se dugoročno investirati veliki dio kapitala poduzeća, a kasnije i ostvariti povrat, očekivano iznad uložениh sredstava.

Prema Orsag i Dedi (2023, str. 31) važnost procesa budžetiranja kapitala proizlazi iz:

- dugoročnog karaktera usmjerenje kapitala
- velike vrijednost kapitalnih izdataka
- potrebe za predviđanjem buduće prodaje
- određivanja najpovoljnijeg vremena provedbe investicijskog projekta

Predmet postupka budžetiranja kapitala su investicijski projekti kod kojih se povrat ulaganja očekuje nakon jedne godine i dulje. Izazov za poduzeće je projekcija efekata investicije uzimajući u obzir veličinu sredstava potrebnih za investiciju i razinu buduće prodaje (prihoda). Predviđanje buduće prodaje važan je dio planiranja budućih investicijskih ulaganja kao i vrednovanje namjeranih investicija temeljem postavljenih standarda profitabilnosti a sve u kontekstu troška angažiranog kapitala (Orsag i Dedi, 2023., str. 31) Poduzeća moraju što detaljnije sagledati predviđenu tržišnu potražnju i ostvarenu buduću prodaju kako bi izbjegla manjak obrtnih sredstva za redovan rad i nedostatak sredstava za provedbu investicijskog

projekta. Plan (budžet) prodaje temelji se na iskustvima iz prethodnog razdoblja i provedenom istraživanju tržišta (Tintor, 2021 str. 6).

Odabir najpovoljnijeg, odnosno najpogodnijeg vremena pokretanja kapitalnih ulaganja značajno utječe na izvođenje investicijskog projekta i krajnje efekte ulaganja. Tržišni i opći gospodarski uvjeti mogu negativno utjecati na izvođenje projekta i opteretiti poslovanje troškovima prekapacitiranosti ili podkapacitiranosti. Prevelike ili preuranjene investicije u odnosu na kretanje potražnje rezultirat će gubicima u značajnim fiksnim troškovima, dok premale investicije mogu rezultirati gubicima učinaka koji su mogli biti ostvareni praćenjem potražnje. U slučajevima neusklađenosti sa uvjetima tržišta i nepravovremene reakcije poduzeća konkurentima daje priliku za preuzimanje dijela tržišnog udjela (Orsag i Dedi, 2023, str. 31).

### **2.1.2. Pravila budžetiranja kapitala**

Postupak budžetiranja kapitala provodi se primjenom određenih pravila. Pravila budžetiranja kapitala zapravo su kriteriji prema kojima se prihvaća odnosno odustaje od nekog investicijskog projekta. Primjena metoda financijskog odlučivanja omogućava sagledavanje projekata prema kriterijima prihvatljivosti. Većina kriterija financijskog odlučivanja temelji se na tehnici vremenske vrijednosti novca, odnosno izračunavanju sadašnje vrijednosti očekivanih novčanih učinaka projekta koja se zasniva na diskontnoj tehnici. Vremensku vrijednost budućih novčanih učinaka za poduzeće određuje trošak kapitala (Orsag, 2002, str. 25).

Prema Orsag (2002, str. 25) dugoročni karakter investicijskih ulaganja u realnu poslovnu imovinu poduzeća rezultira vremenskim raskorakom između nastajanja investicijskih ulaganja i pritjecanja novčanih efekata. Investicijska ulaganja započinju razdobljima investiranja te nakon toga slijede razdoblja efektuiranja. U razdoblje investiranja ulazi vrijeme potrebno da se investicija osposobi za generiranje profita i novčanih tokova dok se u razdoblju efektuiranja osigurava ekonomska i financijska efikasnost investicijskog projekta. U razdoblju efektuiranja važna je dinamika pritjecanja novčanih tokova (Orsag i Dedi, 2023, str. 13). Istekom cjelokupnog vijeka efektuiranja, odnosno krajem životnog vijeka investicijskog projekta projektu se određuje rezidualna vrijednost. Rezidualna vrijednost je novčani primitak koji se ostvaruje na kraju vijeka efektuiranja. Određivanjem rezidualne vrijednosti utvrđuje se kolika je vrijednost projekta po isteku perioda efektuiranja. Na temelju predviđenih investicijskih ulaganja, prognoziranih čistih novčanih tokova kroz vrijeme efektuiranja projekta i prognozirane rezidualne vrijednosti može se ocijeniti financijska efikasnost projekta.

Sljedećom slikom prikazan je životni vijek investicijskog projekta.



*Slika 2. Životni vijek investicijskog projekta*

*Izvor: izrada autora temeljem Orsag (2002)*

Ocjena projekta može biti statička ili dinamička (Bendeković at al., 2007, str. 91). Razlika je u tipu korištenih podataka temeljem kojih se provodi evaluacija projekata. Statična ocjena projekta znači analizu njegove učinkovitosti korištenjem podataka o uspješnosti poslovanja u reprezentativnoj godini poslovanja poduzeća. Statičkim pristupom dobiva se grubi uvid u učinkovitost projekta i usporedba s poslovanjem poduzeća u prošlosti. Potpuno drugi pristup nudi dinamička ocjena projekta koja u analizu uključuje podatke iz cijeloga vijeka projekta kroz realni (čisti) novčani tok projekta. Svrha dinamičke ocjene je sagledavanje učinkovitosti projekta i donošenje investicijske odluke. Standardne metode financijskog odlučivanja koje u svom izračunu imaju uključenu vremensku vrijednost novca, uključene su u dinamičku ocjenu projekta (Bendeković at al., 2007).

Prema Orsag (2002, str. 39) metode financijskog odlučivanja uključuju temeljne, dodatne, posebne i specifične metode financijskog odlučivanja uz mogućnost primijene i raznih drugih kriterija odlučivanja. Temeljne ili osnovne metode financijskog odlučivanja koje se primjenjuju u postupcima kvantifikacije financijskih odluka i u postupcima odlučivanja o dugoročnim projektima poduzeća su metoda čiste sadašnje vrijednosti i metoda interne stope profitabilnosti. Dodatnim metodama nastoji se poboljšati kvaliteta donesene odluke i olakšati izbor između više varijanti. Kao dodatne metode koriste se metoda perioda povrata, metoda diskontiranog perioda povrata, metoda indeksa profitabilnosti, metoda anuiteta i dr. Metoda diferencije i metoda modificirane interne stope profitabilnosti upotpunjavaju analizu financijskih odluka kao posebne metode financijskog odlučivanja. Uz dodatne metode financijskog odlučivanja koriste se i računovodstvene mjere efikasnosti investiranja.



Sljedeća tablica sažeto i na pregledan način prikazuje prethodno navedene metode budžetiranja kapitala.

*Tablica 2. Metode budžetiranja kapitala*

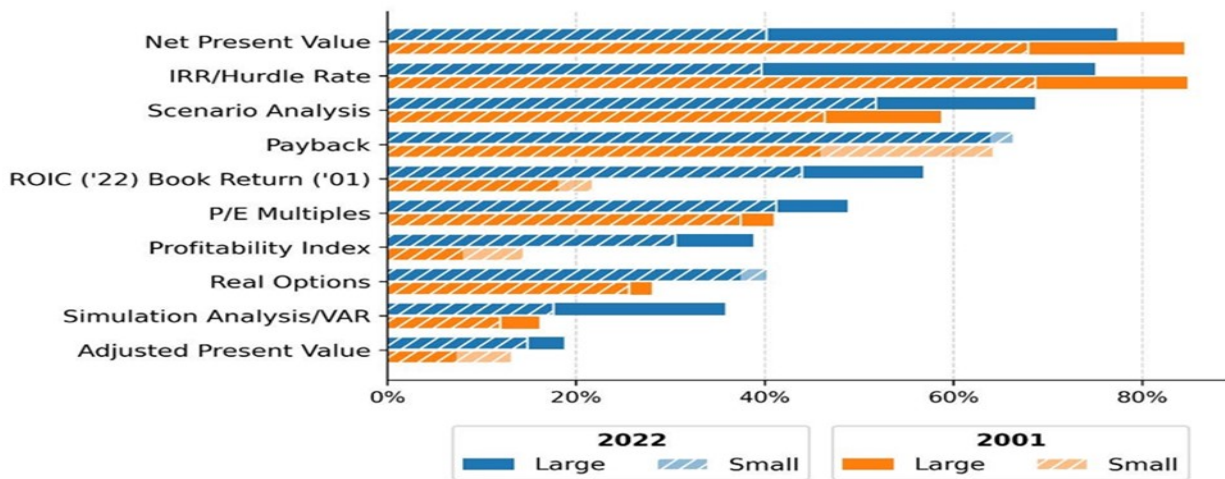
METODE POSLOVNOG ODLUČIVANJA	
TEMELJNE/OSNOVNE	
	<i>Metoda čiste sadašnje vrijednosti</i>
	<i>Metoda interne stope profitabilnosti</i>
DODATNE METODE	
	<i>Metoda vremena povrata novca ili Metoda perioda (razdoblja) povrata</i>
	<i>Metoda diskontiranog razdoblja povrata</i>
	<i>Metoda indeksa profitabilnosti</i>
	<i>Metoda sadašnje vrijednosti budućih troškova</i>
	<i>Metoda anuiteta</i>
	<i>Metoda knjigovodstvene stope povrata</i>
POSEBNE METODE	
	<i>Metoda diferencijacije</i>
	<i>Metoda modificirane interne stope profitabilnosti</i>
SPECIFIČNE METODE	
	<i>MAPI</i>
	<i>Metoda diskontiranog novčanog toka</i>
DRUGI KRITERIJI ODLUČIVANJA	

*Izvor: rad autor temeljem Orsag (2002, str. 47-81)*

Usljed stalnih promjena i nastanka novih tržišnih i gospodarskih momenata tradicionalne metode budžetiranje kapitala kod nekih autora kritizirane su kao nedovoljne za donošenje optimalne odluke o dugoročnoj investiciji. Tako Čičin-Šain et al. (2011., str. 2) navode da proces budžetiranja kapitala postaje sve složeniji proces, a tradicionalne metode budžetiranja kapitala ne daju odgovore za donošenje optimalne odluke o provođenju investicijskih projekata. Čičin-Šain et al. (2011., str. 7) ističu kako je potrebno dinamiziranje tradicionalnog budžetiranja kapitala te navode teoriju stvarnih opcija kao nužnu nadopunu tradicionalnom budžetiranju

kapitala koje u suvremenim uvjetima poslovanja postaje nedostatan za očuvanje fleksibilnosti u poslovanju poduzeća. Opcijski pogled na ulagačke odluke prema Čičin-Šain et. al. (2011., str.7) temeljito mijenja teoretski i praktični pogled na proces donošenja odluka o kapitalnim investicijama, budući da pri procjeni investicijskih projekata teorija stvarnih opcija uvažava element vrijeme. Prema Čičin-Šain et. al. (2011., str. 7) stvarne opcije se definiraju kao manje, podijeljene investicije u stvarnu imovinu sa svrhom stvaranja pune investicije u budućem trenutku. Na taj način poduzeće dobiva na vremenu tijekom kojeg dolazi do relevantnih informacija važnih za investicijske projekte. Pristup stvarnih opcija prema Čičin-Šain et. al. (2011., str. 7) očituje se u potrebi pronalaženja načina minimiziranja ulaganja u razdobljima visoke neizvjesnosti, uz istovremeno očuvanje fleksibilnosti u budućnosti. Navedeni pristup sagledava promatrati model kao načinom upravljanja rizikom pri kojem se odgađa donošenje odluke čekajući smanjenje neizvjesnosti prikupljanjem relevantnih informacija.

Tradicionalne metode budžetiranja kapitala koriste se za procjenu efikasnosti pojedinog projekta. Razinu korištenja pojedine metode budžetiranja kapitala proučavao je Graham (2022, str. 20) temeljem provedenog istraživanja o korištenju metoda budžetiranja kapitala. Prema provedenom istraživanju u 2022. godini, menadžeri 77% velikih i 40% malih poduzeća odgovorilo je da uvijek ili gotovo uvijek koriste neto sadašnju vrijednost pri odabiru projekata ili investicije. Neto sadašnja vrijednost (NPV) i interna stopa povrata (IRR) najčešće su korištene metode odlučivanja među velikim američkim tvrtkama. Godine 2022. najmanje tri četvrtine velikih tvrtki odgovorilo je da uvijek ili gotovo uvijek koriste NPV i IRR u postupku budžetiranja kapitala. Graham (2022, str. 21) ističe kako su rezultati istraživanja logični s obzirom da je maksimiziranje neto sadašnje vrijednosti u skladu sa stvaranjem bogatstva za dioničare. Osim neto sadašnje vrijednosti (NPV) i interna stopa povrata (IRR), mnoge se tvrtke oslanjaju i na dodatne, jednostavnije metode financijskog odlučivanja kao što su vrijeme povrata (*Payback*) i povrat uloženog kapitala (ROIC). Zbog jednostavnosti pregleda rezultate istraživanja iz 2022 Graham je prikazao grafički te je grafikon priložen u nastavku ovog rada.



Slika 3.. Korištenje metoda financijskog odlučivanja

Izvor: Graham (2022) [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w29841/w29841.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w29841/w29841.pdf)

Istraživanje na hrvatskim tvrtkama proveli su Dedi i Orsag (2007, str. 3) i prezentirali rezultate provedenog istraživanja. Premet istraživanja bila je praksa budžetiranja kapitala na odabranom uzorku od 234 hrvatskih tvrtki u usporedbi sa rezultatima sličnih istraživanja provedenih u SAD-u, Velikoj Britaniji, Švedskoj i drugim europskim zemljama. Prema rezultatima provedenog istraživanja 59% hrvatskih tvrtki uvijek koristi internu stopu povrata (IRR), 56% uvijek koristi period povrata, a 42% uvijek koristiti neto sadašnju vrijednost (NPV). Istovremeno (2007) za tvrtke u SAD-u istraživanje govori da 75-80% koristi internu stopu povrata (IRR), a 75-78% koristi neto sadašnju vrijednost (NPV) kao metodu financijskog odlučivanja. Dedi i Orsag (2007, str. 8) zaključno iznose kako bi hrvatske tvrtke trebale opsežnije koristiti postojeće metode budžetiranja kapitala pri ocjenjivanju investicijskih projekata, te nedostatak upotrebe istih povezuju sa potencijalnim nedostatkom poznavanja metoda i potrebe za obrazovanjem i obukom menadžera poduzeća u području budžetiranja kapitala.

## 2.2. Investicijski projekti

U ovom dijelu diplomskog rada obrađuju se investicijski projekti i određuje razlika između investicija i investicijskih projekata. U centru procesa budžetiranja kapitala su investicijski projekti koji su u odnosu na bilo koju investiciju složeniji i zahtijevaju kompleksniji pristup. Za menadžere je važno imati informacije o osnovnim karakteristikama investicijskih projekata, vrsti i tipu, kako bi imali ispravnu podlogu za donošenje investicijske odluke. Važne karakteristike investicijskih projekata su dinamika ulaganja, terminski plan investicijskog projekta, dinamika i intenzitet povrata ulaganja (efektuiranja) i poznavanje istih korisne su za donositelje odluke. Investicijske projekte karakterizira dugoročnost ulaganja s očekivanjem

povrata duljim od godine dana, dok se investicijom može označiti bilo koje ulaganje s ciljem ostvarenja neke koristi u budućem periodu. Prema Orsag (2002. str.17) terminom investicija može se okarakterizirati bilo koje ulaganje novčanih sredstava s ciljem stjecanja ekonomskih koristi odnosno profita u određenom vremenskom periodu.

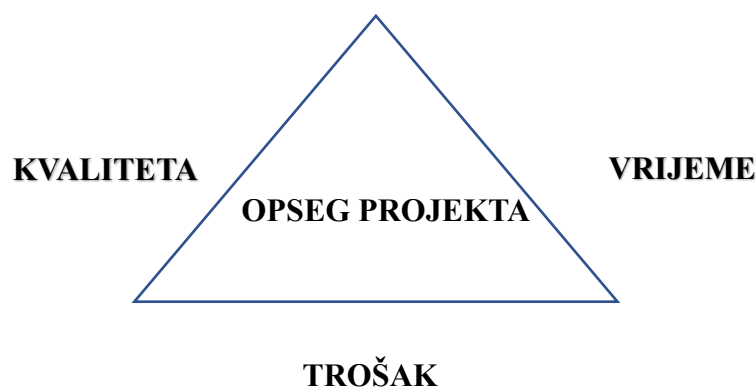
Investicije se u pravilu dijele na:

- financijske investicije
- realne investicije (Orsag, 2002, st. 17)

Postupak budžetiranja kapitala obuhvaća realne investicije koje zahtijevaju složeniji pristup procjene pokretanja i provedbe. Prema Orsag i Dedi (2023, str. 7) investicijski projekti obuhvaćaju dugoročna ulaganja u fiksnu, realnu imovinu. Za razliku od investicijskih projekata investicije su kratkoročne i karakteriziraju ulaganja glavinom u financijsku imovinu. Investicija označava bilo kakvo ulaganje, uglavnom novčanih sredstava radi stjecanja profita dok se dugoročni investicijski projekti primarno odnose na ulaganja u fiksnu, realnu, opipljivu, materijalnu imovinu poduzeća (Orsag i Dedi, 2023., str. 7).

Prema Kerzner (2009, str. 7) investicijski projekt opisuje dugoročna ulaganja poduzeća kroz investicijske ideje koje prikazuju investicijsku moć u okviru raspoloživog financijskog kapitala poduzeća. Investicijski projekt predstavlja dinamični sustav kojeg je potrebno stalno održavati u stanju ravnoteže u odnosu na osnovne postavke projekta. Povećanje, smanjenje ili nedostatak bilo kojeg od osnovnih ograničenja projekta, u okviru opsega projekta, kvalitete, ljudskih i materijalnih resursa, troškova, vremena trajanja projekta utječe na promjenu drugog elementa, čime se narušava ravnoteža ukupnog projekta.

Investicijski projekt je sustav koji se konstantno mijenja i potrebno ga je održavati u ravnoteži između osnovnih ograničenja projekta pri čemu svaka promjena pojedinog elementa izravno utječe na preostala dva elementa ( <https://www.pmi.org/learning/library/beyond-iron-triangle-year-zero-6381>).



*Slika 4. Osnovna ograničenja investicijskog projekta*

*Izvor: izrada autora temeljem Caccamese i Bragantini (2012)*

### 2.2.1. Karakteristike investicijskih projekata

Kroz definicije budžetiranja kapitala, a i investicijskih projekata kontinuirano se spominje njihova glavna karakteristika, dugoročnost. Karakteristika dugoročnog karaktera ulaganja temelji se na ulaganjima novca i drugih sredstava na duži rok s ciljem provođenja profitabilnih poslovnih aktivnosti i povrat u očekivanom budućem periodu.

Osim dugoročnosti kao osnovne karakteristike investicijskih projekata Orsag (2002, str. 7) navode ostale karakteristike investicijskih projekata, obuhvativši projekte različitog tipa i vrste:

1. dugoročni karakter investicijskih projekata
2. vremenski raskorak između ulaganja i efekata ulaganja
3. međuovisnost investiranja i financiranja
4. rizik i neizvjesnost (Orsag, 2002, str.7)

Navedene karakteristike investicijskih projekata jasno upućuju na složenost procesa procjene o provedbi pojedinog projekta. Poznavanje karakteristika i raspolaganje znanjima iz područja budžetiranja kapitala donositelju olakšava donošenje kvalitetnije odluke.

- *Dugoročni karakter investicijskih projekata*

Podatak o dugoročnom karakteru ulaganja investicijskih projekata donositelju odluke daje na znanje da kada se pokreće investicijski projekt dugoročnog karaktera isti će dugoročno vezivati novac u nenovčane oblike fiksne imovine i potencijalno zahtijevati povećanje raspoloživih obrtnih sredstava poduzeća. Menadžment i donositelji odluke u provođenju investicijskih projekata moraju imati saznanje koje efekte na redovno poslovanje može imati dugoročni karakter investicijskog projekta.

Novčana sredstva vezana u investicijske projekte, odnosno imovinu realnog imovinskog oblika, imaju nisku razinu likvidnosti koja se bez značajnijih gubitaka ne mogu lako i brzo ponovno transformirati u novac (Orsag, 2002, str. 8).

- *Vremenski raskorak između ulaganja i efekata ulaganja*

Donositelj odluke o provedbi investicijskog projekta mora znati kada će se dogoditi povrat uložениh sredstava. U periodu investiranja projekt se osposobljava za generiranje profita u nekom budućem periodu. Logično je da su poželjnija ulaganja kod kojih je što brži povrat uložениh sredstava, a da koristi od ulaganja traju što dulje i sa što većim efektom. Kako ističe Orsag (2002, str. 21) vremenski raskorak između investicijskih ulaganja i efekata ulaganja određuje profitnu snagu projekta. Na menadžerima je da, ovisno o poslovnim planovima i

strateškim ciljevima poduzeća, donesu poslovnu odluku za koji investicijski projekt će se odlučiti. I manje profitabilni projekti sa kratkim vijekom investiranja mogu biti prihvatljiviji od profitabilnijih u odnosu na one sa dugim periodom investiranja. Menadžeri najčešće preferiraju investicijske projekte sa duljim periodom efektuiranja, koji osiguravaju veću financijsku efikasnost investicijskog projekta i kojima su novčani tokovi što bliži sadašnjosti, a zbog vremenske vrijednosti novca osiguravaju veću sadašnju vrijednost. Kako ističu Orsag i Dedi (2023, str. 21) dinamika novčanih tokova investicijskog projekta definira efikasnost samog projekta, kao i raspoređena vrijednost unutar novčanog toka. Ključni kadar mora adekvatno sagledati dinamiku novčanih tokova i donijeti odluku koja će biti u skladu sa poslovnim planovima poduzeća.

- *Međuovisnost investiranja i financiranja*

Kod procjene pokretanja investicijskog projekta mora se odrediti iz kojih sredstva, odnosno kojeg kapitala, će se pokrenuti ulaganje. U opciji su kreditna sredstva i vlastita sredstva poduzeća. U pravilu se radi o dugoročni izvorima financiranja što utječe na strukturu kapitala poduzeća. Kako ističe Orsag (2002, str. 22) dugoročne investicijske odluke stvaraju potrebu za povećanjem dugoročnog kapitala poduzeća. Menadžeri poduzeća moraju biti upoznati sa činjenicom da će pokretanjem investicijskog projekta zapravo modelirati, odnosno utjecati na strukturu kapitala poduzeća.

- *Rizik i neizvjesnost*

Rizik i neizvjesnost pokretanja investicijskog projekta proizlazi iz njihovog dugoročnog karaktera. Ulaganja u sadašnjosti ostvarit će efekte u budućnosti, što znači preuzimanje rizika nastanka novih momenata koji mogu utjecati na neispunjenje planiranih ciljeva. Menadžeri svakodnevno donose poslovne i financijske odluke čime preuzimaju određenu razinu rizika. Važno je da i u postupku budžetiranja kapitala sagledaju rizik i neizvjesnosti, te isti ukalkuliraju u projekcije.

## **2.2.2. Tipovi investicijskih projekata**

Karakteristike investicijskih projekata pojašnjene u prethodnom poglavlju ovog rada, određuju vrste i tipove investicijskih projekata. Poznavanje vrste i tipa investicijskog projekta važno je za donošenje odluke o pokretanju i provođenju investicijskog projekta. Menadžerski pristup procjeni ulaganja neće biti isti kod različitih vrsta i tipova investicijskih projekata. Tipovi

investicijskih projekata određuju se prema vremenu, odnosno dinamici nastanka investicijskog ulaganja (period financiranja) i trenutku nastanka učinaka investicije (period efektuiranja).

Tipovi investicijskih projekata prikazani su sljedećom tablicom.

*Tablica 3. Tipovi investicijskih projekata*

JEDNOKRATNO ULAGANJE – JEDNOKRATNI EFEKTI POINT INPUT – POINT OUTPUT <b>PI-PO</b>	VIŠEKRATNO ULAGANJE – JEDNOKRATNI EFEKTI CONTINUOS INPUT – POINT OUTPUT <b>CI - PO</b>
JEDNOKRATNO ULAGANJE – VIŠEKRATNI EFEKTI POINT INPUT – CONTINUOS OUTPUT <b>PI - CO</b>	VIŠEKRATNO ULAGANJE – VIŠEKRATNI EFEKTI CONTINUOS INPUT – CONTINUOS OUTPUT <b>CI - CO</b>

*Izvor: rad autora temeljem Orsag (2002, str. 27-28)*

- *Jednokratno ulaganje – jednokratni efekti / PI - PO*

Tip projekta kod kojeg investicijski troškovi nastaju u jednom trenutku kao i efekti odnosno novčani tok koji nastaje u jednom određenom trenutku vremena nakon investicijskog ulaganja. U realnom sektoru projekt koji se može tipizirati kao PI-PO je kupnja zgrade ili poslovnog prostora te prodaja nakon odmaka vremena očekivano po višoj cijeni od kupovne.

- *Višekratno ulaganje – jednokratni efekti / CI -PO*

Tip projekta gdje poduzeće ulaže kroz više razdoblja, a efekti investicije nastaju u jednom trenutku nakon posljednjeg investicijskog ulaganja. Projekti stanogradnje, brodogradnje i sl. najbolje opisuju taj tip projekta.

- *Jednokratno ulaganje – višekratni efekti / PI - CO*

Kada investicijski troškovi nastaju u jednom trenutku, a učinci ulaganja su višekratni projekt ulazi u tipizaciju PI-CO. Tip projekta koji je karakterističan za zamjenu postojećih postrojenja i opreme čija kupnja je jednokratno ulaganje dok su koristi kroz više razdoblja.

- *Višekratno ulaganje – višekratni efekti / CI-CO*

Tip projekta kada investicijski troškovi nastaju kroz više razdoblja kao i efekti investicije koji su višekratni čisti novčani troškovi. Najčešće se radi o novim investicijama koje zahtijevaju dulje vrijeme investiranja (Orsag, 2002, str. 27-28).

### 2.2.3. Vrste investicijskih projekata

Svaka vrsta investicijskog projekta ima svoje specifičnosti s kojima donositelji odluke moraju biti upoznati. Pristup donošenju odluke o pokretanju projekta kao i intenzitet procjene budžetiranja kapitala neće biti isti kod različitih vrsta investicijskih projekata. Projekti većeg opsega ulaganja, odnosno projekti u ekspanziju poslovanja preuzimaju veći rizik čime zahtijevaju detaljnije analize kriterija prihvatljivosti.

Investicijski projekti razvrstavaju se prema različitim kategorijama ovisno o aspektu promatranja, odnosno prema:

- aktivnostima na koje se odnose
- opsegu ulaganja
- investicijskom razdoblju
- odnosu investicijskih troškova i učinaka ulaganja
- modelu tekućih novčanih tokova
- odlučivanju o projektu
- ekonomskoj međuovisnosti
- postojećem poslovanju
- modelu rasta Orsag i Dedi (2023, str. 16)

U sljedećoj tablici prikazane su vrste investicijskih projekata prema različitim kategorijama

*Tablica 4. Vrste investicijskih projekata*

KATEGORIJA RAZVRSTAVANJA	VRSTA INVESTICIJSKOG PROJEKTA
AKTIVNOSTIMA NA KOJE SE ODNOSI	Proizvodni projekti
	Marketinški projekti
	Transportni projekti
OPSEG ULAGANJA	Veliki
	Mali
INVESTICIJSKO RAZDOBLJE	Kratki period investiranja
	Dugi period investiranja
ODNOS INVESTICIJSKIH TROŠKOVA I UČINAKA ULAGANJA	1. PI-PO 2. CI-PO 3. PI-CO 4. CI-CO



MODEL TEKUĆIH NOVČANIH TOKOVA	Konvencionalni
	Nekonvencionalni
ODLUČIVANJE O PROJEKTU	Učinkovit – ostvaruje profitabilnost
	Neučinkovit – ne ostvaruje profitabilnost
EKONOMSKA MEĐUOVISNOST	Neovisni projekti – neovisnost novčanih tokova
	Ovisni projekti - ovisnost novčanih tokova
POSTOJEĆE POSLOVANJE	Projekti zamjene: 1. radi održavanja poslovanja 2. radi smanjenja troškova 3. radi ekspanzije
	Projekti ekspanzije: 1. postojećih proizvoda ili tržišta 2. u nove proizvode ili tržišta 3. diverzifikacija
	Ostali projekti: 1. istraživanje i razvoj 2. investicije u sigurnost 3. kozmetičke investicije
MODEL RASTA/EKSPANZIJE	Investicijski projekti u interni rast - povećanje vlastitih poslovnih operacija
	Investicijski projekti u eksterni rast - preuzimanje tuđih poslovnih operacija

*Izvor: rad autora temeljem Orsag i Dedi (2023, str. 16-27)*

Složenost procesa budžetiranja kapitala može se povezati i sa velikim brojem različitih mogućnosti i područja ulaganja. Ukoliko ključni kadar adekvatno odredi tip i vrstu promatranog projekta, omogućit će ispravan pristup procjeni efikasnosti investicijskog projekta kao i ispravnu provedbu istog.

### **3. TROŠAK KAPITALA KAO ODREDNICA INVESTICIJSKOG OKVIRA U POSTUPKU BUDŽETIRANJA KAPITALA**

U poglavlju *karakteristike investicijskih projekata* jedna od ključnih karakteristika navedena je međuovisnost investiranja i financiranja. Kod navedene karakteristike istaknuto je kako menadžeri poduzeća prilikom procjene pokretanja investicijskog projekta moraju odrediti iz kojih sredstva, odnosno kojeg kapitala, će se pokrenuti ulaganje. Financiranje kreditnim sredstvima i/ili iz vlastita sredstva poduzeća utječe na strukturu kapitala poduzeća. Kako bi mogli odrediti prihvatljivost razmatranog investicijskog projekta donositelji odluke moraju raspolagati podatkom o trošku kapitala.

Kako ističu Orsag i Dedi (2023, str. 213) koncept troška kapitala razvijen je primarno za potrebe dugoročnog financiranja poduzeća i povezan je sa dugoročnim investicijama u realnu imovinu u procesu budžetiranja kapitala. Trošak kapitala predstavlja međuovisnost preuzetog rizika i nagrade, odnosno efekta investiranja. Primjena koncepta troška kapitala poduzećima omogućava da odrede granicu ispod koje neće pokrenuti provedbu pojedinog projekta. Minimalni zahtjevi prema projektu su ostvarenje efekata za održavanje vrijednosti poduzeća, no cilj je postići efekte koji će utjecati na povećanje, odnosno maksimizaciju vrijednosti poduzeća. Izračunom troška kapitala poduzeće osigurava efikasno ulaganje sredstava s ciljem stvaranja što veće vrijednosti od uložene. Poduzeće odabirom načina financiranja utječe na trošak kapitala, a slijedno i na odlikovanje strukture kapitala i ekonomsku vrijednost poduzeća.

#### **3.1. Definiranje troška kapitala**

Više je pristupa u definiranju koncepta troška kapitala. U ovom diplomskom radu trošak kapitala primarno se promatra u kontekstu procesa budžetiranja kapitala te je glavnina prikupljenih podataka, definicija i teorijskih pojašnjenja iznesena u kontekstu navedenog pristupa.

Prema Orsag (2002, str. 170) tri su različita pristupa u definiranju koncepta troška kapitala ovisno upotrebi koncepta i povezanosti sa:

- izvorima financiranja poduzeća
- procesom budžetiranja kapitala
- tržišnom vrijednošću dionica poduzeća

Pristup temeljen na procesu budžetiranja kapitala definira trošak kapitala kao granicu procjene financijske efikasnosti planiranih realnih investicijskih projekata poduzeća. Proces budžetiranja kapitala povezuje trošak kapitala i diskontnu stopu koju je potrebno primijeniti na novčane

efekte planiranih investicija poduzeća kako bi se sveli na sadašnju vrijednost i mogli usporediti sa sadašnjom vrijednošću investicijskih troškova planiranog projekta. Prema Orsag i Dedi (2023, str. 213) u procesu budžetiranja kapitala najčešće se primjenjuje diskontna stopa određena prema ponderiranom trošku kapitala poduzeća. Trošak kapitala poduzeća predstavlja graničnu stopu profitabilnosti koju razmatrani odnosno provedeni investicijski projekt minimalno mora ostvariti kako bi bio financijski opravdan za određeno poduzeće (Orsag, 2002., str. 171).

Pristup izvora financiranja definiran je kroz povezanost troška kapitala s izvorima financiranja poduzeća. Poduzeće mora odrediti iz kojih sredstava će financirati investicijski projekt i koji je trošak tog kapitala. Interes investitora je ostvarenje određene profitabilnosti ulaganja, što znači da efekti ulaganja moraju biti iznad troška kapitala kako bi se namirili zahtjevi investitora i poduzeća. Orsag i Dedi (2023, str. 213) prema pristupu izvora financiranja trošak kapitala definiraju kao:

- trošak alternativnih izvora financiranja tvrtke
- minimalnu očekivanu profitabilnost investicije
- stopa koju poduzeće mora zaraditi da zadovolji stopu profitabilnosti zahtijevanu od investitora

Iz podjele je vidljivo kako trošak kapitala promatran u kontekstu izvora financiranja mora zadovoljiti zahtjeve investitora i određuje minimalnu zahtijevanu profitabilnost investicije. Stopa povrata investicije ispod troška kapitala znači negativne efekte ulaganja i pad vrijednosti poduzeća.

Pristup maksimizacije vrijednosti dionica određuje trošak kapitala kao implicitni odnosno oportunitetni trošak koji se mora nadoknaditi radi očuvanja vrijednosti poduzeća. Nužno je da poduzeće ostvaruje minimalno profitabilnost investicije kako bi održala vrijednost dionica na tržištu. Prema Orsag i Dedi (2023, str. 215) trošak kapitala u pristupu maksimizacije vrijednosti dionica poduzeća definira se kao:

- stopa profitabilnosti investicija uz koju će cijena običnih dionica poduzeća ostati nepromijenjena
- stopu profitabilnosti neophodnu da se održi vrijednost tvrtke
- stopu profitabilnosti koja je potrebna da poduzeće poveća vrijednost dionica

Pristupi pojmovnog određenja troška kapitala sažeto su prikazani u sljedećoj tablici.

Tablica 5. Pristupi pojmovnog određivanja troška kapitala

TROŠAK KAPITALA		
<p style="text-align: center;"><b>PRISTUP MAKSIMIZACIJE VRIJEDNOSTI DIONICA PODUZEĆA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- stopa profitabilnosti investicija uz koju će cijena običnih dionica ostati nepromijenjena</li> <li>- koja je neophodna da se održi vrijednost tvrtke</li> <li>-koja treba poduzeću da poveća vrijednost dionica na tržištu</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>PRISTUP BUDŽETIRANJA KAPITALA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- diskontna stopa koju treba koristiti u procesu budžetiranja kapitala poduzeća</li> <li>- indeksna stopa troška kapitala poduzeća koja se koristi u procesu budžetiranja kapitala</li> </ul>	<p style="text-align: center;"><b>PRISTUP IZVORA FINANCIRANJA PODUZEĆA</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- trošak alternativnih izvora financiranja tvrtke</li> <li>- minimalna očekivana profitabilnost investicije koju tvrtka mora ponuditi da bi bila atraktivna investitorima</li> <li>- stopa koju mora zaraditi poduzeće da zadovolji profitabilnost koju zahtijevaju njegovi investitori</li> </ul>

*Izvor: rad autor temeljem Orsag (2002., str. 170-172)*

Iz navedenih pristupa određivanju troška kapitala vidljiva je složenost njegovog izračuna, a ujedno i nužnost određivanja za potrebe procjene isplativosti investicijskih ulaganja.

Trošak kapitala je mjera očekivanog povrata koji poduzeće očekuje od određenog ulaganja kako bi ono bilo vrijedno utrošenih resursa. Trošak kapitala određuje minimalnu stopu povrata potrebnu za uvjeravanje investitora da financiraju investicijski projekt (Mauboussin i Callahan, 2023, str. 36)

Trošak kapitala je stopa koju je minimalno potrebno postići ulaganjima, a ovisi o vrsti financiranja koje se koristi u poslovanju. Poduzeće se može financirati putem duga ili kapitala, a najčešće kombinacijom vlasničkog i dužničkog financiranja. Kod određivanja troška kapitala potrebno je sagledati sve izvore kapitala uz primjenu ponderiranog prosječnog troška kapitala. (<https://arhivalitika.hr/blog/b2b-financije-br-1-trosak-kapitala-svicarski-nozic-korporativnih-financija/>)

Trošak kapitala svakako određuje granicu ispod koje nije očekivano da će poduzeće prihvatiti provedbu investicijskog projekta. Očekuje se ostvarenje iznad troška kapitala. Poznavanje koncepta i izračun troška kapitala za menadžment poduzeća baza je donošenja financijskih odluka.

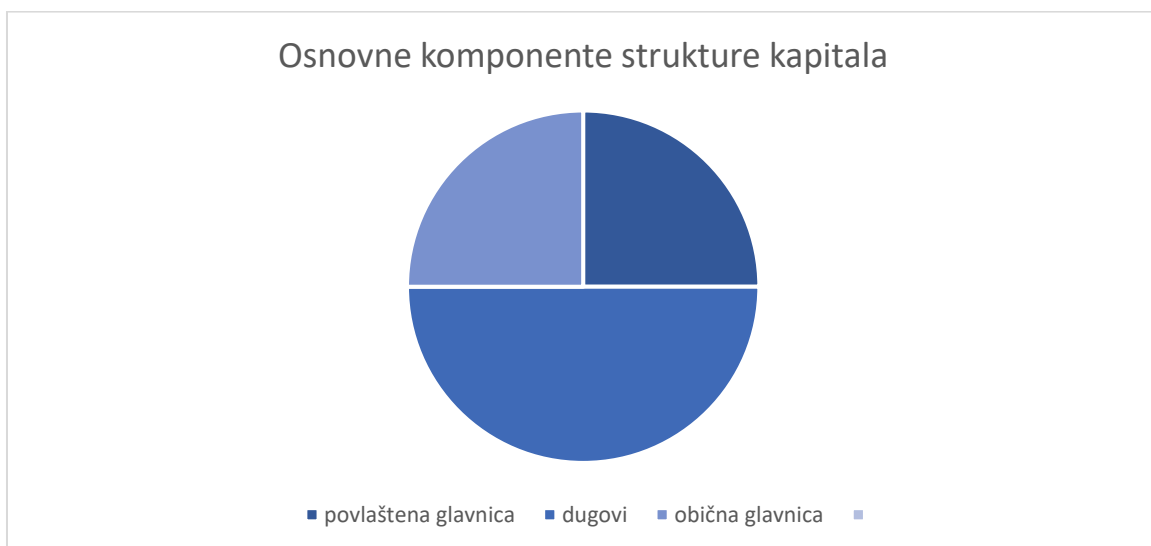
### 3.2. Struktura kapitala (eng. capital structure)

Donošenjem poslovnih i financijskih odluka menadžeri poduzeća modeliraju strukturu kapitala poduzeća. Menadžeri nastoje odrediti optimalnu strukturu kapitala za pojedino poduzeće kombinirajući pojedine komponente kapitala. Struktura kapitala formira se odlukama menadžmenta o financiranju, odnosno odlukama o tome treba li se zaduživati, izdavati kapital ili zadržavati ostvarenu dobit. Kroz rad je u više definicija istaknut utjecaj izvora financiranja na strukturu kapitala i kapitaliziranost bilance.

Orsag i Dedi (2023, str. 218) strukturu kapitala prikazuju kao ukupnu masu dugoročnog kapitala sastavljenu od više različitih pojedinačnih komponenti koje se mogu podijeliti na:

- dugoročni dugovi
- povlašteni kapital - kapital od preferencijalnih dionica
- obični kapital – kapital od običnih dionica

Osnovne komponente strukture kapitala prikazane su sljedećom slikom.



*Slika 5. Osnovne komponente strukture kapitala*

*Izvor: izrada autora prema Budžetiranje kapitala: procjena investicijskih projekata  
( Orsag i Dedi, 2023, str. 218)*

Prema Orsag i Dedi (2023, str. 218) postojanje različitih komponenti strukture kapitala zahtjeva izračun prosječnog troška ukupne strukture kapitala, na način da svaka pojedina komponenta ima individualni ponder i vrijednost kojom sudjeluje u ukupnom trošku kapitala.

U nastavku su navedene definicije strukture kapitala različitih autora, a sve se mogu svesti na zajedničku odrednicu strukture kapitala kao kombinaciju različitih izvora financiranja poduzeća.

Struktura kapitala je:

- kombinacija različitih izvora financiranja poduzeća određena dugom (kratkoročno zaduživanje, dugoročno zaduživanje, prodaja dionica, dokapitalizacija), povlaštenim dionicama i običnim dioničkim kapitalom. (Harc, Pepur i Vidučić, 2019., str. 21)
- kombinacija različitih vrijednosnica kojima se poduzeće koristi za pribavljanje kapitala kojim tvrtka financira svoje investicijske aktivnosti (Vidučić, 2001., str. 1)
- relativni udio vlastitoga kapitala i obveza u pasivi bilance poduzeća (Vidučić, 2001., str. 1)
- vlasnički kapital i dugoročni dug koji tvrtka koristi za financiranje svoje imovine i za budući rast (Kontuš, Šorić i Šarlija, 2022., str.3 )
- odnosom duga i glavnice, odnosno odnos tuđeg i vlastitog kapitala (Klobučar i Orsag, 2019., str.1)
- mogućnosti dugoročnog financiranja poslovanja poduzeća pri čemu se primarno promatra odabir između dva osnovna oblika kapitala koji čine vlasnička glavnica i dugoročni dugovi (Pecina, 2021., str. 2).

Uvid u strukturu kapitala poduzeća omogućava određivanje rizičnosti pojedinog poduzeća. Rizičnije je poduzeće kod kojeg je udio duga u pasivi bilance značajniji od vlastitog kapitala. Struktura kapitala modelira se financijskim odlukama menadžmenta. Menadžment odlučuje treba li se poduzeće zaduživati, izdavati kapital ili zadržavati ostvarenu dobit.

### **3.2.1. Određivanje strukture kapitala**

Određivanje, odnosno modeliranje strukture kapitala kao i izračun troška kapitala svrstava se u kompleksna područja financijskog menadžmenta. Struktura kapitala određuje se u pasivi bilance. Svakom poduzeću na raspolaganju su dva osnovna izvora financiranja, vlastiti kapital i dug. Omjer vlastitog kapitala i duga utvrđuje se u pasivi bilance i definira financijsku strukturu poduzeća (Učkar i Utri, 2015. str. 2). Definiranje strukture kapitala mora biti usklađeno sa poslovnom strategijom poduzeća. Poduzeća nastoje postići optimalnu strukturu kapitala koja odgovara poslovnim planovima pojedinog poduzeća. Za postizanje optimalne, ciljane strukture kapitala menadžment poduzeća mora donositi adekvatne odluke o izvorima financiranja, odnosno pribavljanju kapitala te procijeniti prihvatljiv odnos duga i vlastitog kapitala. Planiranje novca i novčanih ekvivalenata kroz projekciju novčanog toka dio je financijskog plana dok je budžetiranje investiranja u povećanje dugotrajne aktive dio kapitalnog proračuna (Tintor, 2021. str., 14). Kao ciljanu odnosno optimalnu strukturu kapitala Orsag i Dedi (2023. str. 218) navode strukturu kapitala koja je rezultat optimalne razine korištenja financijske

poluge u poduzeću korigirane za strategiju financiranja i hijerarhiju financijskih izbora koje poduzeće provodi.

Menadžeri poduzeća prilikom donošenja odluke o izvorima financiranja moraju voditi računa o adekvatnom odnosu ročnosti izvora i potreba financiranja. Potrebe financiranja tekućih obveza poduzeća potrebno je financirati iz kratkoročnih izvora, dok se kapitalna ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu financiraju dugoročnim izvorima. Zahtjevi ročne usklađenosti da se dugoročne potrebe poduzeća financiraju dugoročnim izvorima financiranja, a kratkoročne kratkoročnim zlatno su pravilo financiranja. Poslovna praksa, često zbog brzine dostupnosti kratkoročnih izvora financiranja, svoje dugoročne investicije financira kratkoročnim kreditima čime potencijalno poduzeća ugrožavaju svoju poziciju likvidnosti. Investicijski projekti dugoročno vežu likvidna sredstva u projekt i dugoročnog su karaktera s vremenskim raskorakom između ulaganja i učinaka, što zahtjeva primjenu zlatnog pravila financiranja i adekvatni odabir izvora financiranja.

Nameće se pitanje financiranja iz vlastitih ili tuđih sredstava. Prema Orsag (1997., str. 79-85) financiranje iz tuđih izvora rezultira fiksno određenim rokovima povrata sredstava uz fiksno utvrđenu naknadu za ustupljena sredstva odnosno kamatu. Ukoliko se radi o namjenskim tuđim sredstvima u tom slučaju ograničava se način upotrebe posuđenih sredstava čime je samostalnost poduzeća ograničena.

U odnosu na financiranje tuđim sredstvima, financiranje iz vlastitih izvora, izvora vlasnika je bez unaprijed krajnje definiranog roka povrata odnosno ulaganje na neodređeno vrijeme ali uz mogućnost upravljanja poslovanjem od strane vlasnika. Prednosti i nedostaci financiranja iz vlastitih odnosno tuđih izvora prikazana su u sljedećoj tablici.

*Tablica 6. Prednosti i nedostaci financiranja iz vlastitih izvora u odnosu na financiranje iz tuđih izvora*

<b>PREDNOSTI FINANCIRANJA IZ VLASTITIH IZVORA U ODNOSU NA FINANCIRANJE IZ TUĐIH IZVORA</b>	<b>NEDOSTACI FINANCIRANJA IZ VLASTITIH IZVORA U ODNOSU NA FINANCIRANJE IZ TUĐIH IZVORA</b>
1. bez obveze vraćanja sredstava	1. viši troškovi financiranja
2. veća poslovna i financijska samostalnost	2. veći troškovi pribavljanja (emisije)
3. veći financijski i kreditni kapacitet	3. nemogućnost korištenja financijske poluge
4. veća masa neto poslovnog rezultata	4. određeni stupanj ograničenosti vlastitih izvora

<b>PREDNOSTI FINANCIRANJA IZ TUĐIH IZVORA U ODNOSU NA FINANCIRANJE IZ VLASTITIH IZVORA</b>	<b>NEDOSTACI FINANCIRANJA IZ TUĐIH IZVORA U ODNOSU NA FINANCIRANJE IZ VLASTITIH IZVORA</b>
1. niži trošak kapitala	1. fiksna obveza vraćanja
2. zadržavanje autonomnosti upravljanja	2. fiksno opterećenje profita kamatama
3. bez sudjelovanja u extra profitima novih ulagača	3. ograničenje poslovne i financijske samostalnosti
	4. smanjenje kreditnog kapaciteta i financijske fleksibilnosti poduzeća

*Izvor: rad autor temeljem Orsag (1997., str. 79-85)*

Prednosti financiranja iz tuđih izvora proizlaze iz nižih troškova kapitala, zadržavanja stečenih prava kontrole i upravljanja poduzećem (budući da kreditori nemaju pravo upravljanja) i postizanje financijske poluge. Nedostaci financiranja iz tuđih izvora očituju se u povećanju rizika gubitka uslijed opterećenja poslovnog rezultata kamatama, solventnosti zbog fiksne obveze vraćanja glavnice i plaćanja kamata, te smanjenju kreditnog kapaciteta.

Prema Orsag (1997., str. 208) pokazatelji uporabe financijske poluge (eng. *leverage ratios*) pokazuju relativnu zaduženost poduzeća, odnosno mjeru stupnja rizik ulaganja u pojedino poduzeće. Pokazatelji profitabilnosti i pokazatelji upotrebe poluge u izravnoj su povezanosti. Isti pokazuju međuovisnost rizika i profitabilnosti. Najčešće korišteni pokazatelji uporabe poluge jesu:

- stupanj zaduženosti - *debt ratio debt/total asset ratio*
- odnos duga i glavnice – *debt-equity ratio*
- odnos pokrića – *coverage ratios* (Orsag, 1997., str. 208)

Djelovanje financijske poluge tumači se kroz odnos prinosa ostvarenih na vlastiti i tuđi kapital (Ježovita i Žager, 2014., str. 8). Financijska poluga znači da poduzeće korištenjem tuđih izvora financiranja ostvaruje povrate veće od onih koje bi ostvarilo da nije koristilo tuđe izvore financiranja (Ježovita i Žager, 2014., str. 7). Oslanjanjem na dugove, u financiranju poslovanja poduzeća i investicijskih projekata, mogu se ostvariti veći efekti za vlasnike poduzeća u odnosu na one koji bi se ostvarili da je cjelokupno poslovanje poduzeća financirano isključivo vlasničkom glavnicom. Stupanj zaduženosti pokazuje koliki je dio ukupne imovine (aktive) financiran tuđim izvorima, a zbog bilančne jednakosti aktive i pasive pokazuje učešće duga u ukupnoj financijskoj strukturi poduzeća. Stupanj zaduženosti poduzeća je pokazatelj rizika vraćanja sredstava kreditorima i stupanj opterećenosti zarade poduzeća kamatama. Odnos duga i glavnice D/E prema Orsag (1997., str. 208) nastao je iz pravila o granici zaduživanja prema kojem poduzeće ne bi smjelo biti zaduženo iznad vrijednosti vlasničke glavnice.



Odnos pokrića ukazuje na mogućnost poduzeća da efektima poslovne aktivnosti pokrije fiksne financijske troškove proizašle iz upotrebe financijske poluge, odnosno korištenja izvora financiranja. Isti ukazuju na sposobnost poduzeća da sa svojim tekućim poslovanjem servisira svoje dugove i podmiruje druge fiksne financijske obveze. Korištenjem mehanizma financijske poluge mogu se ostvariti povoljniji efekti za vlasnike poduzeća u odnosu na financiranje isključivo iz vlastitih sredstava. Obujam financiranja iz vlastitih izvora ovisi o veličini akumulacije poduzeća kao i sposobnosti privlačenja kapitala od postojećih i novih vlasnika.

Središnja misao pravila financijske poluge nalazi se u činjenici da se oslanjanjem na dugove u financiranju poslova i poslovanja poduzeća mogu ostvariti veći učinci za vlasnike poduzeća, s obzirom na one koji bi se ostvarili da je cjelokupno poslovanje poduzeća financirano isključivo vlasničkom glavnicom (Orsag, 2015).

Kao i kod izračuna troška kapitala, postupka budžetiranja kapitala i kod formiranja strukture kapitala prvenstveno se treba voditi računa da sve odluke vezane za strukturu kapitala vode maksimiziranju vrijednosti poduzeća. Svrha analiziranja strukture kapitala je omogućiti korisnicima financijskih izvještaja uvid u to koliko je poduzeće rizično. Stupanj zaduženosti neposredno utječe na visinu financijskog rizika kojemu je ulagač izložen. Poduzeća koja su uglavnom financirana dužničkim kapitalom (financijski dugovi, krediti, leasing), uz minimalan udio vlastitog kapitala (ulog vlasnika), puno su rizičnija. Razlog tome je što dužnički kapital ima prednost u naplaćivanju. Prilikom procjene strukture kapitala važno je da menadžment izbjegne određivanje kratkoročnog horizonta modeliranja. Važno je utvrditi optimalnu strukturu kapitala za pojedino poduzeće, a menadžment mora provesti analizu koja je struktura optimalna za njihovo poduzeće. Strategija izračuna optimalne strukture kapitala može biti temeljena na usporedbi sa uobičajenom strukturom kapitala u industriji.

Ukupan kapital poduzeća sastoji se od različitih pojedinačnih komponenti. Za određivanje profitabilnih oportuniteta poduzeća i izračuna troška kapitala potrebno je sagledati ukupan kapital, bez izdvajanja pojedine komponente same za sebe (Orsag i Dedi, 2023., str. 216). Za utvrđivanje ukupnog troška kapitala pojedinog poduzeća potrebno je imati uvid u podatke o strukturi kapitala poduzeća odnosno podatke o dugovima, povlaštenoj i običnoj glavnici.

Prema Orsag (2002., str. 174) ukupna struktura kapitala poduzeća naziva se i kapitalizacijom, koja je se može razdijeliti na:

1. dugoročni dugovi
2. povlaštenu kapital, kapital od preferencijalnih dionica
3. obični kapital, kapital od običnih dionica

Poduzeća pokušavaju modelirati optimalnu strukturu kapitala upravo za njihov poslovni model kombinacijom pojedinih komponenti strukture kapitala.

Pojedinačna komponenta kapitala može imati različiti vrijednosni udio u ukupnom kapitalu poduzeća što dovodi do potrebe izračuna ponderiranog prosječnog trošak kapitala. Ponderi svake pojedinačne komponente koja je sastavnica ukupnog kapitala poduzeća predstavlja relativni vrijednosni udio svake komponente kapitala u ukupnom kapitalu tvrtke (Orsag i Dedi, 2023, str. 252).

Karić, Bestvina Bukvić i Buljubašić (2013) ističu kako je jedna od najčešćih sugestija znanstvene i stručne zajednice primjena prosječnog ponderiranog troška kapitala kao diskontne stope koja se primjenjuje na neto primitke u postupku izračuna neto sadašnje vrijednosti investicijskog projekta.

### **3.3. Diskontna stopa**

U procesu budžetiranja kapitala diskontna stopa jedan je od ključnih elemenata dinamičkih metoda u postupku izračuna diskontiranog novčanog toka. Poduzeće koje razmatra provedbu investicijskog projekta određuje i trošak kapitala koji je zapravo diskontna stopa novčanih tokova. Trošak kapitala je složen financijski koncept koji se izračunava iz strukture kapitala poduzeća. Diskontnu stopu koju treba primijeniti u procesu budžetiranja kapitala prema Orsag (2002, str. 238) može se identificirati kao riziku prilagođenu diskontnu stopu, odnosno sagledava trošak kapitala poduzeća u slučaju provedbe ili neprovedbe razmatranog investicijskog projekta što značajno mijenja na određivanju rizičnosti. Trošak kapitala baza je za proces budžetiranja kapitala, nužan za adekvatnu ocjenu financijske efikasnosti namjeravanih ulaganja u realnu materijalnu imovinu. Trošak kapitala u procesu budžetiranja kapitala određuje diskontnu stopu koja se primjenjuje na novčane efekte namjeravanih investicija. Trošak kapitala tvrtke granična je stopa profitabilnosti koju određeni investicijski projekt minimalno mora ostvariti da bi bio poželjan za pojedino poduzeće. S obzirom na proces budžetiranja kapitala trošak kapitala definira se kao:

- diskontna stopa koja bi se trebala koristiti u procesu budžetiranja kapitala
- indeksna stopa troškova kapitala tvrtke koja se obično koristi u procesu budžetiranja kapitala (Orsag, 2002. str. 171)

### **3.4. Vremenska vrijednost novca**

Glavnina metoda, odnosno kriterija budžetiranja kapitala temeljeno je na sagledavanju vremenske vrijednosti novca, odnosno na izračunavanju sadašnje vrijednosti očekivanih

novčanih tokova, metodom diskontiranja. Vremenska vrijednost novca važan je koncept u postupku budžetiranja kapitala.

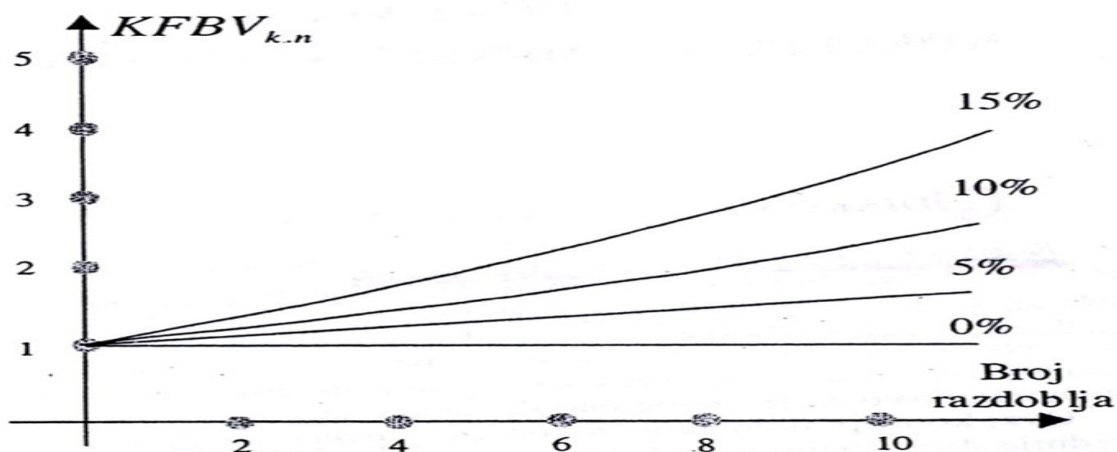
Prema Vidučić, Pepur i Šimić Šarić (2015., str. 25) koncept vremenske vrijednosti novca, odnosno analize diskontiranih novčanih tokova baza je za određivanje pojedine vrijednosti koju poduzeće može primiti ili platiti u različitim vremenskim momentima. Uloga koncepta vremenske vrijednosti novca i analize diskontiranih novčanih tokova je u svođenju novčanih iznosa na isti vremenski trenutak kako bi odražavali realnu vrijednost i bili usporedivi. Svođenja na isti vremenski trenutak može se svesti na dva procesa:

- *diskontiranje* – svođenje jednokratnog iznosa ili gotovinskog tijeka koji dopijeva u budućnosti na sadašnju vrijednost – *izračun sadašnje vrijednosti*
- *ukamaćivanje* – svođenje gotovinskog iznosa ili gotovinskih tijekova na neki budući datum - *izračun buduće vrijednosti* (Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, 2015., str. 26)

Proces diskontiranja i ukamaćivanja temelji se na definiranim vezama između četiri varijable:

- sadašnja vrijednost – SV ili PV *eng. present value*
- buduća vrijednost – BV ili FV *eng. future value*
- kamatna stopa, u procesu diskontiranja diskontna stopa ( $k$ )
- broj razdoblja ( $n$ ) ( Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, 2015., str.27)

Postupak budžetiranja kapitala pristupa diskontnoj stopi kao trošku kapitala. Diskontiranjem, odnosno izračunom sadašnje vrijednosti, novčani tok koji poduzeće treba primiti ili podmiriti u nekom budućem trenutku, svodi se na sadašnju vrijednost. Diskontiranjem novčanog toka poduzeće može realno sagledati hoće li novčana sredstva raspoloživa u ovom trenu biti dostatna za podmirenje obveza u budućem trenutku, odnosno hoće li primitak budućeg razdoblja opravdati današnji nastali izdatak. Kod izračuna sadašnje vrijednosti koristi se diskontna stopa, odnosno kamatna stopa koja umanjuje buduće vrijednosti postupkom diskontiranja. Kako navode Vidučić, Pepur i Šimić Šarić (2015., str. 27) sadašnja vrijednost je druga strana buduće vrijednosti. Diskontiranjem određenog budućeg iznosa koji dopijeva za  $n$  godina s  $k$  – tom stopom dobiva se iznos koji bi raspoloživ i uložen u ovom trenutku s  $k$ -tom kamatnom stopom narastao na neku buduću vrijednost.



Slika 6. Veza između sadašnje vrijednosti, diskontne stope i broja razdoblja

Izvor: Vidučić, LJ., Pepur S., Šimić Šarić M., (2015., str.34). *Financijski menadžment*

Prema Vidučić, Pepur i Šimić Šarić (2015, str.34) prikazana veza između sadašnje vrijednosti, vremena i kamatne stope ukazuje na:

- što je buduća vrijednost udaljenija u budućnost, sadašnja vrijednost opada i približava se 0
- što je diskontna stopa veća, sadašnja vrijednost je niža

Diskontiranje se provodi stopom koja predstavlja oportunitetni trošak, odnosno stopu povrata koja se mogla zaraditi da su sredstva uložena u alternativnu investiciju jednake razine rizika (Vidučić, Pepur i Šimić Šarić, 2015, str. 34).

Peterson i Fabozzi (2002) ističu kako današnja vrijednost tvrtke čini sadašnja vrijednost svih njegovih budućih novčanih tokova koji mogu biti generirani iz više izvora:

- imovina akumulirana kao rezultat svih prošlih odluka o ulaganjima
- buduće mogućnosti ulaganja

Prema Peterson i Fabozzi (2002):

$$\begin{aligned} \text{Vrijednost poduzeća} &= \text{Sadašnja vrijednost svih budućih novčanih tokova} \\ &= \text{Sadašnja vrijednost novčanih tokova od svih postojećih sredstava} \\ &+ \text{Sadašnja vrijednost novčanih tokova iz budućih mogućnosti ulaganja} \end{aligned}$$

Budući novčani tokovi diskontirani su po stopi koja predstavlja ulagačevu procjenu neizvjesnosti da će ti novčani tokovi pristizati u količini i dinamikom kako se očekuje. Kako bismo procijenili utjecaj na rast bogatstva poduzeća, treba procijeniti rizik budućih novčanih tokova (Peterson i Fabozzi, 2002).

Procjena opravdanosti ulaganja i provedbe investicijskih projekata temelje se prije svega na dinamičkim metodama budžetiranja kapitala koje uvažavaju vremensku vrijednost novca i

kojima se adekvatno može procijeniti opravdanost i isplativosti planiranog investicijskog projekata. Statičke metode ne uključuju izračune bazirane na budućim očekivanjima uvažavajući vremensku vrijednost novca, možemo reći da se bave ocjenom postojećeg poslovanja. Dinamičke ocjene adekvatnija su podloga za donošenje poslovnih i financijskih odluka.

### **3.5. Trošak kapitala kao granica investicijskog okvira**

Investicijski okvir poduzeća uključuje investicijske projekte koje će poduzeće potencijalno provesti u budućem periodu. U razmatranje za potencijalnu provedbu poduzeće će uzeti u obzir investicijske projekte koji su financijski efikasni za provedbu. Za izračun financijske efikasnosti glavninom se koriste osnovne metode budžetiranja kapitala, interna stopa profitabilnosti i metoda čiste sadašnje vrijednosti. Kriterij prihvatljivosti projekta definiran metodom interne stope profitabilnosti je da će poduzeće iz baze investicijskih projekata prihvatiti one projekte kod kojih je interna stopa profitabilnosti iznad troška kapitala poduzeća. Kod metode čiste sadašnje vrijednosti za poduzeće su prihvatljivi investicijski projekti kod kojih je zadovoljen kriterij nulte čiste sadašnja vrijednost kao razina minimalne prihvatljivosti prema pozitivnijem. Investicijski okvir poduzeća uključuje raspon investicijskih mogućnosti od kojih će poduzeće odabrati projekte koji osiguravaju financijsku efikasnost provedbe. Investicijski projekti provode se s ciljem ostvarenja prinosa na ulaganje, što je i glavni zahtjev investitora. Ukoliko metode budžetiranja kapitala pokažu da ulaganje nema potencijal generiranja dovoljne razine pozitivnih novčanih tokova u budućnosti, izgledno je da neće biti interesantno investitorima.

Prema Orsag i Dedi (2023., str. 256) u procesu budžetiranja kapitala ponderirani prosječni trošak kapitala definira se kao kritična točka, odnosno granica koja razdvaja prihvatljive od neprihvatljivih investicijskih mogućnosti.

#### **3.5.1. Pojedinačni trošak kapitala**

Za svaku komponentu strukture kapitala moguće je odrediti njezin pojedinačni trošak. Tako poduzeće iz ukupne strukture kapitala provodi pojedinačni izračun:

- troška duga
- troška obične glavnice
- troška povlaštene glavnice (Orsag i Dedi, 2023, str. 218)

- Trošak duga

Trošak duga se određuje kamatnom stopom prema kojoj se plaćaju kamate kreditorima, odnosno diskontnom stopom kojom se iznos novčanih primitaka od duga, do trena dospjeća istog, svodi na tržišnu vrijednost duga (Orsag i Dedi, 2023, str. 231).

Iznos plaćenih kamata na dug poduzeću se računaju kao poslovni izdatak i porezna osnovica se smanjuje za njihov iznos, što predstavlja porezni štit poduzeća.

- Trošak obične glavnice

Trošak obične glavnice najzahtjevniji je za procjenu te je za izračun moguće primijeniti više pristupa izračunu koji nadalje uključuju moguću primjenu različitih modela i koeficijenata. Izračun i složenost izračuna troška obične glavnice nije predmet ovog diplomskog rada te će se pristupi izračunu navesti strukturirano bez navođenje detaljnih postupaka izračuna.

Kao dva osnovna pristupa izračuna troška običnog kapitala Orsag i Dedi (2023, str. 233) ističu pristup modela sadašnje vrijednosti dividendi i pristup teorija tržišta kapitala. Nadalje ističu aproksimacije koje se koriste u slučaju različitih ishoda prethodno spomenutih pristupa. Kao najčešće preporučanu aproksimaciju, odnosno pristup izračunu troška obične glavnice Orsag i Dedi (2023, str. 233) navode pristup troška duga plus premija rizika.

Za vrednovanje običnih dionica kao korišteni pristup modela vrednovanja Orsag (2002, str. 184) navodi najpoznatiji Gordonov model prema kojem je trošak običnog kapitala određen očekivanim prinosom od dividendi i očekivanom stopom rasta dividendi.

Prema Orsag (2002, str. 186) trošak običnog kapitala izračunava se kao zahtijevana profitabilnost na ulaganja bez rizika uvećanja za premiju rizika na tržišni indeks umnoženu sa beta-koeficijentom. U navedenom slučaju radi se o izračun troška običnog kapitala primjenom modela procjene vrijednosti kapitalne imovine, odnosno CAPM model.

- Trošak povlaštene glavnice

Složenost izračuna troška kapitala koji je spomenut kod izračuna troška obične glavnice također je prisutan i kod izračuna troška povlaštene glavnice. Kako navode Orsag i Dedi (2023, str. 232) ukoliko preferencijalne dionice nose i dodatno pravo participacije u zaradama društva, izdavatelja povlaštene dionice, trošak povlaštene dionice teže je odrediti te se složenost izračuna definira u okvirima složenosti izračuna troška obične glavnice.

### 3.5.2. Prosječni ponderirani trošak kapitala (eng. *Weighted Average Cost of Capital*) – WACC

Uloga izračuna prosječnog ponderiranog troška kapitala bazira se na činjenici kako se ulaganja u investicijske projekte ne financiraju isključivo jednim dijelom ili komponentom kapitala, već ukupnom strukturom kapitala poduzeća. Navedeno upućuje na potrebu izračunat ukupnog trošak kapitala. Kroz ovaj diplomski rad istaknuta je važnost utvrđivanja i sagledavanja ukupne struktura kapitala koja se sastoji od kombinacije pojedinačnih komponenti. Pojedina komponenta strukture kapitala, promatrana zasebno, ne može kompletno obuhvatiti profitabilne oportunitete poduzeća. Za izračun ukupnog troška kapitala izračuna se prosječni ponderirani troška kapitala.

Ponderirani prosječni trošak kapitala, odnosno ukupni trošak kapitala određuje se kao zbroj ponderiranih troškova pojedinačnih komponenta strukture kapitala poduzeća gdje ponderi predstavljaju vrijednosni udio svake komponente strukture kapitala u ukupnom kapitalu tvrtke (Orsag i Dedi, 2023, str. 252). Ponderirani prosječni trošak temeljen na komponentama strukture kapitala (dugovi, obična i povlaštena glavnica) određen je formulom:

$$k_A = w_D k_D + w_P k_P + w_S k_S$$

gdje je:

$k_A$  – ponderirani prosječni trošak kapitala (WACC)

$w_D$  – udio duga u strukturi kapitala

$k_D$  – trošak duga

$w_P$  – udio povlaštene glavnice u strukturi kapitala

$k_P$  – trošak kapitala povlaštene glavnice

$w_S$  – udio obične glavnice u strukturi kapitala

$k_S$  – trošak kapitala obične glavnice (Orsag, 2002, str. 195)

Problematika određivanja ponderiranog prosječnog troška kapitala je u određivanju pondera koji se određuju kao relativan vrijednosni udio svake pojedinačne komponente kapitala u ukupnom kapitalu poduzeća (Orsag i Dedi, 2023, str. 254). Kao osnovica za određivanje pondera može se uzeti tržišna ili knjigovodstvena vrijednost ukupnog kapitala kao i njegovih pojedinačnih komponenti što dodatno doprinosi složenosti izračuna.

Tržišna vrijednost ukupnog troška govori u korist realnijem prikazivanju podataka s obzirom na statičan karakter knjigovodstvene vrijednosti. Primjena tržišne vrijednosti sagledava pokazatelje u kontekstu budućih vrijednosti bez oslanjanja na povijesne knjigovodstvene

vrijednosti. Promjenjivost strukture kapitala dodatno utječe na problematiku određivanja pondera. Kako navodi Orsag (2002, str. 195) poduzeća koja provode politiku strukture kapitala i dinamički usmjeravaju svoje dugoročno financiranje optimalnoj strukturi kapitala pondere temelje na optimalnoj, ciljanoj strukturi kapitala, a ne na trenutnoj stvarnoj strukturi utvrđenoj na dan.

Važnost ponderiranog prosječnog troška kapitala je u korištenju istog kao diskontne stope u budžetiranju kapitala odnosno određivanju donje granice prihvatljivosti investicijskih oportuniteta poduzeća (Orsag i Dedi, 2023, str. 254). Koncept troška kapitala primjenjiv je za stvarnu, postojeću strukturu kapitala kao i za ciljanu, buduću, novoformiranu strukturu kapitala. Prema konceptu troška kapitala, kao odrednice investicijskog okvira, prihvatljivi su samo oni projekti koji mogu pokriti troškove kapitala, odnosno imaju pozitivnu čistu sadašnju vrijednost, a interna stopa profitabilnosti viša je od ponderiranih prosječnih troškova kapitala poduzeća (Orsag, 2002, str. 196).

Bierman i Smidt (2007) razmatraju prosječni trošak kapitala kao koristan koncept u rješavanju pitanja strukture kapitala, no nedovoljno pouzdan u procjeni investicijskih alternativa. Uslijed jednostavnosti primjene koristi se u investicijskoj analizi, no kako ističu Bierman i Smidt (2007) baziranje odluke na očekivanim novčanim tokovima korištenjem prosječnog ponderiranog troška kapitala potencijalno neće uvijek dovesti do odluke koja je najbolja sa pozicije vlasnika ili dioničara.

Ponderirani prosječni troška kapitala primjenjuje se kao diskontna stopa u postupku budžetiranja kapitala i određuje donju granicu prihvatljivosti analiziranih investicijskih projekata. Kroz ovaj diplomski rad u više navrata je istaknut kriterij prihvatljivosti investicijskih projekata koji pokrivaju trošak kapitala.

Pojedinačni trošak kapitala jednostavniji je za izračun, no isti ne prikazuje kompletnu sliku o trošku kapitala. Kako bi adekvatno razdijelili prihvatljive od neprihvatljivih investicijskih projekata menadžeri poduzeća moraju sagledati ukupni trošak kapitala kroz izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala.



## 4. TERENSKO ISTRAŽIVANJE

Nakon teorijskog prikaza promatrane teme i navođenja definicija promatranih pojmova u ovom dijelu prezentirani su podaci o načinu provedbe primarnog istraživanja. Prikazane su metoda i predmet istraživanja, analiziran istraživački uzorak i interpretirani prikupljeni odgovori. Istraživanje je provedeno na 11 ispitanika metodom dubinskog intervjua prema unaprijed pripremljenim strukturiranim pitanjima otvorenog tipa. Odgovori su prikupljeni pojedinačno, poluformalnim razgovorom u direktnoj komunikaciji s ispitanicima, uživo. Prikupljeni odgovori strukturirani su na razumljiv način i interpretirani s definiranjem zaključka istraživanja. Istraživanje je obuhvatilo odabrana mala i srednja poduzeća kako bi se prikupili podaci o kompetencijama ključnog kadra i donijeli zaključci o poznavanju koncepta i izračuna troška kapitala, kapitalnog budžetiranja i donošenja odluka o provedbi investicijskih projekata. Fokus istraživanja je na znanju i kompetencijama ključnog kadra te poslovnoj praksi poduzetnika kada je u pitanju donošenje financijskih odluka iz područja budžetiranja kapitala.

### 4.1. Metodologija i predmet istraživanja

Prikupljanje podataka za ovaj rad provedeno je metodom dubinskog intervjua kroz strukturirana pitanja otvorenog tipa. Dubinski intervju predstavlja jednu od kvalitativnih metoda istraživanja tržišta kojom se dobivaju informacije i spoznaje o dubljim razlozima i motivacijama ispitanika na temelju pojedinačnih razgovora s jednom osobom (Tkalac Verčić et al., 2010). Kvalitativna metodologija je po svojoj prirodi i logici otvorena i svrha joj je dublji uvid i razumijevanje istraživnog problema (Tkalac Verčić et al., 2010). Strukturirana pitanja otvorenog tipa i potpitanja koja usmjeravaju na temu omogućila su širinu i slobodu izražavanja kako bi ispitanici mogli jasno odgovoriti i zadržati fokus na postavljenom pitanju. Metoda istraživanja bez navođenje ispitanika na odgovor omogućila je ispitanicima slobodu u iznošenju mišljenja i stavova, a potpitanjima su pojašnjene nedoumice i ispitanik vraćen na razgovor o temi, a sve sa ciljem dobivanja što šireg uvida u promatrane koncepte i kompetencije ključnog kadra. Struktura i pitanja dubinskog intervjua temeljem kojeg je provedeno istraživanje za ovaj rad prikazana su u sljedećoj tablici.

Tablica 7. Struktura dubinskog intervjua i pitanja

R.BR	STRUKTURA INTERVJUA I PITANJA
	ODREĐIVANJE VELIČINE PODUZEĆA I FUNKCIJA ISPITANIKA
1.	Koja je primarna djelatnost poduzeća u kojem ste zaposleni/čiji ste vlasnik?
2.	Koliko dugo poduzeće posluje?

3.	Koja je Vaša funkcija u poduzeću, odnosno naziv radnog mjesta te koliko dugo ste na tom radnom mjestu/funkciji
<b>BUDŽETIRANJE KAPITALA I INVESTICIJSKI PROJEKTI</b>	
4.	Kada su u pitanju dugoročna ulaganja u realnu materijalnu imovinu (kupnja stroja, izgradnja ili kupnja poslovnog prostora/skladišta i sl.) je li Vaše poduzeće u proteklom periodu provodilo je ili planira provoditi neki investicijski projekt?
5.	Obzirom na opseg poslovne djelatnosti Vašeg poduzeća, organizacijskoj i hijerarhijskoj strukturi, postoji li unutar Vašeg poduzeća tim ili sektor kojem je, između ostalog, zadatak planiranje investicijskih projekata, sagledavanje isplativosti istih i planiranje načina provođenja poslovnih projekata?
6.	Smatrate li da je poslovanje Vašeg poduzeća usmjereno prema zadržavanju postojeće razine poslovanja (broj djelatnika, razina prihoda, dobiti) ili proširenju poslovnih aktivnosti i kapaciteta?
7.	Upoznati ste sa pojmom investicija i investicijski projekt te koja je po Vama ključna razlika između investicije i investicijskog projekta?
8.	Formira li Vaše poduzeće bazu investicijskih projekata koje će potencijalno realizirati u budućem periodu, a ovisno o rezultatima poslovanja te općim tržišnim uvjetima poslovanja (stopa inflacije, cijene energenata i dr.)?
9.	Donosi li se odluka o prihvaćanju, provedbi ulaganja, odnosno investicijskog projekta unutar Vašeg poduzeća na razini direktora, tima ili sektora?
10.	Vaše poduzeće našlo se u situaciji prihvaćanja posla/poslova ili provedbe investicijskog projekta (ulaganja u dugotrajnu imovinu) gdje je ulaganje premašivalo efekte ulaganja. Jeste li ugovarali takve poslove zbog zadržavanja poslovnog partnera, izbjegavanja dodatnih gubitaka i sl.?
11.	Za procjenu isplativosti investicijskog ulaganja, definiranje potrebnih budžeta ulaganja ili izradu investicijske studije angažirali ste/angažirali bi djelatnike unutar poduzeća ili vanjsku tvrtku?
<b>IZVORI FINANCIRANJA, TROŠAK DUGA</b>	
12.	Koristi li Vaše poduzeće kreditne izvore financiranja poslovanja? Vodi li računa o kratkoročnim i dugoročnim izvorima na način da kratkoročne potrebe poslovanja pokriva kratkoročnim izvorima a dugoročne dugoročnim?
13.	Prihvatljivu razinu zaduženosti određujete kroz odnos kredita prema ostvarenim prihodima, odnos kredita prema ostvarenoj dobiti ili dr.? Koji/koje pokazatelj/e smatrate ključnima za donošenje odluke o novim zaduženjima i razini zaduženosti Vašeg poduzeća?
14.	Smatrate li kako je kamatna stopa po kreditu trošak duga poduzeća?
15.	Koji/koje pokazatelj/e poslovanja smatrate ključnima za određivanje profitabilnosti poslovanja poduzeća?
<b>TROŠAK I STRUKTURA KAPITALA</b>	
16.	Upoznati ste sa konceptom pojedinačnog troška kapitala i ponderiranog troška kapitala? Izračunava li Vaše poduzeće navedene pokazatelje?
17.	Razmatra li se unutar Vašeg poduzeća struktura kapitala, odnosno odnos vlastitog i dužničkog kapitala?
18.	Projicirate li novčani tok poslovanja za dugoročni period uz uvažavanje vremenske vrijednosti novca?
<b>EDUKACIJA KLJUČNOG KADRA</b>	
19.	Ocjenujete li da se Vaše poduzeće dovoljno bavi tematikom izračuna pokazatelja poslovanja za potrebe donošenja poslovnih odluka o ulasku u nove poslovne pothvate, investicijske projekte?

20.	Izdvaja li Vaše poduzeće sredstva za edukaciju ključnog kadra u dijelu financija, pokazatelja poslovanja, investicijskih ulaganja i sl.?
-----	--

*Izvor: izrada autora*

Razlog korištenja kvalitativne metode je u dobivanju informacija vezanih za iskustveni dio promatrane teme i mehanizme istraživanih koncepata. Glavnina pitanja dubinskog upitnika su standardizirana što je omogućilo adekvatno kvantificiranje odgovora. Na manjem uzorku dobivene su informacije za donošenje zaključaka istraživanja koji se mogu poduprijeti citatima razgovora bez statističke obrade prikupljenih podataka. Intervju se odnosi na individualnu komunikaciju s jednom osobom.

Istraživanje je provedeno kroz lipanj i srpanj 2023. godine. Dubinski intervju provodio se sa svakim ispitanikom u trajanju od 30 minuta do jednog sata, ovisno o zainteresiranosti i otvorenosti sudionika za daljnju diskusiju. Lokacija i vrijeme provođenja intervjuja usklađeno je prema poslovnim obvezama ispitanika. Razgovor je proveden u poslovnim prostorima ispitanika tijekom radnog dana. Tijek dubinskog intervjuja evidentiran je u pismenoj formi bez audio zapisa.

Kroz 11 provedenih intervjuja sa ključnim osobama u poduzeću, generalnim direktorima i direktorima financija od kojih je dio istovremeno i u vlasničkoj strukturi poduzeća identificiralo se znanje i kompetencije menadžera i ključnog kadra iz područja budžetiranja kapitala, strukture kapitala, troška kapitala i provođenja investicijskih projekata. Pomoću analize intervjuja proizašla su 4 glavna područja podataka: budžetiranje kapitala (investicijski projekti), razina duga, trošak kapitala i struktura kapitala. Teme koje su se obrađivale kroz dubinski intervju obuhvaćale su izvore financiranja, određivanje razine zaduženosti, modeliranje strukture kapitala i dugoročno planiranje poslovanja.

Važno je spomenuti prednosti i ograničenja istraživanja kako bi se isto svelo u određene okvire i odredilo, odnosno odvojilo u odnosu na druga istraživanja iste ili slične tematike. Prednost korištene metode provedenog istraživanja je u tome što je kroz odabrani uzorak, u direktnoj komunikaciji sa ispitanicima pokriven širok spektar tema i dobiveni odgovori koji daju uvid u menadžerska znanja i kompetencije.

Predmet istraživanja su znanja i kompetencije ključnog kadra. Kao istraživački problem definirana je nedostatna razina analize poslovanja te poznavanja procesa i metoda budžetiranja kapitala, za potrebe procjene investicijskih projekata. Uz preduvjet adekvatne pripreme i provedbe procesa budžetiranja kapitala i sagledavanja investicijski projekata u kontekstu

profitabilnosti, odnosno efekata investicije u odnosu na ulaganja osigurava se dugoročni rast i razvoj poduzeća. Poznavanje i primjena metoda budžetiranja kapitala, modeliranje strukture kapitala i primjena zlatnog pravila zaduženosti određeni su problemi koji su definirali predmet istraživanja i istraživačka pitanja.

Tijekom planiranja i provođenja istraživanja dokumentirati su koraci u provođenju, odnosno definiran protokol istraživanja, odabir sudionika i analiza odgovora, a sve s ciljem povećanja vjerodostojnosti podataka. Provedeno kvalitativno istraživanje rezultiralo je podacima na kojima se mogu graditi zaključci, a ujedno isto otvara prostor za nastavak istraživanja kroz kvantitativne metode s ciljem dobivanja cjelovite slike o promatranoj temi. Predmetno istraživanje adekvatna je priprema za kasnija, opsežnija i više strukturirana deskriptivna ili eksperimentalna istraživanja, uz pomoć kojih je moguće dobiti znatno šire, reprezentativnije uvide i donositi preciznije zaključke. S obzirom na dostupnost provedbe istraživanja metodom dubinskog intervjua i prikupljanja podataka direktno iz realnog sektora, razgovorom sa ključnim osobama iz poduzeća, ovakav istraživački pristup se smatra najprikladnijim za ovaj diplomski rad.

#### 4.2. Uzorak istraživanja

Odabrani ispitanici su na prvi upit prihvatili poziv na sudjelovanje u predmetnom istraživanju te srdačno, zainteresirano i koncentrirano sudjelovali u istom. Radi se o poduzećima s dugogodišnjim uspješnim poslovanjem u pojedinoj djelatnosti koja pravovremenim odlukama rukovodećeg kadra odgovaraju na izazove tržišta i uspješno se nose sa stalnim promjenama u poslovnom okruženju.

Sudionici istraživanja unaprijed su informirani o anonimnosti provedbe istraživanja i objave prikupljenih podataka stoga se zbog zaštite sudionika za interpretaciju provedenog istraživanja sudionici označavaju kao poduzeće A, B, C, D, E, F, G, H, I, J, K.

Dubinski intervju proveden je na namjernom uzorku poduzeća čija je struktura prikazana u sljedećoj tablici.

Tablica 8. Struktura poduzeća - sudionika istraživanja

R.BR	OZNAKA POSLOVNOG SUBJEKTA	VELIČINA PODUZEĆA		PODRUČJE POSLOVANJA
		MALO	SREDNJE	
1.	A		+	građevina
2.	B		+	usluga – popravak strojeva

3.	C		+	zbrinjavanje neopasnog otpada
4.	D		+	ugostiteljstvo i turizam
5.	E		+	građevina
6.	F		+	komunalne usluge
7.	G	+		proizvodnja – alati za drvenu industriju
8.	H	+		proizvodnja – metalske konstrukcije
9.	I	+		proizvodnja - namještaj
10.	J	+		građevina – inženjerske usluge
11.	K		+	proizvodnja – poljoprivredni strojevi

*Izvor: izrada autora*

U istraživanju je sudjelovalo 11 poduzeća koja su prema Zakonu o računovodstvu razvrstana na malo i srednje poduzeće, a ovisno o pokazateljima utvrđenim na zadnji dan poslovne godine koja prethodi poslovnoj godini za koju se sastavljaju financijski izvještaji ([https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022\\_10\\_114\\_1686.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022_10_114_1686.html)). Razvrstavanje poduzeća primijenjeno je na sudionike istraživanja prema određenim kriterijima sukladno Zakonu o računovodstvu. Za klasifikaciju u pojedinu kategoriju poduzeća imaju zadovoljena minimalno 2 od 3 zadana kriterija:

- iznos ukupne aktive
- iznos prihoda
- prosječni broj radnika tijekom poslovne godine

Tablica 9. Kriteriji klasifikacije sudionika istraživanja prema MSP-u

Kategorija poduzeća	Broj zaposlenih	i	Iznos prihoda	ii	Iznos ukupne aktive
Veliko	>250		> 40 milijuna EUR		> 20 milijuna EUR
Srednje	< 250		≤ 40 milijuna EUR		≤ 20 milijuna EUR
Malo	< 50		≤ 8 milijuna EUR		≤ 4 milijuna EUR
Mikro	< 10		≤ 700 tisuća EUR		≤ 350 tisuća EUR

*Izvor: izrada autora temeljem Zakona o računovodstvu ([https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022\\_10\\_114\\_1686.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022_10_114_1686.html)) (pristupano 23.05.2023)*

U istraživanju su sudjelovala 4 poduzeća koja prema kriterijima klasifikacije pripadaju veličini malo poduzeće i 7 poduzeća koji prema kriterijima klasifikacije pripadaju veličini srednje. Iz istraživanja su isključena poduzeća kategorije mikro koja zbog svojeg obujma poslovanja nemaju dostatne resurse za provođenje detaljnijih analiza budžetiranja kapitala, strukture i troška kapitala. Velika poduzeća zbog kompleksnosti poslovanja i ograničenoj dozvoli pristupu podacima nisu predmet ovog istraživanja. Mala i srednja poduzeća nositelji su gospodarskog razvoja stoga je istraživanje provedeno na namjernom uzorku poduzeća iz definirane kategorije. Prema podacima info.BIZ servisa za 2022. u Republici Hrvatskoj aktivno je poslovalo 150.846 poduzetnika od kojih u ukupnom broju najmanje sudjeluju mala i srednja poduzeća, no u ukupnom broju zaposlenih sudjeluju sa 26,7% mala i 18,7% srednja poduzeća dok u ukupnim prihodima sudjeluju sa 22,9% mala pouzeća i 20,3% srednja poduzeća.

Tablica 10. Financijski rezultati poslovanja poduzetnika RH u 2022. godini, prema veličini poduzetnika

(iznosi u milijunima eura)

OPIS	UKUPNO	MIRKO	MALI	UDIO	SREDNJI	UDIO	VELIKI
BROJ PODUZETNIKA	150.846	134.587	14.102	9,3%	1.753	1,16%	404
BROJ ZAPOSLENIH	996.213	273.576	266.262	26,7%	186.708	18,7%	269.667
UKUPNI PRIHODI	145.840	17.498	33.340	22,9%	29.652	20,3%	65.349

Izvor: izrada autora temeljem <https://www.fina.hr/-/rezultati-poslovanja-poduzetnika-u-2022.-godini-razvrstani-po-velicini> (pristupano 01.07.2023)

Dubinski intervju vođen je uz pomoć 20 unaprijed pripremljenih strukturiranih pitanja. Prilikom provođenja dubinskog intervjua korištena su potpitanja kojima su pojašnjene nedoumice, ispitanik vraćen na razgovor o temi, a sve s ciljem dobivanja što šireg uvida u poslovni model poduzeća. Od ukupno 20 postavljenih pitanja, uvodna 3 pitanja, odnosila su se na djelatnost poduzeća, godine poslovanja poduzeća te funkciju ispitanika unutar poduzeća, kako bi se utvrdila kategorizacija poduzeća i kompetentnost ispitanika.

Daljnijih 8 pitanja usmjerena su na znanja i kompetencije ključnog kadra poduzeća u dijelu dugoročnog planiranja, formiranja baze investicijskih projekata, izrade investicijskih studija i donošenje odluke o provedbi investicijskih projekata.

Nastavnih 5 pitanja uključivala su područja strukture kapitala, udio tuđih izvora u strukturi kapitala, trošku duga i dugoročnom planiranju.

Završni dio intervjua obuhvaća 2 pitanja o educiranju ključnog kadra u dijelu financija, pokazatelja poslovanja i investicijskih ulaganja.

#### 4.3. Interpretacija rezultata istraživanja

Za provedbu dubinskog intervjua unaprijed je definirano 20 strukturiranih pitanja temeljem kojih su se odgovori 11 sudionika istraživanja mogli adekvatno kvantificirati. Postavljenim potpitanjima ispitanici su usmjeravani na glavno pitanje.

Prikupljeni odgovori na prva 3 pitanja dubinskog intervjua odnosili su se na određivanje veličine poduzeća i funkciju ispitanika, odnosno radno mjesto sugovornika.

Uvodna pitanja postavljena su ispitanicima kako slijedi:

1. *Koja je primarna djelatnost poduzeća u kojem ste zaposleni/čiji ste vlasnik?*
2. *Koliko dugo poduzeće posluje?*
3. *Koja je Vaša funkcija u poduzeću, odnosno naziv radnog mjesta te koliko dugo ste na tom radnom mjestu/funkciji?*

Odgovori na prethodno navedena pitanja strukturirani su i prikazani u sljedećoj tablici.

*Tablica 11. Struktura intervjuiranih poduzeća prema djelatnosti, godinama poslovanja i radnom mjestu ispitanika*

<b>R.BR</b>	<b>OZNAKA POSLOVNOG SUBJEKTA</b>	<b>DJELATNOST</b>	<b>GODINE POSLOVANJA</b>	<b>FUNKCIJA ISPITANIKA/RADNO MJESTO ISPITANIKA</b>
1.	A	4322 - uvođenje instalacija vodovoda, kanalizacije i plina i instalacija za grijanje i klimatizaciju	od 2014 g. – 9 godina	direktor financija
2.	B	3312 - popravak strojeva	od 2015 g. – 8 godina	vlasnik i generalni direktor
3.	C	3821 - obrada i zbrinjavanje neopasnog otpada	od 1995 g. -28 godina	direktor financija
4.	D	5510 - hoteli i sličan smještaj	od 1995 g. -28 godina	generalni direktor
5.	E	4120 – gradnja stambenih i nestambenih zgrada	od 2016 g. – 7 godina	generalni direktor

6.	F	8130 - uslužne djelatnosti uređenja i održavanja krajolika	od 1995 g. -28 godina	direktor financija
7.	G	2573 - proizvodnja alata	od 2008 g. -15 godina	direktor financija
8.	H	2511 - proizvodnja metalnih konstrukcija i njihovih dijelova	od 2013.g. – 10 godina	direktor financija
9.	I	3102 - proizvodnja kuhinjskog namještaja	od 2011.g. – 12 godina	vlasnik i generalni direktor
10.	J	7112 - inženjerstvo i s njim povezano tehničko savjetovanje	od 1997 g. -26 godina	generalni direktor
11.	K	2830 - proizvodnja strojeva za poljoprivredu i šumarstvo	od 1996 g. -27 godina	vlasnik i generalni direktor

*Izvor: izrada autora*

U tablici 11. razvrstana su i prikazana poduzeća - ispitanici istraživanja prema obilježjima:

- djelatnost poslovanja
- godine poslovanja
- radno mjesto ispitanika, intervjuirane osobe

Prema prikupljenim odgovorima u području građevinske djelatnosti i poslovima usko vezanim uz građevinsku djelatnost sudjelovala su 4 poduzeća - A, E, H, J. Nadalje, od 11 intervjuiranih poduzeća 1 poduzeće obavlja ugostiteljsko turističku djelatnost, poduzeće - D. Djelatnost iz područja pružanja usluga za pojedine industrije (auto industrija, zbrinjavanje otpada, hortikultura) obavljaju 3 poduzeća - B, C, F. Proizvodnja kao primarna djelatnost odnosi se na 3 poduzeća - G, I, K .

Poduzeća, sudionici istraživanja dugogodišnje posluju u prethodno navedenim djelatnostima, imaju uhodan poslovni model, a rukovodeći kadar potrebne kompetencije, znanja i iskustva za donošenje pravovremenih i kvalitetnih poslovnih i financijskih odluka. Poduzeća uključena u istraživanje karakterizira dugogodišnje poslovanje u rasponu od 7 do 28 godina.



U dijelu obavljane funkcije, odnosno radnog mjesta intervjuirane ključne osobe poduzeća iz tabele 5. vidljivo je kako je kod poduzeća B, I, K intervjuiran generalni direktor koji je ujedno i vlasnik poduzeća, kod poduzeća D, E, J generalni direktor ujedno i zaposlenik, a poduzeća A, C, F, G, H direktor financija i zaposlenik poduzeća.

Dodatno je kroz odgovore postavljenih strukturiranih pitanja i potpitanja tijekom provođenja intervjua utvrđeno kako su poduzeća sudionici istraživanja rezidentne, jednostavne vlasničke strukture kao i jednostavne hijerarhijske strukture. Jednostavna vlasnička i hijerarhijska struktura omogućavaju poduzećima brzinu i dinamiku u donošenju i provođenju odluka, skraćuju vrijeme od razvijanja ideje o provedbi investicijskog projekta do pokretanja koraka za realizaciju istog. Vlasnici, koji su najčešće i generalni direktori, aktivno sudjeluju u svim poslovnim aktivnostima i svakodnevno su uključeni u poslovanje poduzeća te dnevno imaju uvid u realizaciju, planove i raspoložive financijske i materijalne resurse poduzeća. Samim time upoznati su sa glavninom poslovnih pokazatelja i trendom kretanja poslovanja. Ispitanici su istaknuli kako izračun pojedinih promatranih koncepata poslovanja zahtijevao bi dodatni angažman zaposlenika i utrošak ograničenog resursa vremena, a nije ključan za donošenje poslovnih odluka poduzeća.

U ovom dijelu diplomskog rada navedena su pitanja dubinskog intervjua, razdijeljena prema promatranim podtemama. Odgovori ispitanika strukturirani su za adekvatno kvantificiranje odgovora, a rezultati interpretirani na razumljiv način.

Nakon uvodnih pitanja i određivanja osnovnih parametara ispitanih poduzeća, nastavnih 8 pitanja odnosilo se na poslovnu praksu poduzeća u dijelu planiranja i provođenja investicijskih projekata. Ispitanike se pitalo o formiranju baze investicijskih projekata i postojanju zasebnog sektora i/ili tima unutar poduzeća čiji je zadatak pronalazak investicijskih oportuniteta. Pitanja o stvaranju i razvoju ideja o novim poslovnim pothvatima postavljena su kako bi se stekao uvid o usmjeravanju poduzeća i kreiranju buduće profitabilnosti.

Pitanja i strukturirani odgovori podteme budžetiranja kapitala i investicijskih projekata provedeni su u istraživanju kako slijedi:

*4. Kada su u pitanju dugoročna ulaganja u realnu materijalnu imovinu (kupnja stroja, izgradnja ili kupnja poslovnog prostora/skladišta i sl.) je li Vaše poduzeće u proteklom periodu provodilo ili planira provoditi neki investicijski projekt?*

Tablica 12. Pregled odgovora na 4. pitanje

PODUZEĆE	ULAGANJE	PLANIRANO / PROVEDENO
<b>A</b>	Kupnja poslovnog prostora	Planirano
<b>B</b>	Kupnja poslovnog prostora	Planirano
<b>C</b>	Kupnja strojeva	Provedeno
<b>D</b>	Dogradnja poslovnog prostora	Provedeno
<b>E</b>	Izgradnja nekretnine za daljnju prodaju - SPV	Provedeno
<b>F</b>	Kupnja vozila za obavljanje djelatnosti	Provedeno
<b>G</b>	Izgradnja i opremanje poslovnog prostora i kupnja strojeva	Provedeno
<b>H</b>	Kupnja poslovnog prostora	Provedeno
<b>I</b>	Kupnja poslovnog prostora i strojeva	Provedeno
<b>J</b>	Kupnja poslovnog prostora	Provedeno
<b>K</b>	Dogradnja poslovnog prostora Postavljanje solarnih panela	Provedeno

*Izvor: izrada autora*

*Zaključno:* 9 od 11 poduzeća koja su sudjelovala u istraživanja u proteklom periodu provela su neku vrstu ulaganja u realnu materijalnu imovinu dok 2 poduzeća planiraju investicijski projekt kupnje poslovnog prostora.

*5. Obzirom na opseg poslovne djelatnosti Vašeg poduzeća, organizacijskoj i hijerarhijskoj strukturi postoji li unutar Vašeg poduzeća tim ili sektor kojem je, između ostalog, zadatak planiranje investicijskih projekata, sagledavanje isplativosti istih i planiranje načina provođenja poslovnih projekata?*

Tablica 13. Pregled odgovora na 5. pitanje

PODUZEĆE	ODGOVOR	DOPUNA ODGOVORA
<b>A</b>	NE postoji zaseban odjel.	- u izračun i procjenu uključeno je više zaposlenika poduzeća uključujući i vlasnika koji je i direktor i svakodnevno je uključen u poslovanje
<b>B</b>	NE postoji zaseban tim ni sektor.	- procjenu investicijskih projekata radimo zajednički unutar poduzeća te su uključeni zaposlenici i iz dijela financija i proizvodnog dijela koji bolje mogu sagledati koliko vremena je potrebno za provedbu projekta
<b>C</b>	NE	- zasebni ne, imamo tjedne sastanke o poslovima u tijeku, paniramo, iznosimo ideje
<b>D</b>	DA	- računovodstvo

<b>E</b>	NE	- nema potrebe za tim, za projekte angažiramo vanjsku tvrtku a ideja je moja
<b>F</b>	NE	- nema zaposlenika koji se samo time bave, više zaposlenika unutar poduzeća uključeno je kada se donosi odluka o ulaganju u dugotrajnu imovinu
<b>G</b>	NE	
<b>H</b>	NE	
<b>I</b>	NE	
<b>J</b>	NE	
<b>K</b>	NE	

*Izvor: izrada autora*

Podaci tablice 13. prikazuju strukturirane odgovore ispitanika iz kojih je vidljivo kako unutar poduzeća nema formiranih tima ili sektora kojem je između ostalog, zadatak planiranje investicijskih projekata, sagledavanje isplativosti istih i planiranje načina provođenja poslovnih projekata. Dopuna odgovoru, daje jasniju sliku o poslovnom modelu poduzeća. Kako su istaknuli ispitanici, u poduzeću nema zaposlenika koji se bavi samo planiranjem investicijskih projekata već je poslovna praksa da je više zaposlenika unutar poduzeća uključeno u donošenju odluke o ulaganju u dugotrajnu imovinu. Poduzeće D pozitivan odgovor na pitanje o postojanju zasebnog tima argumentiralo je računovodstvom, kao odjelom unutar poduzeća. Konkretno, radi se o knjigovodstvenom praćenju poslovanja i izvještavanju temeljem sastavljenih obveznih financijskih i statističkih izvješća bez dubljeg ulaska u promatranu problematiku. Poduzeće E obavlja građevinsku djelatnost, primarno specijalno financiranje, SPV – *special purpose vehicle* projekte te angažira vanjske tvrtke za izradu troškovnika radova, terminske planove i izračun isplativosti pojedinog projekta.

*Zaključno:* ispitana poduzeća nemaju sektor kojem je, između ostalog, zadatak planiranje investicijskih projekata, sagledavanje isplativosti istih i planiranje načina provođenja poslovnih projekata. Planiranje investicijskih prilika, prikupljanje podataka, određivanje budžeta projekta i donošenje odluke u domeni je zaposlenika koji timskim pristupom sudjeluju u radu poduzeća sukladno pojedinačnim kompetencijama i području rada.

*6. Smatrate li da je poslovanje Vašeg poduzeća usmjereno prema zadržavanju postojeće razine poslovanja (broj djelatnika, razina prihoda, dobiti) ili proširenju poslovnih aktivnosti i kapaciteta?*

Odgovori ispitanih poduzeća na pitanje 9. bili su prilično jednoznačni prema održavanju postojeće razine poslovanja.

Poduzeće B navelo je: „Prvenstveno se baziramo na zadržavanje postojeće razine poslovanja s tendencijom blagog proširenja što ovisi isključivo o raspoloživom zapošljavanju nove radne snage, a posao i projekti nisu upitni.“

*Zaključno:* poslovanja ispitanih poduzeća usmjerena su na zadržavanje postojeće razine poslovanja uz praćenje tržišta i prihvaćanja novih prilika za rast i razvoj

*7. Upoznati ste sa pojmom investicija i investicijski projekt te koja je po Vama ključna razlika između investicije i investicijskog projekta?*

Na postavljeno pitanje ispitanici su odgovarali kratko bez potrebe za dodatnim potpitanjima. Od 11 intervjuiranih ključnih osoba poduzeća na postavljeno 7. pitanje svi su odgovorili pozitivno, odnosno upoznati su sa spomenutim pojmovima. Poduzeća E, G, I, J i K nisu imali dopunu u odgovoru dok je dopuna poduzeća A, B, C, D i F sadržavalo pojašnjenje koje strukturirano glasi: izračun i procjene isplativosti ulaganja kod investicijskih projekata je složenija u odnosu na investicije.

Poduzeće H izjednačilo je investicije i investicijski projekt odgovorivši kako se u svakom slučaju radi o ulaganjima, bilo koje vrste.

*Zaključno:* ispitanici izjednačavaju značenja pojmova investicija i investicijski projekt

*8. Formira li Vaše poduzeće bazu investicijskih projekata koje će potencijalno realizirati u budućem periodu, a ovisno o rezultatima poslovanja te općim tržišnim uvjetima poslovanja (stopa inflacije, cijene energenata i dr.)?*

Odgovori na 8. pitanje bili su individualni, i u skladu sa poslovnom praksom poduzeća, djelatnošću poduzeća i specifičnostima poslovanja svakog poduzeća. Pronalaženje investicijskih oportuniteta i formiranje baze investicijskih projekata usmjerio je pojedine ispitanike na iznošenje planova za budući period. Pitanje je dopunjeno potpitanjima kako bi se ispitanici usmjerili na glavno pitanje.

Poduzeće A navelo je: „ Da, formiramo bazu investicijskih projekata koja se revidira na godišnjoj bazi.“ „Računamo trošak ulaganja i efekte ulaganja ovisno o aktualnim cijenama i situaciji na tržištu.“

Postavljenim potpitanjem utvrđeno je uključivanje ugovorenih poslova redovnog poslovanja u kategoriju investicijskih projekata. No, poduzeće A u narednom periodu planira investicijski projekt kupnje poslovnog prostora.

Poduzeće B navelo je: „ Imamo planove što bi u budućem periodu željeli realizirati i okvirno znamo trošak ulaganja, ali ne ulazimo u konkretnije izračune“

Sveobuhvatno odgovori na 6. pitanje mogu se strukturirati na način:

- poduzeća prate tržište, cijene energenata, repromaterijala i opću gospodarsku klimu
- poduzeća A i B imaju u planu investicijski projekt koji se odnosi na kupnju i opremanje poslovnog prostora budući da su trenutno locirani u iznajmljenom prostoru i smatraju da uštede na plaćanju mjesečne najamnine mogu preusmjeriti na podmirenje rata po dugoročnom kreditu
- poduzeća provela su investicijske projekte u proteklom periodu te se efekti ulaganja ogledaju u rastu obujma poslovanja
- daljnje širenje poslovanja ovisi o raspoloživoj radnoj snazi, a trenutno je primarni fokus na održavanje trenutne razine poslovanja

*Zaključno:* ispitana poduzeća ne formiraju bazu investicijskih oportuniteta

*9. Donosi li se odluka o prihvaćanju, provedbi ulaganja, odnosno investicijskog projekta unutar Vašeg poduzeća na razini direktora, tima ili sektora?*

Tablica 14. Pregled odgovora na 9. pitanje

<b>ODGOVOR</b>	<b>PODUZEĆE</b>	<b>DOPUNA ODGOVORA</b>
Direktor	B, E, G, H, I, J, K	B - Tim predlaže ulazak u neki posao a direktor donosi konačnu odluku
Tim	A, F, C, D,	
Sektor		

*Izvor: izrada autora*

Odgovori na 9. pitanje sudionika ispitivanja su kratki i sažeti te su strukturirani u priloženoj tablici. Iz prikazanog vidljivo je da ovlaštena osoba za zastupanje poduzeća koja je u slučaju promatranih poduzeća ujedno i generalni direktor donosi konačnu odluku o provedbi investicijskog projekta, a potpisom dokumentacije (ugovora o kreditu, ugovora o izvođenju radova, kupoprodajni ugovor, sporazum o provođenju zaloga na nekretnini i dr) operativno provodi prihvaćeni projekt. Ipak u potpitanjima ispitanici u ponovili kako se odluka o provedbi pojedinog projekta razmatra unutar poduzeća od više zaposlenika. Iako se formalno ne radi o zasebnom sektoru za procjenu investicijskih projekata primjenjuje se timski rad.

*Zaključno:* odluka o provedbi investicijskih projekata sukladno jednostavnoj vlasnička i hijerarhijska struktura ispitanih malih i srednjih poduzeća je u domeni generalnog direktora

10. *Vaše poduzeće našlo se u situaciji prihvaćanja posla/poslova ili provedbe investicijskog projekta (ulaganja u dugotrajnu imovinu) gdje je ulaganje premašivalo efekte ulaganja. Jeste li ugovarali takve poslove zbog zadržavanja poslovnog partnera, izbjegavanja dodatnih gubitaka i sl.?*

Tablica 15. Pregled odgovora na 10. pitanje

<b>PODUZEĆE</b>	<b>ODGOVOR</b>	<b>DOPUNA ODGOVORA</b>
<b>A</b>	DA	- rast cijena željeza u protekloj godini utjecao je na poslove u tijeku gdje nismo imali mogućnost prebacivanja rasta cijena na krajnjeg kupca. Nakon odrađenog posla bili smo zadovoljni sa ostvarenim minimalnim gubitkom
<b>B</b>	DA	- kada se radi o dugogodišnje partneru onda takve poslove pokušamo odraditi uz što manje gubitke s tim da ulaganje pokušamo nadoknaditi na drugim projektima. Za novije partnere odbijamo takve poslove.
<b>C</b>	DA	
<b>D</b>	DA	
<b>E</b>	NE	-nije premašivalo ali je smanjilo zaradu, u tijeku investicijskog projekta porasle su cijene željeza
<b>F</b>	NE	
<b>G</b>	NE	
<b>H</b>	NE	
<b>I</b>	NE	
<b>J</b>	NE	
<b>K</b>	DA	- zbog rasta cijena inputa u toku dugoročnog ulaganja

*Izvor: izrada autora*

Na 10. pitanje ističu se odgovori poduzeća iz građevinske djelatnosti koji su se glavninom našli se u situaciji prihvaćanja posla gdje je ulaganje premašivalo efekte ulaganja, s razlogom zadržavanja poslovnog partnera i izbjegavanja dodatnih gubitaka.

Poduzeće E navelo je slučaj SPV projekta gdje bi odustajanje od projekta zbog rasta cijena željeza značio značajne gubitke u odnosu na nastavak i dovršenje investicijskog projekta.

*Zaključno:* ispitana poduzeća primarno ne prihvaćaju projekte čiji startni izračun nije prihvatljiv, no našli su se u spomenutoj situaciji s razlogom zadržavanja poslovnog partnera i izbjegavanja dodatnih gubitaka

*11. Za procjenu isplativosti investicijskog ulaganja, definiranje potrebnih budžeta ulaganja ili izradu investicijske studije angažirali ste/angažirali bi djelatnike unutar poduzeća ili vanjsku tvrtku?*

Tablica 16. Pregled odgovora na 11. pitanje

<b>PODUZEĆE</b>	<b>ODGOVOR</b>	<b>DOPUNA ODGOVORA</b>
<b>A</b>	Unutar poduzeća	Sad smo u najmu, znamo trošak i uštedu.
<b>B</b>	Unutar poduzeća/vanjska tvrtka	Za natječaj je vanjsku tvrtku.
<b>C</b>	Unutar poduzeća/vanjska tvrtka	Djelomično djelatnici iz tvrtke uz vanjske suradnike.
<b>D</b>	Vanjsku tvrtku	Radilo se o velikom projektu
<b>E</b>	Vanjsku tvrtku	Gradimo zgrade za daljnju prodaju
<b>F</b>	Unutar poduzeća/vanjsku tvrtku	
<b>G</b>	Vanjsku tvrtku	
<b>H</b>	Vanjsku tvrtku	
<b>I</b>	Vanjsku tvrtku	Išli smo na prijavu za bespovratna sredstva
<b>J</b>	Unutar poduzeća	Dugo već poslujemo, znamo kako to ide.
<b>K</b>	Vanjsku tvrtku	Zbog prijave na natječaj

*Izvor: izrada autora*

Ispitana poduzeća glavninom su u proteklom periodu provodila ulaganja u dugotrajnu imovinu (9 od 11) dok 2 poduzeća imaju u pripremi investicijski projekt koji čeka pravovremenu provedbu. Poduzeća koja su provela ulaganje investicijski projekt uključivao je prijavu na natječaj za dodjelom bespovratnih sredstava. Obzirom na stroga pravila i procedure natječaja

poduzeća su angažirala vanjske tvrtke za izradu investicijske studije uključujući novčani tok investicijskog projekta i izračun metoda budžetiranja kapitala.

*Zaključno:* vanjsku tvrtku angažiralo je/angažiralo bi 9 od 11 ispitanih poduzeća

Pitanja i strukturirani odgovori podteme o korištenju kreditnih proizvoda i izračunu troška duga provedeni su u istraživanju kako slijedi:

*12. Koristi li Vaše poduzeće kreditne izvore financiranja poslovanja? Vodi li računa o kratkoročnim i dugoročnim izvorima na način da kratkoročne potrebe poslovanja pokriva kratkoročnim izvorima a dugoročne dugoročnim?*

Tablica 17. Pregled odgovora na 12. pitanje

PODUZEĆE	ODGOVOR	DOPUNA ODGOVORA
A	U pravilu da	Ako se radilo o hitnoj situaciji vezano uz neki posao pristali smo na ono što banka nudi.
B	Ne baš uvijek	Ovisi o ugovorenim rokovima i banci.
C	DA	
D	DA	
E	NE	- uvijek mogu otplatiti iz vlastitih sredstava ili pozajmice vlasnika.
F	DA	
G	DA	
H	DA	
I	NE	-investicija je financirana dugoročnim kreditom, obrtna sredstva na 3 godine
J	DA	
K	NE	-investicija je financirana dugoročnim kreditom, za obrtna sredstva koristimo revolving kredite s godišnjim produljenjem

*Izvor: izrada autora*

Intervjuirana poduzeća redom, bez iznimke, korisnici su kreditnog praćenja poslovanja. Poslovna suradnja poduzeća uključuje veći broj kreditnih institucija, te poslovanjem nisu usmjereni isključivo na jednu banku. Diverzifikacija izvora kreditnih sredstava omogućava poduzećima prikupljanje više kreditnih ponuda i bolju pregovaračku poziciju o uvjetima



kreditiranja. S ciljem smanjenja troška duga prate programe razvojnih banaka koje nude povoljnije programe kreditiranja u odnosu na komercijalne banke.

Prema odgovorima ispitanika usklađenost ročnosti izvora sredstava i poslovne namjene sredstava uglavnom je zadovoljena. Odgovora poduzeća A, B, I i K usmjeravaju na zaključak kako je ročnost kreditnih sredstava često uvjetovani ponudom banke bez obzira na zahtjev korisnika kredita.

*Zaključno:* poslovanje ispitanih poduzeća praćeno je kreditnom izvorima financiranja. Ispitanici su upoznati sa zlatnim pravilom financiranja, no ročnost realiziranih kredita često je uvjetovana ponudom banke.

*13. Prihvatljivu razinu zaduženosti određujete kroz odnos kredita prema ostvarenim prihodima, odnos kredita prema ostvarenoj dobiti ili dr.? Koji/koje pokazatelj/e smatrate ključnima za donošenje odluke o novim zaduženjima i razini zaduženosti Vašeg poduzeća?*

Tablica 18. Pregled odgovora na 13. pitanje

PODUZEĆE	ODGOVOR
<b>A</b>	„Kako koristimo kreditno praćenje banaka znamo kako one gledaju na razinu zaduženosti i koje pokazatelje gledaju povijesno i u projekcijama, DSCR – pokriće TDDD od strane EBITDA, razdoblje povrata (prihvatljivo je ispod 5 godina). Uz ono što smo ranije razgovarali da zaduženja budu usklađena sa ročnošću, držimo se tih veličina.“
<b>B</b>	Ostvareni prihodi i priljevi. Glavnina naših zaduženja je kratkoročna pa gledamo da priljevi kupaca pokrivaju tranše kredita ili bullet otplatu.
<b>C</b>	Dobit tvrtke i pozitivni financijski izvještaj za prethodnu godinu.
<b>D</b>	Razina prihoda, dobit, marža.
<b>E</b>	„Samo zarada, ulažemo u stanogradnju i pratimo cijene nekretnina i materijala. Kod zadnje zgrade cijena čelika otišla je „u nebo“, jedva smo izvukli rokove na vrijeme inače bi bilo gubitaka. Tu je jasno da će se kredit vratiti, za stanogradnju i prije roka kad se gradi kad je već kapareno i predugovori potpisani. „
<b>F</b>	Neto dobit, zadržana dobit, marža.
<b>G</b>	Dobit
<b>H</b>	Zarada.
<b>I</b>	Dobit.
<b>J</b>	Dobit nakon svih plaćenih poreza i obveza. Ono što mogu isplatiti ako odlučim.
<b>K</b>	Neto dobit i zadržana dobit.

*Izvor: izrada autora*

*Zaključno:* dobit je glavni pokazatelj uspješnosti poslovanja. Razinu zaduženosti ispitana poduzeća određuju u odnosu na prihode poslovanja, u odnosu na dobit (godišnja obveza i

godišnja dobit). Kao korisnici kreditnih izvora sredstva upoznati su sa pravilima i procedurama banaka te se nastoje svesti na zadane razine.

*14. Smatrate li kako je kamatna stopa po kreditu trošak duga poduzeća?*

Odgovori poduzeća C, D, E, F, G, H, I, J, K upućuju na zaključak da je kamatna stopu trošak duga. Poduzeće B kratko odgovorilo da isto ne smatra, no bez detaljnijeg pojašnjenja.

*Poduzeće A* odgovorilo je: „Trošak duga nije samo kamatna stopa već i naknada obrade kreditnog zahtjeva, naknada za rezervaciju kreditnih sredstava koju banke naplaćuju, ali i trošak ovjere i solemnizacije instrumenata osiguranja kod javnog bilježnika. Ako gledamo na kamatu kao trošak duga govorimo o efektivnoj a ne nominalnoj kamatnoj stopi. „

*Zaključno:* kamatna stopa je trošak duga

*15. Koji/koje pokazatelj/e poslovanja smatrate ključnima za određivanje profitabilnosti poslovanja poduzeća?*

Tablica 19. Pregled odgovora na 15. pitanje

<b>PODUZEĆE</b>	<b>ODGOVOR</b>
<b>A</b>	EBITDA, EBITDA marža, različite pozicije dobiti
<b>B</b>	Dobit
<b>C</b>	Dobit, zarada
<b>D</b>	Razina prihoda, dobit, marža.
<b>E</b>	Dobit
<b>F</b>	Neto dobit, zadržana dobit, ostvarena marža.
<b>G</b>	Dobit
<b>H</b>	Zarada.
<b>I</b>	Dobit.
<b>J</b>	Dobit nakon svih plaćenih poreza i obveza. Ono što mogu isplatiti ako odlučim.
<b>K</b>	Neto dobit i zadržana dobit.

*Izvor: izrada autora*

*Zaključno:* ispitana poduzeća profitabilnost poslovanja određuju temeljem ostvarene dobiti i profitne marže.

Odgovori ispitanika na 15. pitanje mogu se analizirati temeljeno na dugogodišnjem poslovanju poduzeća i adekvatnim kompetencija ključnog kadra. Prema Belak (2014, str. 55) uvrštavanjem različitih pozicija dobiti dolazi se do izračuna različitih kategorija profitabilnosti uključujući EBIT (zarada prije kamata i poreza) koja je baza za financijsku mjeru EBITDA (EBIT + amortizacija), koja se ističe kao mjera financijskog zdravlja poduzeća. Uz EBITDA Belak

(2014, str. 55) ističe profitne marže izračunate iz različitih pozicija profita kao financijsku mjeru kojom se poduzetnici koriste.

Odgovori ispitanika provedenog istraživanja komparirani sa navodima struke govore u korist kompetencija ključnog kadra poduzeća.

Pitanja i strukturirani odgovori pod teme trošak i struktura kapitala provedeni su u istraživanju kako slijedi:

*16. Upoznati ste sa konceptom pojedinačnog troška kapitala i ponderiranog troška kapitala? Izračunava li Vaše poduzeće navedene pokazatelje?*

Strukturirano odgovori ispitanih poduzeća ukazuju na zaključak kako ključne osobe (9 od 11) intervjuiranih poduzeća nisu upoznata sa konceptom prosječnog ponderiranog troška kapitala.

Poduzeća A i D upoznata su sa konceptom ponderiranog troška kapitala no ne provode izračun jer smatraju da s obzorom na strukturu pasive i veličinu poduzeća nema potrebe sagledavanja poslovanja ni podnošenja izvješća baziranom na promatranom konceptu.

Pojedinačni trošak kapitala poznat je ispitanicima i provode izračun istog.

*Zaključno:* ključne osobe ispitanih poduzeća upoznata su sa konceptom pojedinačnog troška kapitala, dok su sa konceptom prosječnog ponderiranog troška kapitala upoznata 2 ispitanika poduzeća ali ne provode izračun promatranog pokazatelja

*17. Razmatra li se unutar Vašeg poduzeća struktura kapitala, odnosno odnos vlastitog i dužničkog kapitala?*

*Zaključno:* strukturirani odgovori ispitanih upućuju na zaključak kako intervjuirana poduzeća sagledavaju i modeliraju strukturu kapitala. Kao korisnici kratkoročnih i dugoročnih kreditnih sredstava upoznati su sa zahtjevima banaka u dijelu kapitaliziranosti bilance i optimalnoj razini zaduženosti po pravilima i procedurama banaka.

*18. Projicirate li novčani tok poslovanja za dugoročni period uz uvažavanje vremenske vrijednosti novca?*

Odgovori ispitanika upućuju na zaključak da su ključne osobe poduzeća upoznate sa konceptom vremenske vrijednosti novca. Ispitana poduzeća glavninom projiciraju originalne novčane tokove poslovanja.

Istaknuo se odgovor poduzeća A koje posluje u građevinskoj djelatnosti koje je navelo kako projiciraju diskontirane novčane tokove projekata gdje se primarno misli na projekte kao

ugovorene poslove (izgradnje građevina i sl.), gdje je poduzeće ispitanik izvođač radova, ne i investitor. Uvažavaju vremensku vrijednost novca, diskontiraju po prosječnoj diskontnoj stopi. Poduzeće B navelo je kako diskontiraju novčane tokove, rade planove i projekcije za naredni dugoročni period.

*Zaključno:* ključne osobe ispitanih poduzeća upoznata su sa konceptom vremenske vrijednosti novca. Glavnina ispitanih projiciraju originalne novčane tokove poslovanja. Poduzeće A i B naglasilo je projiciranje diskontiranih novčanih tokova poslovanja.

Završna 2 pitanja dubinskog intervjua odnosila su se na upućivanje zaposlenika na edukacije ili obrazovne programe i edukaciju ključnog kadra u području pokazatelja poslovanja.

*19. Ocjenjujete li da se Vaše poduzeće dovoljno bavi tematikom izračuna pokazatelja poslovanja za potrebe donošenja poslovnih odluka o ulasku u nove poslovne pothvate, investicijske projekte?*

Odgovori na 19. pitanje, upućuju na zaključak kako su ključne osobe poduzeća navele višegodišnje uspješno poslovanje poduzeća, čiji su vlasnici i/ili zaposlenici, kao argument pozitivnog odgovora na postavljeno pitanje. Dodatno su naglasili da rezultati govore u korist adekvatnom pristupu poslovanju i uhodanoj poslovnoj praksi.

Ističe se odgovor poduzeće G koje je navelo: „Uvijek ima prostora za dodatne izračune i projekcije, ali za to treba raspoloživi kadar kojeg trenutno nema, a nije ni isplativo trošiti resurse reda radi. Kada ćemo se odlučiti za novi investicijski projekt radit ćemo izračune“.

*Zaključno:* intervjuirane ključne osobe malih i srednjih poduzeća smatraju kako se izračunom pokazatelja poslovanja za potrebe donošenja poslovnih odluka o ulasku u nove poslovne pothvate, investicijske projekte bave dovoljno i adekvatno.

*20. Izdvaja li Vaše poduzeće sredstva za edukaciju ključnog kadra u dijelu financija, pokazatelja poslovanja, investicijskih ulaganja i sl.?*

Poduzeće A istaknulo je kako banke često organiziraju tzv. Business klubove na temu financijske pismenosti, prezentacije kreditnih proizvoda komercijalne i razvojnih banka na koje se redovito odazivaju.

Kao motivaciju planiranja godišnjeg budžeta za edukacije djelatnika, poduzeća su istaknula trošak obrazovanja kao porezno priznati rashod, koji je porezna olakšica i umanjuje poreznu osnovicu. Kao glavnu prepreku za upućivanje zaposlenika na edukacije ispitana poduzeća navela su ograničeno raspoloživo vrijeme zaposlenika.

*Zaključno:* strukturiranjem odgovora intervjuiranih poduzeća zaključak je u korist izdvajanja sredstava za upućivanje na neki od oblika edukacije ili obrazovanja zaposlenika. Primarno se radi o edukacijama knjigovodstveno računovodstvene tematike s ciljem praćenju regulatornih aktualnosti.

#### **4.4. Rasprava**

U istraživanju je sudjelovalo 11 poduzeća, od kojih se prema Zakonu o računovodstvu 4 klasificiraju kao malo poduzeće i 7 kao srednje poduzeće. Dubinski intervju je proveden sa 11 ključnih osobama, generalnih direktora i direktora financija pojedinog poduzeća od kojih je dio istovremeno i u vlasničkoj strukturi poduzeća. Sva poduzeća uključena u istraživanje su rezidentna, sa sjedištem u Republici Hrvatskoj i aktivnim poslovanjem od 7 do 28 godina.

Pitanja za dubinski intervju pripremljena su unaprijed prema planiranim temama razgovora. Strukturirana pitanja omogućila su da se 11 odgovora po svakom pitanju adekvatno kvantificira i iz istih definiraju zaključci intervjuja. 20 pitanja dubinskog intervjuja prolaze kroz 4 područja podataka: budžetiranje kapitala (investicijski projekti), razina duga, trošak kapitala i struktura kapitala. Teme koje su obrađivane kroz dubinski intervju su: izvori financiranja, određivanje razine zaduženosti, modeliranje strukture kapitala i dugoročno planiranje poslovanja.

Temeljem odgovora ispitanika na pitanja od br. 4 do br. 11 provedenog intervjuja, a koja su se odnosila na teme budžetiranje kapitala i investicijski projekti proizlaze zaključci:

- 9 od 11 poduzeća koja su sudjelovala u istraživanju u proteklom periodu provela su neku vrstu ulaganja u realnu materijalnu imovinu dok 2 poduzeća planiraju investicijski projekt kupnje poslovnog prostora
- ispitana poduzeća nemaju formiran zaseban sektor kojem je zadatak planiranje investicijskih projekata, sagledavanje isplativosti istih i planiranje načina provođenja poslovnih projekata već je isto u domeni timskog rada zaposlenika poduzeća koji doprinose timu pojedinačnim kompetencijama iz svog područja rada unutar poduzeća
- ispitanih poduzeća usmjerena su na zadržavanje postojeće razine poslovanja uz praćenje tržišta i sagledavanje mogućih novih prilika za rast i razvoj
- ispitanici izjednačavaju značenja pojmova investicija i investicijski projekt
- ispitana poduzeća formalno ne raspolazu bazom investicijskih oportuniteta
- odluka o provedbi investicijskih projekata sukladno jednostavnoj vlasnička i hijerarhijska struktura ispitanih malih i srednjih poduzeća je u domeni generalnog direktora

- ispitana poduzeća primarno ne prihvaćaju projekte kod kojih efekti ulaganja ne pokrivaju investirani iznos, no našli su se u situaciji prihvaćanja i provođenja projekata ispod praga efikasnosti, a sve sa razlogom zadržavanja poslovnog partnera i/ili izbjegavanja dodatnih gubitaka po projektu
- 9 od 11 ispitanih poduzeća za procjenu investicijskih projekata i izradu investicijske studije angažiralo je, odnosno angažiralo bi vanjsku tvrtku

Temeljem odgovora ispitanika na pitanja od br. 12 do br. 15 provedenog intervjua, a koja su se odnosila na teme korištenju kreditnih proizvoda i izračuna troška duga proizlaze zaključci:

- poslovanje ispitanih poduzeća praćeno je kreditnom izvorima financiranja. Ispitanici su upoznati sa zlatnim pravilom usklađenosti no ročnost realiziranih kredita često je postavljena uvjetima banke što nije nužno usklađeno sa ročnošću kreditnog zahtjeva
- za ispitana poduzeća dobit je glavni pokazatelj uspješnosti poslovanja dok razinu zaduženosti određuju u odnosu na prihode poslovanja i u odnosu na dobit razdoblja. Kao korisnici kreditnih sredstva upoznati su sa standardima banaka te se nastoje svesti na zadane vrijednosti.
- ispitana poduzeća sagledavaju kamatnu stopu kao trošak duga
- uspješnost poslovanja određuju prema ostvarenoj dobiti

Iz odgovora ispitanika na pitanja od br. 16 do br. 18 provedenog intervjua, a koja su se odnosila na temu trošak i struktura kapitala proizlaze zaključci:

- ključne osobe ispitanih poduzeća upoznata su sa konceptom pojedinačnog troška kapitala, dok su sa konceptom prosječnog ponderiranog troška kapitala upoznata 2 ispitana poduzeća ali ne provode izračun promatranog pokazatelja
- intervjuirana poduzeća sagledavaju i modeliraju strukturu kapitala. Kao korisnici kratkoročnih i dugoročnih kreditnih sredstava upoznati su sa zahtjevima banaka u dijelu kapitaliziranosti bilance i optimalnoj razini zaduženosti po standardima banaka
- ključne osobe ispitanih poduzeća upoznata su sa konceptom vremenske vrijednosti novca. Glavnina ispitanih projiciraju originalne novčane tokove poslovanja. Poduzeće A i B naglasilo je da projicira diskontirane novčane tokove poslovanja.

Na temelju odgovora ispitanika na pitanja od br. 19 do br. 20 provedenog intervjua, a koja su se odnosila na temu educiranja ključnog kadra proizlaze zaključci:

- intervjuirane ključne osobe malih i srednjih poduzeća smatraju kako se izračunom pokazatelja poslovanja za potrebe donošenja poslovnih odluka o ulasku u nove poslovne pothvate, investicijske projekte bave dovoljno i adekvatno
- budžetiraju sredstava za upućivanje na neki od oblika edukacije ili obrazovanja zaposlenika. Primarno se radi o edukacijama knjigovodstveno računovodstvene tematike s ciljem praćenja regulatornih aktualnosti.

Odgovori ispitanika sumirani su u prethodno navedenim zaključcima. Zaključci po pojedinom pitanju dali su odgovore na postavljena istraživačka pitanja ovog rada.

Na postavljeno istraživačko pitanje *Ima li ključni kadar adekvatna znanja i kompetencije iz područja budžetiranja kapitala?* zaključuje se kako postoji određena razina znanja i kompetencija ključnog kadra za provedbu postupaka budžetiranja kapitala i ocijene prihvatljivosti investicijskih projekta. Potvrđan odgovor argumentira se dugogodišnjim profitabilnim poslovanjem ispitanih malih i srednjih poduzeća kao i povijesno provedenim efikasnim ulaganjem u realnu materijalnu imovinu.

Ispitana mala i srednja poduzeća pronalaze investicijske oportunitete, odnosno prate gospodarske i tržišne uvjete i sagledavaju moguće prilike ulaganja u realnu materijalnu imovinu, što je važan korak u postupku budžetiranja kapitala. 9 od 11 ispitanih poduzeća odgovorilo je kako bi za izradu investicijske studije i izračun metoda budžetiranja kapitala angažiralo vanjsku tvrtku što govori o prostoru za dodatna usavršavanja i stjecanja novih znanja ključnog kadra u području budžetiranja kapitala.

Na postavljeno istraživačko pitanje *Izračunavaju li menadžeri u hrvatskim poduzećima trošak kapitala radi modeliranja strukture kapitala?* zaključuje se kako menadžeri u hrvatskim poduzećima izračunavaju trošak kapitala i modeliraju strukturu kapitala. Potvrđan odgovor na postavljeno istraživačko pitanje argumentira se poznavanjem koncepta pojedinačnog troška kapitala i vremenske vrijednosti novca. Nadalje, argumenti za potvrđan odgovor na istraživačko pitanje su u poznavanju zlatnog pravila usklađenosti ročnosti kreditnih sredstava i potreba poslovanja, iako je ročnost realiziranih kredita često postavljena uvjetima banke. Izračun prosječnog ponderiranog troška kapitala mala i srednja poduzeća primjenjuju u manjoj mjeri zbog složenosti izračuna. Menadžeri malih i srednjih poduzeća modeliraju strukturu kapitala, a kao korisnici kratkoročnih i dugoročnih kreditnih sredstava upoznati su sa zahtjevima banaka u dijelu kapitaliziranosti bilance i optimalnoj razini zaduženosti po standardima banaka.

Na postavljeno istraživačko pitanje *Izračunavaju li menadžeri u hrvatskim poduzećima trošak kapitala kao odrednicu investicijskog okvira?* zaključuje se kako menadžeri u hrvatskim

poduzećima sagledavaju investicijski okvir poduzeća, odnosno određuju investicijske projekte koje će potencijalno provesti u budućem periodu. Za sagledavanje efikasnosti razmatranog projekta izračunavaju trošak kapitala. U najvećoj mjeri radi se o pojedinačnom trošku kapitala, dok zbog složenosti izračuna prosječni podnerirani trošak kapitala ne izračunavaju.

#### **4.5. Ograničenja istraživanja**

U provođenju istraživanja na temu „Trošak kapitala kao odrednica investicijskog okvira u postupku budžetiranja kapitala“ postojala su ograničenja istraživanja. Dubinski intervju proveden je sa 11 ispitanika dok je uzorak bio namjeran. Uzorak u ovom istraživanju je bio brojem ispitanika relativno ograničen, što je karakteristično obilježje metode dubinskog intervjua, koji osigurava dubinske uvide, ali ne i široki obuhvat istraživane populacije. Na strukturirana pitanja odgovarale su ključne osobe poslovnih subjekata iz područja financija i menadžmenta.

Provedbom kvalitativnog istraživanjem dobiva se na dubini i bogatstvu informacija o određenoj temi, činjenici ili situaciji, no zaključci mogu biti ograničeni mogućom subjektivnošću ispitanika i provoditelja istraživanja.

Ograničenje ovog istraživanja očituje se u metodologiji i prirodi istraživanja. Radi se o kvalitativnom istraživanju kojim su dobiveni inicijalni, ali ne i široko primjenjivi uvidi i generalni zaključci poslovnog modela poduzeća. Provedeno istraživanje adekvatna je baza za proučavanje promatrane teme, uvažavajući ograničenost podataka sadržajem i sudionicima provedenog istraživanja. Ograničenje istraživanja nije utjecalo na dobivene zaključke koji se mogu smatrati indikativnima i važnim za određeni tip poduzeća uz koje je vezano provedeno istraživanje. Predmet istraživanja bio je poslovni model poduzeća u područjima izračuna troška kapitala, modeliranja i planiranja strukture kapitala, provođenja postupka budžetiranja kapitala za potrebe ulaganja u realnu dugotrajnu imovinu, a sve u kontekstu dugoročnog upravljanja poslovanjem poduzeća.

Uz postojanje navedenih ograničenja, provedeno istraživanje donijelo je određene spoznaje i zaključke o poslovnom modelu poduzeća te je istraživanje adekvatan pokazatelj potencijala proširenja istraživanja, koji ostavlja prostora za provedbu sveobuhvatnijeg istraživanja na značajnijem uzorku poduzeća pojedinog područja odnosno sveobuhvatno na području Republike Hrvatske.



## 5. ZAKLJUČAK

Budžetiranje kapitala složen je postupak donošenja odluka o provođenju dugoročnih investicija u realnu poslovnu imovinu poduzeća. Pokretanju provedbe investicijskog projekta, u koji se angažiraju značajna sredstva, prethodi niz analiza i izračuna bazirana na konkretnim znanjima i vještinama. Uvidom u strukturu kapitala poduzeća moguće je odrediti pojedinačni trošak svake komponente, no ponderirani prosječni trošak kapitala je granica koja razdvaja prihvatljive od neprihvatljivih investicijskih opcija poduzeća.

Struktura pitanja dubinskog intervjua u provedenom istraživanju ovog rada obuhvatila su menadžerska znanja iz područja budžetiranja kapitala, te su prikupljeni odgovori o poslovnoj praksi poduzeća.

Analizom sadržaja dubinskog intervjua zaključuje se da ključni kadar raspolaže određenom razinom znanjem i kompetencijama iz područja budžetiranja kapitala, potrebnih za procjenu prihvatljivosti investicijskih projekta. Sadržaj odgovora provedenog dubinskog intervjua dovodi do zaključka o poznavanju koncepta pojedinačnog troška kapitala i vremenske vrijednosti novca. Menadžeri u hrvatskim poduzećima izračunavaju trošak kapitala i modeliraju strukturu kapitala. Upoznati su sa zlatnim pravilom usklađenosti ročnosti kreditnih sredstava sa potrebama poslovanja. Zbog složenosti izračuna i relativno jednostavnije strukture kapitala, mala i srednja poduzeća, u manjoj mjeri izračunavaju prosječni ponderirani trošak kapitala. Struktura kapitala malih i srednjih poduzeća u najvećoj mjeri modelirana je kroz odabir izvora financiranja. Kao korisnici kratkoročnih i dugoročnih kreditnih sredstava menadžeri poduzeća upoznati su sa zahtjevima banaka u dijelu kapitaliziranosti bilance i optimalnoj razini zaduženosti po standardima banaka.

Menadžeri u hrvatskim poduzećima sagledavaju investicijski okvir poduzeća, odnosno određuju investicijske projekte koje će potencijalno provesti u budućem periodu. Za sagledavanje efikasnosti razmatranog projekta izračunavaju trošak kapitala. U najvećoj mjeri radi se o pojedinačnom trošku kapitala, dok zbog složenosti izračuna prosječni ponderirani trošak kapitala najčešće ne izračunavaju.

Rezultati i opći dojam provedenog istraživanja govori o praksi hrvatskih poduzetnika koja je bazirana na znanju i kompetencijama ključnog kadra, te spremnosti na preuzimanje rizika i donošenje adekvatnih poslovnih i financijskih odluka.

Analiza sadržaja provedenog istraživanja potvrđuje određenu razinu menadžerskih kompetencija iz područja budžetiranja kapitala, no kako i sami ispitanici smatraju, postoji prostor za daljnje edukacije i stjecanje dodatnih znanja.

## LITERATURA

1. ANALITIKA, (2018), Ekonimski lab, B2B Financije br. 1: Trošak kapitala – švicarski nožić korporativnih financija, <https://arhivanalitika.hr/blog/b2b-financije-br-1-trosak-kapitala-svicarski-nozic-korporativnih-financija/> (pristupano 23.06.2023.)
2. Belak V. (2014), Menadžment u teoriji i praksi, Zagreb, Belak excellens d.o.o.
3. Belak, V. (1995), Menadžersko računovodstvo. Zagreb: RRIF plus
4. 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
5. Bendeković J. et al. (2007), Priprema i ocjena investicijskih projekata, Zagreb, Foip biblioteka
6. Bierman H., Smidt S. (2007), The Capital Budgeting Decision: Economic Analysis of Investment Projects
7. Caccamese, A. & Bragantini, D. (2012). Beyond the iron triangle: year zero. Paper presented at PMI® Global Congress 2012—EMEA, Marsailles, France. Newtown Square, PA: Project Management Institute <https://www.pmi.org/learning/library/beyond-iron-triangle-year-zero-6381> (pristupano 21.07.2023.)
8. Čičin-Šain D, Krajnović A. i Herenda M. (2011) Uloga i primjena stvarnih opcija u menadžerskom odlučivanju <https://hrcak.srce.hr/file/101798> (pristupano 01.07.2023.)
9. Dayananda D., Irons R., Harrison S., Herbohn J., Rowland R., (2002), Capital Budgeting, Financial Appraisal of Investment Projects, Cambridge University Press
10. Dedi, L., Orsag, S. (2007). Capital Budgeting Practices: A Survey of Croatian Firms. South East European Journal of Economics and Business, 2, 59–67. <https://doi.org/10.2478/v10033-007-0016-y> (pristupano 10.08.2023)
11. FINA (2023) Rezultati poslovanja poduzetnika u 2022. godini - razvrstani po veličini, <https://www.fina.hr/-/rezultati-poslovanja-poduzetnika-u-2022.-godini-razvrstani-po-velicini> (pristupano 01.07.2023.)
12. Graham J. (2022) RESIDENTIAL ADDRESS: CORPORATE FINANCE AND REALITY (2022) [https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w29841/w29841.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w29841/w29841.pdf) (pristupano 04.08.2023.)

13. Harc M., Pepur S., Vidučić Lj. (2019), Struktura kapitala : teorija i politika malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj, Hrvatska akademija znanosti i umjetnosti, Zavod za znanstveni i umjetnički rad u Osijeku
14. Ježovita, A. Žager, L. (2014) Ocjena zaduženosti poduzeća pokazateljima profitabilnosti. Zbornik EFZG 12/1. Zagreb.
15. Kerzner, H. (2009), Project Management A Systems Approach to Planning, Scheduling and Controlling, Tenth Edition, John Wile & Sons, inc., New York
16. Karić M., Bestvina Bukvić I., Buljubašić I. (2013) Istraživanje primjene modela ocjene opravdanosti ulaganja u kapitalne projekte <https://hrcak.srce.hr/clanak/159401> (pristupano 29.08.2023.)
17. Kontuš E., Šorić K., Šarlija N. (2022) Capital structure optimization: a model of optimal capital structure from the aspect of capital cost and corporate value <https://hrcak.srce.hr/file/442869> (pristupano 25.07.2023.)
18. Klobučar D., Orsag S., (2019), ANALIZA UPORABE FINANCIJSKE POLUGE U PODUZEĆU „HRVATSKE ŠUME“ D.O.O. <https://hrcak.srce.hr/file/328418> (pristupano 20.07.2023.)
19. Mauboussin M.J., Callahan D. (2023), Morgan Stanley, Cost of Capital [https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article\\_costofcapital.pdf](https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_costofcapital.pdf) (pristupano 21.07.2023.)
20. Orsag S., (2002), Budžetiranje kapitala, Procjena investicijskih projekata, Masmedia, Zagreb
21. Orsag S., (2015), Poslovne financije. Zagreb: Avantis.
22. Orsag S., Dedi L. (2011), Budžetiranje kapitala, Procjena investicijskih projekata, Masmedia, Zagreb
23. Orsag S., Dedi L. (2023). Budžetiranje kapitala : procjena investicijskih projekata. Zagreb: Ekonomski fakultet
24. Orsag S. (1997), Vrednovanje poduzeća, Infoinvest, Zagreb
25. Orsag S. (1997), Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Zagreb, Rifin
26. Orsag S. (1996), Financije za poduzetnike, Zagreb: Poslovna akademija 1
27. Peterson P., Fabozzi F. (2002), Capital Budgeting: Theory and Practice, John Wiley & Sons, Inc
28. Pecina E. (2021), Testiranje klasičnih teorija strukture kapitala na primjeru hrvatskih velikih poduzeća <https://hrcak.srce.hr/file/379230> (pristupano 20.07.2023.)

29. Šimić Kolarević A., Rauker A., Bajić T. (2021) Budžetiranje kapitala: metode procjene isplativosti, TEB "Financije, pravo i porezi" br. 9/21
30. Tkalac Verčić, A., Sinčić Čorić, D., Pološki Vokić, N. (2010). Priručnik za metodologiju istraživačkog rada. Zagreb: M.E.P.
31. Tintor Ž. (2021), Budžetiranjem do sigurnijeg poslovanja i razvoja poduzeća <https://hrcak.srce.hr/file/376316> (pristupano 30.07.2023.)
32. Učkar D., Urti J., (2015) Utjecaj financijske strukture na profitabilnost hrvatskih poduzeća, dostupno na <https://hrcak.srce.hr/153353> (pristupano 20.07.2023.)
33. Vidučić, Lj. (2001) Teorijska i praktična motrišta strukture kapitala, <https://hrcak.srce.hr/file/45118> (pristupano 24.08.2023.)
34. Vidučić, Lj., Pepur S., Šimić Šarić M., (2015). Financijski menadžment (IX. dopunjeno i izmijenjeno izd.). RRiF-plus.
35. Zakon o računovodstvu (N.N. 78/15 do 47/20) [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022\\_10\\_114\\_1686.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2022_10_114_1686.html) (pristupano 23.05.2023.)

## POPIS SLIKA

Slika 1. Opći cilj poduzeća, financijski menadžment i budžetiranje kapitala.....	4
Slika 2. Životni vijek investicijskog projekta.....	9
Slika 3. Korištenje metoda financijskog odlučivanja.....	12
Slika 4. Osnovna ograničenja investicijskog projekta .....	13
Slika 5. Osnovne komponente strukture kapitala.....	22
Slika 6. Veza između sadašnje vrijednosti, diskontne stope i broja razdoblja .....	29

## POPIS TABLICA

Tablica 1. Koraci budžetiranja kapitala .....	6
Tablica 2. Metode budžetiranja kapitala .....	10
Tablica 3. Tipovi investicijskih projekata .....	16
Tablica 4. Vrste investicijskih projekata.....	17
Tablica 5. Pristupi pojmovnog određivanja troška kapitala.....	21
Tablica 6. Prednosti i nedostaci financiranja iz vlastitih izvora u odnosu na financiranje iz tuđih izvora .....	24
Tablica 7. Struktura dubinskog intervjua i pitanja.....	34
Tablica 8. Struktura poduzeća - sudionika istraživanja.....	37
Tablica 9. Kriteriji klasifikacije sudionika istraživanja prema MSP-u.....	38
Tablica 10. Financijski rezultati poslovanja poduzetnika RH u 2022. godini, prema veličini poduzetnika.....	39
Tablica 11. Struktura intervjuiranih poduzeća prema djelatnosti, godinama poslovanja i radnom mjestu ispitanika .....	40
Tablica 12. Pregled odgovora na 4. pitanje.....	43
Tablica 13. Pregled odgovora na 5. pitanje .....	43
Tablica 14. Pregled odgovora na 9. pitanje .....	46
Tablica 15. Pregled odgovora na 10. pitanje .....	47
Tablica 16. Pregled odgovora na 11. pitanje.....	48
Tablica 17. Pregled odgovora na 12. pitanje.....	49
Tablica 18. Pregled odgovora na 13. pitanje.....	50
Tablica 19. Pregled odgovora na 15. pitanje.....	51

|  
H A L O N  
A L I S E R A I N A

V Ž K C

# Sveučilište Sjever

+

S V E U Č I L I Š T E  
S J E V E R

|

M M I

## IZJAVA O AUTORSTVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, Gordana Ribić (*ime i prezime*) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica ~~završnog~~/diplomskog (*obrisati nepotrebno*) rada pod naslovom Trošak kapitala kao odrednica investicijskog okvira u postupku budžetiranja kapitala (*upisati naslov*) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (*bez pravilnog citiranja*) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:  
(*upisati ime i prezime*)

  
(*vlastoručni potpis*)

Sukladno čl. 83. Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Sukladno čl. 111. Zakona o autorskom pravu i srodnim pravima student se ne može protiviti da se njegov završni rad stvoren na bilo kojem studiju na visokom učilištu učini dostupnim javnosti na odgovarajućoj javnoj mrežnoj bazi sveučilišne knjižnice, knjižnice sastavnice sveučilišta, knjižnice veleučilišta ili visoke škole i/ili na javnoj mrežnoj bazi završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice, sukladno zakonu kojim se uređuje znanstvena i umjetnička djelatnost i visoko obrazovanje.