

Џорџ Кестер¹
Горан Радивојац²

Финансијске посљедице пословног раста

The Financial Consequences of Business Growth

Резиме

Пословно планирање у савременом пословном окружењу није више фокусирано само на продају, широкост и добити, већ се истовремено фокусира на пословно растање са аспекта извора финансирања предузећа. Полазећи од чињенице да је врхунски циљ оснивања предузећа, а затим и редовног пословања, максимизирање добити у дугом року, неретко брзорастућа предузећа често исказују добити у финансијским извјештајима, а истовремено веома тешко одржавају ликвидност. Да би разумјели како предузеће може исказивати добити и имати „усијешан“ биланс, а у исто вријеме веома тешко одржавати ликвидност или чак бити неликвидна, морамо поштовито разумјети суштинску разлику између рачуноводствено исказане добити и нето новчане стоке предузећа. Проблем је сложенији ако знамо да у пракси још увијек важи конвенционална „мудрост“ да обрћена имовина треба бити финансирана крајкорочним изворима, а фиксна имовина дугорочним изворима. Аутори су истраживање кредитне пољитике пословних банака у Бања Луци у домену финансирања обрћених средстава које је објављено у овом раду, те су на основу добијених резултата извели одређене закључке.

¹ Washington and Lee University, kester@wlu.edu

² Економски факултет Универзитета у Бањој Луци, goran.radivojac@efbl.org

Кључне ријечи: пословни раст, нето обрћни капитал, трајна обрћна имовина, повремена обрћна имовина.

Summary

A typical business plan for a new business focuses upon sales, expenses and profits. Can the new business produce enough sales to exceed fixed and variable expenses and make a profit. If the answer is yes, then the decision is to proceed to the next step, which is to determine the amount of initial asset investment needed to start the business and how to finance it. There is often little or no focus the additional investments in assets needed to support growth in sales after the business is begun and become successful. Failure to recognize the additional assets needed to support sales growth can come as a total surprise and, if not financed properly, can lead to financial distress, loan default and even bankruptcy.

Key words: *business growth, net working capital, temporary current assets, permanent current assets.*

1. Увод

Типичан пословни план за новоосновано предузеће је доминантно фокусиран на продају, трошкове и добит. Кључно питање за власнике капитала – предузетнике постаје дилема: може ли или не може ново предузеће остварити довољне приходе од продаје који би покрили фиксне и варијабилне трошкове, те остварити прихватљиву добит. Природно и безусловно, ми сматрамо да је врхунски циљ оснивања предузећа, а затим и редовног пословања, максимирање добити у дугом року. Ово је свакако циљ свих циљева за предузећа која дјелатност обављају у условима тржишне економије, тј. либералног капитализма

Уколико је одговор на кључно питање потврдан, прелази се на наредни корак који представља утврђивање износа почетне инвестиције потребне за оснивање, покретање пословне активности и финансирање пословања предузећа. Пракса показује да постоји мало или готово нимало интереса у овој фази за анализу потребних додатних инвестиција за подршку континуитету раста прихода од продаје након што је пословање покренуто а предузеће постало успјешно. Неуспјех у препознавању квантитета и структуре оптималних извора додатних средстава потребних за подршку раста може доћи као велико изненађење и врло често доводи до непремостивих финансијских проблема, кашњења са отплатама доспјелих кредита, или чак отварања стечајног поступка на иницијативу повјерилаца. Једноставно речено:

било које успјешно предузеће и његов неконтролисан раст може релативно лако довести до стечаја.

Ова констатација на први поглед може дјеловати помало чудно, или чак контрадикторно. Дилема се своди на очекивање да раст прихода од продаје природно резултира већом добити, а већа добит индукује више готовине за предузеће. Одговор је *не нужно*, јер наведена веза прихода од продаје – добити – готовине може бити управо таква за предузећа из домена услужних дјелатности, која функционишу на основу значајног дневног прилива и одлива готовине. Међутим, за производна предузећа, велепродају и малопродају, додатни нето обртни капитал и друга средства потребна за подршку раста прихода од продаје често превазилазе исказану добит у финансијским извјештајима. Ова чињеница резултира континуираном потребом за готовином док раст прихода од продаје не успори, или се у потпуности неутралише. Растућа предузећа често исказују добит у финансијским извјештајима, а истовремено веома тешко одржавају ликвидност (Кестер, 1992). Овакве финансијске посљедице раста прихода од продаје и средстава треба да схвате дужници (привреда) али и повјериоци (финансијски сектор – нарочито банке). Дакле, колико год звучи парадоксално, постоје бројни повјериоци који су неадекватно планирали свој готовински ток и потцијенили своје финансијске потребе, те их је њихов пословни раст довео до озбиљних и врло често нерјешивих финансијских проблема. Да бисмо на одговарајући начин процијенили кредитно окружење у Републици Српској које се односи на тему овог рада, спровели смо истраживање на узорку од осам комерцијалних банака које послују у Бањој Луци. Упитник који је упућен банкама био је конципиран у правцу прикупљања информација о њиховим кредитним политикама и пракси финансирања нето обртних средстава.

2. Рачуноводствени приход насупротив новчаном приливу

Теоријска разматрања на ову тему су већ одавно утемељена и позната широј научној и стручној јавности. Тако, у англосаксонској литератури (Schlosser, 1989) постоји јасна дистинкција између исказане добити и позитивног нето новчаног тока. У књизи поменутог аутора детаљно су елаборирани разлози због чега је неопходно извршити прилагођавање обрачунских категорија исказаних у билансу успјеха у сврху анализе и оцјене готовинског тока.

Да би разумјели како предузеће може исказивати добит и имати „успјешан” биланс, а у исто вријеме веома тешко одржавати ликвидност или чак бити неликвидна, морамо потпуно разумјети суштинску разлику између рачуноводствено исказаног добитка и нето новчаног тока предузећа. Нов-

чани ток предузећа се може рачунати на следећи начин ако се користи индиректна метода:

Нејто добити + амортизација и друге не-новчане обавезе – повећање у нејто обртном капиталу – издаци за фиксну имовину – оштилања дуго (оштилања главнице) = новчани ток

По правилу, новчани ток је ријетко кад једнак нето добити. Популарно речено, ситуација у којој је новчани ток једнак нето добити је изузетак који потврђује претходно правило. Дакле, постоје бројна предузећа која су профитабилна, али не генеришу позитиван новчани ток. Овај феномен је посебно изражен код брзорастућих предузећа. У ствари, када је све друго константно: што је већа стопа раста прихода од продаје, већа је разлика између нето добити и новчаног тока. Код оваквих предузећа додатна улагања (новчани издаци) у нето обртни капитал и фиксна средства у сврху подршке раста прихода од продаје врло често превазилазе добит која ће бити остварена у току посматраног извјештајног периода.

Оваква ситуација за последицу има негативни новчани ток који изискује додатне потребе за екстерним изворима финансирања у сврху финансијске подршке даљем расту. Позитиван новчани ток је могућ у ситуацији када исказана нето добит предузећа превазилази потребно повећање нето обртног капитала, издатака за фиксну имовину за одржавање раста и потребна средства за отплату доспјелих дуговања (за *дискусију* *погледајте*: Kester, Huver and Pirkel, 2004 и Kester i Radivojac 2013).

3. Нето обртни капитал

Када говоримо о нето обртном капиталу, тада је наша пажња усмјерена на обртну имовину предузећа - укључујући готовину, потраживања и залихе, умањену за текуће обавезе (обавезе према добављачима и сл.).

Често је значајан дио финансијских средстава предузећа везан за обртну имовину. Самим тим, способност менаџмента да ефикасно управља приливима и одливима готовине, потраживањима и залихама директно утиче на новчани ток предузећа и потребу за екстерним финансирањем.

Уколико менаџмент неефикасно управља обртном имовином предузећа, резултат је неадекватан ниво потраживања, залиха и нижи принос на инвестиције.

Важан концепт везан за нето обртни капитал је циклус обртног капитала предузећа (тзв. новчана конверзија), којим можемо анализирати како предузећа користе обртну имовину са квалитативног аспекта. Величина и компоненте циклуса обртног капитала варирају у зависности од тога да ли

се ради о производном предузећу, велепродаји, малопродаји или услужном предузећу. На примјер, велепродајно предузеће набавља робу и ствара залихе које се задржавају одређено вријеме до продаје и конверзије у потраживања која, када доспију, буду конвертована у готовину.

Дакле, временски период потребан за окончање циклуса обртног капитала варира према типу предузећа, као и према врсти дјелатности. На примјер, временски период (циклус производње) потребан за израду авиона је значајно дужи од времена потребног за израду намјештаја којим опремамо наш ентеријер. Слично томе, временски период између куповине залиха и њихове продаје је краћи у малопродаји прехрамбених производа у односу на малопродају намјештаја или аутомобила.

Важи правило: што је дужи циклус обртног капитала, већи је износ средстава инвестираних у обртну имовину. За произвођача, број дана продаје би био сума готовине, залиха и потраживања мјерених данима продаје.³ Цјевовод се може користити за аналогију. Дужина цјевовода је аналогна броју дана продаје у циклусу обртног капитала. Пречник цјевовода одговара просјечној продаји по дану. Дани продаје морају бити убачени у цјевовод како би се он испунио прије појаве готовине с друге стране цјевовода - што је дужи циклус и већа просјечна продаја по дану, више готовине је потребно за попуњавање цјевовода. Према томе, како продаја расте или се дужина циклуса обртног капитала повећава, нпр. кроз успоравање у наплати потраживања или повећања времена производње, износ средстава инвестираних у обртна средства се повећава.

Такође, дио циклуса обртног капитала се спонтано финансира кроз одгађање плаћања или продужавања рокова доспијећа обавеза. На примјер, уколико се ради о масовној серијској производњи, производно предузеће обично купује репроматеријале на кредит, стварајући обавезе и елиминисујући потребу предузећа да обезбиди готовину авансно. Одузимањем периода за који је обезбидијено финансирање (*мјерено у данима њродаје*) од циклуса обртног капитала предузећа (*иакође мјерено у данима*) као резултат добијамо „циклус нето обртног капитала” предузећа. Износ средстава инвестираних у нето обртни капитал могуће је одредити множењем броја дана продаје у оквирима циклуса нето обртног капитала са продајом предузећа по дану.

Како би ово илустровали, претпоставимо да предузеће има годишњи приход од продаје од 360 милиона КМ. Претпоставимо да је просјечни приход од продаје по дану износио 1 милион КМ (360 милиона КМ / 360 дана). Такође, претпоставимо да предузеће има салдо готовине од 10 ми-

³ На примјер, готовина изражена као дани продаје може бити израчуната подјелом готовинског биланса предузећа са његовом просјечном продајом по дану.

лиона КМ. Мјерено у данима продаје, предузеће одржава салдо готовине на нивоу 10 дана продаје (10 милиона КМ / 1 милион КМ продаје по дану).

Затим, претпоставимо да предузеће има салдо потраживања од купаца у износу од 35 милиона КМ. Мјерено у *данима њродаје*, предузеће има салдо потраживања од купаца од 35 дана продаје (35 милиона КМ / 1 милион КМ продаје по дану), што је период наплате потраживања под претпоставком да је сва продаја са одгођеним роковима плаћања.

Мјерено у данима продаје, претпоставимо да предузеће држи залихе 75 дана набавне вриједности продатих производа.⁴ Под претпоставком да је набавна вриједност продатих производа 80% продаје, тада је држање залиха 75 дана набавне вриједности продатих производа еквивалентно 60 дана продаје (75 дана x 0,80). Такође, претпоставимо да су обавезе предузећа одговарају периоду од 30 дана набавке. Дакле, предузеће плаћа своје добављаче сваких 30 дана. Претпоставимо да је набавка 50% продаје, 30 дана набавке је еквивалентно 15 дана продаје (30 дана x 0,50).

У овом примјеру, инвестиција предузећа у нето обртни капитал је 90 дана продаје – калкулација је презентована како слиједи:

| | Дани продаје |
|----------------------------|--------------|
| 1. Готовина | 10 |
| 2. Потраживања | 35 |
| 3. Залихе | 60 |
| 4. Обртна средства (1+2+3) | 105 |
| Минус: обавезе | 15 |
| <hr/> | |
| Нето обртни капитал | 90 |

Изражавање циклуса нето обртног капитала у условима заједничког називника - *данима њродаје*, омогућава адекватан начин илустровања важности ефикасног управљања обртним капиталом.

У претходном примјеру, инвестиција у нето обртни капитал је 90 милиона КМ (милион КМ продаје по дану x 90 дана продаје). Свако једнодневно повећање (опет, мјерено у данима продаје) у дужини циклуса нето обртног капитала (или „цјеговода” из нашег примјера) повећава инвестиције у нето обртни капитал за милион КМ. Слично, свако једнодневно смањење умањује неопходну инвестицију за милион КМ. Смањења у циклусу нето обртног капитала се постижу кроз ефикасније управљање готовином, по-

⁴ Набавну вриједност продатих производа користимо јер у реалним околностима предузеће може водити агресивну политику продајних цијена те би у тој ситуацији коришћење прихода од продаје у овој калкулацији дало неупотребљив резултат и овај приступ анализи финансијских показатеља учинило неадекватним.

траживањима и залихама, или, с друге стране, на већу потребу за кредитним средствима.

Ова методологија је такође корисна за предвиђање ефеката раста прихода од продаје (повећање пречника „цјевовода“). На примјер, ако се продаја по дану повећа 30% на 1,3 милиона КМ, инвестиција у нето обртни капитал предузећа се повећава са 90 милиона КМ на 117 милиона КМ (1,3 милиона КМ продаје по дану \times 360 дана). У овом случају, 90 дана продаје, или 25% од сваке продаје се инвестира у нето обртни капитал. Према томе, повећање годишње продаје са 360 милиона КМ на 468 милиона КМ (1,3 милиона КМ продаје по дану \times 360 дана) захтијева повећање нето обртног капитала за 27 милиона КМ ($=117-90$ милиона КМ). Повећање нето обртног капитала, такође, може бити израчунато множењем промјене у продаји по дану са бројем дана у циклусу нето обртног капитала ($300.000 \text{ КМ} \times 90 \text{ дана} = 27$ милиона КМ).

Уколико је повећање нето обртног капитала од 27 милиона КМ плус улагања у основна средства и потребна отплата дуга мања од нето добити предузећа плус амортизација, резултат је негативан новчани ток. Ово помаже у илустрацији како пословни раст предузећа може генерисати добит и имати „успјешан“ биланс, а у исто вријеме предузећу је веома тешко одржавати ликвидност, или чак може бити неликвидно.

4. Повремена обртна имовина наспрот трајној обртној имовини

Обртна имовина (обртна средства) укључује готовину и друга средства од којих се очекује да буду претворени у готовину, продата или потрошена у току године дана. Врло често смо у дилеми да ли ово имплицира да обртна имовина треба увијек бити финансирана обавезама сличног доспијећа. Одговор је *не*: износи обртне имовине који се појављују у билансу стања предузећа односе се на специфична средства која постоје од одређеног датума. Иако се од ових специфичних обртних средстава очекује да буду претворена у готовину, продана или потрошена у току године, не значи нужно да резултирајућа готовина може бити кориштена за отплаћивање доспјелих обавеза. То зависи од тога да ли ће обртна средства бити одмах замијењена. У том смислу, у литератури се говори и о обртном капиталу (Van Horne, 1997) као разлици између ликвидних средстава (*генерисаних продајом и, зајим, најлакшом потраживања*) и краткорочних обавеза. Поменути аутор сматра да се термин обртни капитал превасходно користи као рачуноводствена творевина, те да тај термин описује категорију пословних одлука које се односе на специфичне врсте ликвидних средстава и краткорочне обавезе. Дакле, било да говоримо о обртној имовини или обртном капиталу, јасно

је да је у питању дио средства неке компаније од којих се очекује да у наредном периоду буду конвертована у готовину, продата или потрошена у току године дана, а истовремено треба да буду финансирана из извора који доспијевају у року дужем од годину дана. Отуда и потреба за дефинисањем „повремене” и „трајне” обртне имовине.

„Повремена” обртна имовина (повремена обртна средства), као што су сезонска повећања у залихама и потраживањима, неће бити надомјештена одмах у тренутку када буде претворена у готовину. Према томе, готовина која је генерисана конверзијом ових средстава у готовину може бити кориштена за отплаћивање краткорочних банкарских зајмова који су били кориштени за финансирање повременог повећања у обртним средствима. Такви зајмови се називају и „само-ликвидирајућим” зајмовима. Они се обично користе за финансирање сезонских активности коришћењем тзв. сезонских кредитних линија. Модел отплате таквих краткорочних зајмова је тај да обртна имовина која се отплаћује неће бити замијењена у тренутку када буде претворена у готовину.

Када обртна средства морају бити одмах замијењена, као у случају не-сезонских операција, вјероватно неће преостати доступне готовине за отплату зајмова, осим у случају када се позитивни новчани ток остварује од профитабилних пословних операција.

„Трајна” обртна имовина представља дио обртне имовине који је трајно везан у циљу одржавања континуитета пословног процеса. По правили, она одмах након конвертовања у готовину мора бити надомјештена ради одржавања континуитета пословних активности.

5. Краткорочно на супрот дугорочног финансирања обртне имовине

Проблематика финансирања обртне имовине третирана је на адекватан начин и у условима реалног социјализма, гдје аутори (Родић, 1986) наглашавају да обим аутономних извора мора да буде мањи од обима ангажованих обртних средстава, а то значи да се дио обртних средстава (која, у ствари, представљају стална или трајна обртна средства) мора финансирати из дугорочних извора. Отуда финансијска стратегија и тактика дугорочних извора и финансијска стратегија и тактика дугорочних улагања у основна средства и дугорочне пласмане мора имати за резултат да стална обртна средства буду покривена дугорочним изворима.

Најчешће, потреба за трајним обртним средствима се нарочито јавља у предузећима која убрзано расту. Зајмови за финансирање трајне обртне имовине нису „само-ликвидирајући”, јер се та средства континуирано замјењују. За боље разумијевање покушајмо замислити велику робну кућу

која послује без залиха. Иако се залихе свакодневно продају, оне се континуирано замјењују новим поруцбинама. Другим ријечима: „цјевовод” је увијек пун док се о томе у предузећу води брига и док менаџмент савјесно обавља своју улогу. Генерално, за већину предузећа потребан је одређен број година за остваривање довољног новчаног тока за отплату зајмова кориштених за финансирање трајних средстава, укључујући не само фиксна средства, већ и трајна обртна средства. Према томе, одлуке везане за услове финансирања за трајна обртна средства не требају бити засноване на трајању средстава која се финансирају – већ обавезно на новчаном току доступном за отплату дуга.

Повремене осцилације у обртној имовини могу бити финансиране краткорочним „само-ликвидирајућим” зајмовима који се отплаћују након конверзије имовине у готовину. На примјер, произвођач играчака обично добија наруџбе за већину своје продаје током љетних мјесеци са роковима доставе у октобру или новембру за божићну сезону. Уколико предузеће жели да произведе већину наведене наруџбе прије рока испоруке, неопходно је да затражи и да добије краткорочни банкарски зајам за финансирање повећања залиха док се роба не испоручи, а затим и наплати. Испорука готових производа малопродаји током јесењих мјесеци индукује повећање потраживања за испоручену робу од малопродаје. Када потраживања буду наплаћена, новац ће бити кориштен за отплату банкарских зајмова јер залихе и потраживања из редовног пословања не захтијевају промптно финансирање.

Ово је класичан примјер „само-ликвидирајућег” зајма који се отплаћује кроз конверзију средстава у готовину. Ово се неће десити са трајним обртним средствима предузећа – залихама и потраживањима која се континуирано замјењују. Као што је претходно наведено, отплата зајмова која се односи на трајна обртна средства, као и на фиксна средства као што су земљиште, зграде и опрема, може се само очекивати од новчаног тока који произилази од профитабилног кориштења средстава, који се за профитабилна предузећа дешава једном у периоду од више година.

Логична импликација ове анализе јесте да повјериоци морају направити јасну разлику између повременог и трајног раста обртне имовине и у складу са тим креирати политике. Нажалост, пракса је показала да многи повјериоци у фокусу имају појам доспијећа, те су неспремни да одобравају дугорочне зајмове за финансирање залиха и потраживања иако се континуирано занављају.

Према овом схватању, важи конвенционална „мудрост” да обртна имовина треба бити финансирана краткорочним изворима, а фиксна имовина дугорочним изворима.

Међутим, из перспективе отплате, трајна обртна средства су једнако „дугорочна” као земљиште, зграде и опрема и требају бити финансирани на сличан начин. Многа предузећа користе краткорочне зајмове за финансирање не само повремених осцилација у обртним средствима, већ и трајних обртних средстава која се континуирано замјењују. Један од разлога за овај приступ је тај да краткорочне каматне стопе имају тенденцију да буду ниже од дугорочних каматних стопа. Према томе, краткорочно финансирање може бити јефтиније.

Краткорочне зајмове је обично лакше добити, посебно за мала предузећа која немају једноставан, трошковно ефикасан приступ тржиштима капитала. Штавише, менаџмент малих предузећа и њихови повјериоци (банке) врло често не праве јасну разлику између повремениог финансирања и трајне обртне имовине.

Наравно, проблем са кориштењем краткорочних зајмова за финансирање трајних обртних средстава је тај да зајмови морају бити континуирано обнављани пошто отплата неће никада бити могућа по основу конверзије нпр. залиха у готовину. За многа предузећа, посебно она која су слабо капитализована, способност континуираног обнављања краткорочних кредита може бити упитна и зависити од пословног резултата и условима кредитног окружења. Када су кредитни услови строги или када економија биљежи слабе резултате, банке нерадо пристају да континуирано обнављају краткорочне зајмове.

Један од значајнијих проблема који произилази из финансијске кризе из 2007. и 2008. године био је колапс кредитних тржишта који је за многа предузећа значио нестанак могућности финансирања редовног пословања из банкарских кредита. Предузећа која су се у претходном периоду радо ослањала на краткорочне кредите за финансирање трајних обртних средстава била су суочена са чињеницом да су кредити доспјели и то без могућности њиховог обнављања.

6. Финансијски раст у продаји и средствима

Као што се може видјети из претходно реченог, за предузећа која биљеже раст, финансирање трајних обртних средстава представља још већи изазов. Наиме, у случају растућих предузећа, залихе и потраживања која се конвертују у готовину одмах се занављају, чак и са већим износима залиха и потраживања као један од начина подршке расту продаје. Све док се продаја предузећа и експанзија обртне имовине не смањи или изједначи, до фактичке отплате не може доћи (видјети: Higgins, 1977, 1981, затим Johnson, 1981. и Kester 2002). Повећање у нето обртном капиталу предузећа

и другим средствима потребним за подршку расту продаје најчешће превазилази исказану добит предузећа у финансијским извјештајима, што за резултат има негативан новчани ток и потребу за још више извора екстерног финансирања.

Нажалост, многе банке, које су и највећи повјериоци, преферирају редовне континуиране периодичне отплате главнице. Ова пракса је, у суштини, контрадикторна са циљем финансирања нето обртним капиталом пошто отплата кредита црпи готовину дужника у вријеме када је та готовина пријекно потребна за наставак пословног раста. У таквим ситуацијама револвинг кредитни аранжмани, који дозвољавају дужнику да посуђује веће износе током периода раста и одлажу исплате зајма док раст не успори, били би одговарајућа пракса. Наравно, најтежи дио преговарања и структурирања револвинг аранжмана јесте сама процјена дужине периода раста током којег се исплаћују само камате, као и дужине накнадног периода отплате главнице. Оваква процјена захтијева детаљне пројекције финансијских извјештаја и релевантну подршку у смислу достављања вјеродостојних и провјерљивих информација од стране дужника у погледу будућих пословних планова.

Дакле, повјерилац мора имати њовјерење у способност позајмљивача да постигне предвиђене резултате, а то је у савременим условима пословања веома тешко постићи на утемељен начин.

7. Анализа праксе финансирања обртне имовине у Републици Српској

Да бисмо на одговарајући начин процијенили кредитно окружење у Републици Српској, које се односи на тему овог рада, спровели смо истраживање на узорку од осам комерцијалних банака које послују у Бањој Луци. Упитник који је упућен банкама био је конципиран у правцу прикупљања информација о њиховим кредитним политикама и пракси финансирања нето обртних средстава. Шест банака из узорка је одговорило на наш захтјева за испуњавање упитника, што је резултовало стопом одговора од 75 %.

Прво питање је било усмјерено ка дефинисању приближних процена та комерцијалних кредита (привреди) који су пласирани за финансирање обртних средстава. Процент ових кредита се креће од 21 до 70%, од банке до банке, тј. просјечно 51,2%.

Дакле, може се извести јасан закључак да су комерцијални кредити за финансирање обртних средстава важни у кредитном портфолију банака у Бањој Луци.

У наредном питању затражили смо од банкара да укажу на проценте комерцијалних кредита који су пласирани у сврху финансирања обртних средстава која се користе као „повремена обртна средства”, те колико је пласирано кредита за финансирања обртних средстава која се користе као „стална обртна средства”. Према добијеним одговорима, просјечно 55,4% пласираних кредита за финансирање обртних средстава се користе за финансирање повремених обртних средстава. Проценти су се, од банке до банке, кретали у износу од 30% до 85%. Преосталих 44,6% пласираних кредита кориштено је за финансирање трајних обртних средстава.

Што се тиче извора средстава који се користе за отплату кредита намијењених за финансирање повремених обртних средстава, 60% испитаника је изјавило да према њиховим сазнањима ови кредити бивају отплаћени готовином која је резултат конверзије поменутих средстава у готовину: дакле, углавном продајом залиха. За ове кредите, 83,3% анкетираних банкара тврди да доспијевају у року краћем од једне године.

Међутим, када су у питању кредити за финансирање трајних обртних средстава, само 20% испитаника је изјавило да ови кредити бивају отплаћени из позитивног новчаног тока као резултата профитабилног пословања дужника. Остатак од 80% испитаника указује да се кредити намијењени за финансирање трајних обртних средстава такође отплаћују конверзијом поменутих средстава у готовину! Овај резултат јасно указује на неразумијевање и погрешну перцепцију извора готовине који би требали бити кориштени за отплату кредита пласираних у сврху финансирања трајне обртне имовине.

Због овог неразумијевања елементарних правила финансирања, у пракси се може очекивати да банкари прихватају кредитне захтјеве клијената који намјеравају да трајна обртна средства финансирају краткорочним кредитима. Наведено потврђује и чињеница да 83,3 % анкетираних банкара наводи да су условима за одобравање кредита за финансирање сталних обртних средстава наведени рокови поврата краћи од једне године. Самим тим, логично је очекивати обнову захтјева за оваквим кредитима или чак захтјева за репрограме и рефинансирање јер клијенти објективно неће моћи да измирују доспјеле обавезе па наведеним кредитима. Само 16,7% анкетираних банкара наводи да се кредити за финансирање трајних обртних средстава одобравају на период дужи од једне године. Узимајући наведене ставове у обзир, не изненађује податак Централне банке БиХ, да је за првих девет мјесеци 2014. године учешће некавалитетних кредита у укупним кредитима износило 16,08%, што је за 0,99% више него за исти период 2013. године. Погоршање квалитета кредитног портфолија у претходним перио-

дима је нарочито било изражено у сектору правних лица, док погоршање квалитета кредитног портфолија становништва није било евидентирано. (<http://www.nezavisne.com/posao/privreda/Visok-udio-nenaplativih-kredita-u-BiH-279984.html>)

Као што је раније поменуто, финансирање трајних обртних средстава може бити велики изазов за компаније које се суочавају са значајним растом продаје. У таквим ситуацијама, дугорочни кредитни аранжмани, као што су револвинг кредити који омогућавају позајмљивања веће количине новца током периода раста уз одложену отплату може бити прикладније рјешење. У нашем истраживању, 83,3% анкетираних банкара навело је да за брзорастуће компаније уобичајени кредитни услови могу да подразумијевају финансирање раста сталних обртних средстава у роковима краћим од годину дана.

И други аутори који су елаборирали ову проблематику дошли су до сличних резултата. (Погледати: Пољашевић, 2011). Истраживање овог аутора, које је проведено на предузећима која се котирају на службеном тржишту Бањалучке берзе, показало је низак степен слагања нето обртних средстава и профитабилности, тј. код посматраних предузећа у периоду од 2007. до 2009. године нето обртна средства нису значајно утицала на профитабилност. Аутор као разлоге који су довели до оваквих резултата наводи различиту структуру обртне имовине, краткорочних обавеза, те начин финансирања нето обртних средстава.

У наредном периоду реално је очекивати да одређени број предузећа у Републици Српској која у својим билансима исказују добит уђе у зону неликвидности. Разлози за такав расплет могу бити објашњени и резултатима кратког истраживања праксе финансирања обртне имовине у Републици Српској којег су провели аутори овог текста.

8. Закључак

Пракса показује да постоји мало, или готово нимало интереса од стране предузетника - оснивача за анализу потребних додатних инвестиција за подршку континуитету раста прихода од продаје након што је пословање покренуто и а предузеће је постало успјешно. Неуспјех у препознавању потребног квантитета и структуре оптималних извора додатних средстава потребних за подршку расту може доћи као велико изненађење које врло често доводи до непремостивих финансијских проблема, кашњења са отплатама доспјелих кредита или чак отварања стечајног поступка на иницијативу повјерилаца. Једноставно речено: било које успјешно предузеће његов неконтролисан раст може релативно лако довести до стечаја.

Да би разумјели како предузеће може исказивати добит и имати „успјешан” биланс, а у исто вријеме веома тешко одржавати ликвидност или чак бити неликвидно, морамо потпуно разумјети суштинску разлику између рачуноводствено исказаног прихода и новчаног тока предузећа. По правилу, новчани ток је ријетко кад једнак нето добити.

Нето обртни капитал и друге потребе средстава већине произвођача, малопродаје и велепродаје су такве да раст продаје често резултира недовољно издашним приливом готовине и потребом за екстерним финансирањем. Што је већи раст продаје, проблем је озбиљнији. Као резултат, дужници и повјериоци су суочени са континуираним захтјевима за обновом кредита и додатним кредитима.

Повјериоци би требали јасно разликовати повремени од трајног раста обртне имовине и у складу са тим креирати политике кредитирања. Нажалост, пракса је показала да многи повјериоци у фокусу имају појам доспијећа, те су неспремни да одобравају дугорочне зајмове за финансирање залиха и потраживања иако се континуирано занављају. Према овом схватању, важи конвенционална „мудрост” да обртна имовина треба бити финансирана краткорочним изворима, а фиксна имовина дугорочним изворима.

Међутим, из перспективе отплате, трајна обртна средства су једнако „дугорочна” као земљиште, зграде и опрема и требају бити финансирани на сличан начин. Многа предузећа користе краткорочне зајмове за финансирање не само повремених осцилација у обртним средствима, већ и трајних обртних средстава која се континуирано замјењују. Један од разлога за овај приступ јесте тај да краткорочне каматне стопе имају тенденцију да буду ниже од дугорочних каматних стопа. Према томе, краткорочно финансирање може бити јефтиније.

Повећање у нето обртном капиталу предузећа и другим средствима потребним за подршку расту продаје најчешће превазилази исказану добит предузећа у финансијским извјештајима, што за резултат има негативан новчани ток и потребу за још више извора екстерног финансирања. Нажалост, многе банке, које су и највећи повјериоци, преферирају редовне континуиране периодичне отплате главнице.

Процјена дужине периода раста током којег се исплаћују само камате, као и дужине накнадног периода отплате главнице, сама по себи би захтијевала детаљне пројекције финансијских извјештаја и релевантну подршку у смислу достављања вјеродостојних и провјерљивих информација од стране дужника у погледу будућих пословних планова.

У нашем истраживању 83,3% анкетираних банкара навело је да за брзо растуће компаније уобичајени кредитни услови могу да подразумевају финансирање раста сталних обртних средстава у роковима краћим од го-

дину дана. У наредном периоду реално је очекивати да одређени број предузећа у Републици Српској која у својим билансима исказују добит уђу у зону великвидности. Разлози за такав расплет могу бити објашњени и резултатима кратког истраживања праксе финансирања обртне имовине у Републици Српској којег су провели аутори овог текста.

Литература

- Higgins, R. C. (1981). Sustainable Growth Under Inflation. *Financial Management*, 10 (4), pp. 36-40.
- Higgins, R. C. (1977). How Much Growth Can a Firm Afford?, *Financial Management*, 6, (3), pp. 7-16
- Johnson, D. J. (1981). The Behavior of Financial Structure and Sustainable Growth in an Inflationary Environment. *Financial Management*, 10, (4), pp. 30-35.
- Kester, G. W. (2002). How Much Growth Can Borrower Sustain?. *The RMA Journal*, 84, (10), pp. 49-53.
- Kester, G. W. (1992). Why Borrowers Become Profit Rich and Cash Poor. *The Journal of Commercial Bank Lending*, 74, (2), pp. 45-53.
- Kester, G. W. and Radivojac, G. (2013). The Modern Paradigm of Borrowing as a Lesson Learned During the Global Financial Crisis, *Acta Economica* 11, (18), pp. 239-252.
- Kester, G.W., Scott A. H., and Kipling M. P.. (2004). How Much Debt Can a Borrower Afford?. *The RMA Journal*, 87, (3), pp. 46-51.
- Пољашевић Ј. (2011). Утврђивање и одржавање профитабилног нивоа нето обртних средстава. *Acta ekonomika*, 9, (14), стр. 169-200.
- Родић, Ј. и Марковић И. (1986). *Пословне финансије са програмом финансијске консолидације*. Београд: Савремена администрација.
- Schlosser, M. (1989). *Corporate finance – a model building approach*. Hemel Hempstead: Prentice Hall International.
- Van Horne, J C. (1997). *Financijsko upravljanje i politika*. Zagreb: MATE.
- <http://www.nezavisne.com/posao/privreda/Visok-udio-nenaplativih-kredita-u-BiH-279984.html>