

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

**NAČRTOVANJE IN UPRAVLJANJE Z DENARNIM TOKOM V
PROIZVODNEM PODJETJU**

Ljubljana, september 2016

ALJOŠA CEJ

IZJAVA O AVTORSTVU

Podpisani Aljoša Cej, študent Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, avtor predloženega dela z naslovom Načrtovanje in upravljanje z denarnim tokom v proizvodnem podjetju, pripravljenega v sodelovanju s svetovalcem prof. dr. Aljošo Valentinčičem

IZJAVLJAM

1. da sem predloženo delo pripravil samostojno;
2. da je tiskana oblika predloženega dela istovetna njegovi elektronski obliki;
3. da je besedilo predloženega dela jezikovno korektno in tehnično pripravljeno v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani, kar pomeni, da sem poskrbel, da so dela in mnenja drugih avtorjev oziroma avtoric, ki jih uporabljam oziroma navajam v besedilu, citirana oziroma povzeta v skladu z Navodili za izdelavo zaključnih nalog Ekonomske fakultete Univerze v Ljubljani;
4. da se zavedam, da je plagiatorstvo – predstavljanje tujih del (v pisni ali grafični obliki) kot mojih lastnih – kaznivo po Kazenskem zakoniku Republike Slovenije;
5. da se zavedam posledic, ki bi jih na osnovi predloženega dela dokazano plagiatorstvo lahko predstavljalo za moj status na Ekonomski fakulteti Univerze v Ljubljani v skladu z relevantnim pravilnikom;
6. da sem pridobil vsa potrebna dovoljenja za uporabo podatkov in avtorskih del v predloženem delu in jih v njem jasno označil;
7. da sem pri pripravi predloženega dela ravnal v skladu z etičnimi načeli in, kjer je to potrebno, za raziskavo pridobil soglasje etične komisije;
8. da soglašam, da se elektronska oblika predloženega dela uporabi za preverjanje podobnosti vsebine z drugimi deli s programsko opremo za preverjanje podobnosti vsebine, ki je povezana s študijskim informacijskim sistemom članice;
9. da na Univerzo v Ljubljani neodplačno, neizključno, prostorsko in časovno neomejeno prenašam pravico shranitve predloženega dela v elektronski obliki, pravico reproduciranja ter pravico dajanja predloženega dela na voljo javnosti na svetovnem spletu preko Repozitorija Univerze v Ljubljani;
10. da hkrati z objavo predloženega dela dovoljujem objavo svojih osebnih podatkov, ki so navedeni v njem in v tej izjavi.

V Ljubljani, dne _____

Podpis študenta: _____

KAZALO

UVOD	1
1 IZKAZ DENARNIH TOKOV.....	2
1.1 Opredelitev denarnih tokov	2
1.2 Zgodovina in razvoj izkaza denarnih tokov kot ga poznamo danes	2
1.3 Pomen izkaza denarnih tokov in njegovo sestavljanje	4
1.3.1 Vrste denarnih tokov v izkazu denarnih tokov	5
1.3.2 Sestavitev izkaza denarnih tokov	6
1.3.3 Neposredna metoda sestavljanja izkaza denarnih tokov (različica I)	7
1.3.4 Posredna metoda sestavljanja izkaza denarnih tokov (različica II)	7
1.3.5 Skrajšana posredna metoda sestavljanja izkaza denarnih tokov	8
1.3.6 Denar in denarni ustrezniki	9
1.3.7 Pet korakov sestavljanja izkaza denarnih tokov po posredni metodi.....	9
1.3.8 Uporabniki izkazov denarnih tokov	10
1.4 Druga merila denarnega toka.....	11
1.4.1 Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA).....	11
1.4.2 Prosti denarni tok	12
2 UPRAVLJANJE Z DENARNIM TOKOM	14
2.1 Finančna funkcija v podjetju	14
2.2 Analiza podjetja s poudarkom na denarnih tokovih	15
2.2.1 Dejavniki ali gonilniki denarnega toka	17
2.2.1.1 Rast in denarni tok.....	19
2.2.1.2 Poslovni, finančni in celotni vzvod.....	19
2.2.1.3 Prodajna marža in denarni tok.....	20
2.2.1.4 Obratni kapital in denarni tok	21
2.3 Načrtovanje denarnih tokov	24
2.3.1 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov	26
2.3.1.1 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri poslovanju	26
2.3.1.2 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri naložbenju	27
2.3.1.3 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri financiranju	29
2.3.2 Kratkoročno načrtovanje (predračunavanje) denarnih tokov.....	29
2.3.2.1 Predračun denarnih tokov pri poslovanju.....	30
2.3.2.2 Predračun denarnih tokov pri investiranju	34
2.3.2.3 Predračun denarnih tokov pri financiranju.....	34
2.3.2.4 Predračunski izkaz denarnih tokov po neposredni metodi.....	34
2.3.3 Previdnostna (likvidnostna) rezerva.....	35
2.3.4 Viri financiranja in optimalna finančna struktura	36
2.3.4.1 Viri financiranja v podjetju	36
2.3.4.2 Optimalna finančna struktura virov v podjetju	39

2.4	Obvladovanje denarnega toka	40
2.4.1	Upravljanje s tveganji	41
2.4.1.1	Finančna tveganja	42
	SKLEP.....	44
	LITERATURA IN VIRI.....	46
	PRILOGE	

UVOD

Ideja za naslov diplomskega dela izhaja iz posledic, ki jo je na slovenska podjetja imela zadnja velika gospodarska in finančna kriza. Dnevno so nas mediji obveščali o prezadolženih in nesolventnih podjetjih ter o kreditnem krču pri bankah. Podjetja so se morala soočiti s padanjem naročil kupcev, povečano plačilno nedisciplino in povečanimi zahtevami bank po vračanju kratkoročnih posojil, ki so jih v prejšnjih letih redno obnavljale. Krizne razmere so imele izrazit negativen vpliv tako na denarne tokove iz poslovanja (nižji prihodki in daljši dnevi vezave terjatev), kot na denarne tokove iz financiranja. Zaradi omejenega kreditiranja bank so podjetja težje uravnavala nihanja pri denarnih tokovih iz poslovanja in investiranja, denarni tokovi iz financiranja so izgubili svojo vlogo amortizerja (Peterlin & Glavina, 2009, str. 127), upravljanje z denarnimi tokovi, zlasti s poslovnimi, je pridobilo na pomenu. V okviru tega je načrtovanje denarnih tokov eno od najboljših orodij za zmanjševanje verjetnosti kratkoročne in dolgoročne plačilne nesposobnosti, saj podjetju omogoča pravočasno ukrepanje, ki je lahko upravljanje presežkov ali priskrba potrebnih denarnih sredstev.

Namen diplomskega dela je celovit pregled upravljanja z denarnimi tokovi v proizvodnem podjetju s poudarkom na načrtovanju. Po moji oceni je namreč ta tema v vsakdanjo prakso podjetij relativno slabo vpeljana. Denarni tokovi se v podjetjih sestavljajo in načrtujejo zlasti za zunanje poslovno poročanje, premalo pa je v podjetjih znanja o dejavnikih, ki na denarni tok vplivajo, pogosto se zanemarija pomen čistih obratnih sredstev. O zapostavljenosti denarnih tokov priča tudi dejstvo, da tudi novi Slovenski računovodski standardi 2016 še niso predpisali izkaza denarnih tokov kot obvezen sestavni del letnega poročila za vsa podjetja. Da je na področju denarnih tokov še nezadovoljivo razvita teorija, še manj pa praksa, govori tudi Bergant (2012b, str. 165).

Diplomsko delo sem razdelil na dva dela, v prvem se osredotočim na sam izkaz, v drugem pa obdelam upravljanje denarnih tokov v proizvodnem podjetju. V prvem delu opišem zgodovinski razvoj izkaza denarnih tokov, naštejem in opišem tri vrste denarnih tokov, ki se v izkaz vključujejo ter v naslednjih točkah prikažem metode in postopke sestavljanja izkaza denarnih tokov. Prvi del zaključim s predstavitvijo dveh alternativnih meril za denarni tok, EBITDA in prosti denarni tok. Drugi del začnem z opisovanjem pomena in nalog finančne funkcije in finančnika v podjetju, nadaljujem z analizo in opredelitvijo ključnih dejavnikov denarnih tokov ter se nato posvetim načrtovanju denarnih tokov posebej na dolgi in kratek rok.

Vire za pisanje diplomskega dela sem iskal v slovenski in tuji literaturi, zakonodaji, revijah, strokovnih člankih, v številnih dokumentih, ki so dostopni na spletu. Zlasti v točkah o načrtovanju in financiranju sem poleg navedenega uporabljal tudi podatke in interna gradiva proizvodnega podjetja, ki ga bom zaradi zagotovitve tajnosti podatkov

imenoval Podjetje. V Podjetju sem se lahko tudi seznanil s fazami in postopki načrtovanja, kar sem uporabil v mojem diplomskem delu.

1 IZKAZ DENARNIH TOKOV

1.1 Opredelitev denarnih tokov

V večini pomembnih svetovnih računovodskih standardih (ameriška splošno sprejeta računovodska načela (angl. *Generally accepted accounting principles*, v nadaljevanju GAAP), mednarodni standardi računovodskega poročanja (MSRP) (angl. *International Financial Reporting Standards – IFRS*) in drugih), kot tudi v Slovenskih računovodskih standardih (v nadaljevanju SRS) je izkaz denarnih tokov temeljni računovodski izkaz, ki prikazuje spremembo stanja denarnih sredstev oziroma **denarne tokove**, ki jih sestavljajo prejemki in izdatki. Prejemki so neposredna povečanja denarnih sredstev, ki nam dajo informacijo o višini in viru (iz poslovanja, investiranja, financiranja) prejetih sredstev. Izdatki so neposredna zmanjšanja denarnih sredstev, ki nam dajo informacijo o višini in namenu izplačanih sredstev. Razlika med višino prejemkov in izdatkov v obračunskem obdobju je sprememba denarnih sredstev, ki je v izkazu denarnih tokov prikazana skupaj z začetnim in končnim stanjem denarnih sredstev tega obdobja. Kodeks poslovnofinančnih načel (v nadaljevanju KPN) (1997, str. 5–6) poleg denarnih tokov opredeljuje še **poslovne tokove**, ki so vsaka sprememba bilančnih ali zunajbilančnih sredstev in/ali obveznosti, **finančne tokove**, ki so tokovi (pritoki in odtoki) vseh sredstev in obveznosti do virov sredstev razen poslovnoizidnih tokov, **poslovnoizidne tokove**, ki so prihodki in odhodki in vplivajo na poslovni izid podjetja ter **tokove gibanja sredstev**, ki so tokovi priskrbe in porabe sredstev podjetja.

Finančni tok je širša kategorija kot denarni tok, saj je opredeljen kot vsaka sprememba sredstev ne glede na to, ali je sprememba sredstev denarna ali nedenarna. Vsak denarni tok je hkrati tudi finančni tok, ni pa vsak finančni tok denarni tok. To razliko na tem mestu navajam zato, ker sta izraza v literaturi pogosto uporabljena v povezavi z denarnim tokom, se pa izraz finančni tok z uveljavitvijo SRS 2006 ne uporablja več, ostaja denarni tok in izkaz denarnih tokov, ki prikazuje spremembe stanja denarnih sredstev.

1.2 Zgodovina in razvoj izkaza denarnih tokov kot ga poznamo danes

Izkaz denarnih tokov (v nadaljevanju IDT) je eden najmlajših računovodskih izkazov, kot predpisana sestavina računovodskih poročil se pojavlja od druge polovice 20. stoletja, ko je dobil najnovejšo obliko v vodilnih svetovnih računovodskih standardih. Ker je večina različic, ki so se pojavljale do leta 1987 prikazovala spremembe sredstev (angl. *Funds*) podjetja, bom v nadaljevanju le-te imenoval izkaze finančnih tokov (v nadaljevanju IFT). Prvi zametki IFT so se razvili v ZDA že v devetnajstem stoletju. Razvijala in objavljala so jih podjetja sama, med njimi ni bila mogoča primerjava, saj so jih sestavljala in objavljala

vsaj v treh oblikah, in sicer kot tokove vseh sredstev in obveznosti, tokove obratnih sredstev ali tokove čistih obratnih sredstev. Čeprav so se poročila o tokovih pojavljala že prej (podjetje Northern Central Railroad leta 1863, podjetji Missouri Pacific Railroad in Iron Mountain and Southern Railway leta 1893) se za začetnika izkaza finančnih tokov šteje poročilo podjetja U.S. Steel Corporation iz leta 1902 (dopolnjeno leta 1903), ki je opredelilo finančna sredstva za plačevanje (angl. *funds*) kot pozitivno razliko med obratnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi ter sestavilo izkaz imenovan povzetek finančnih operacij na celotnem premoženju (angl. *Summary of Financial Operations of all Properties*). Izkaz je imel osnovo v dobičku pred obdavčitvijo, ki se je popravljala s postavkami iz izkaza poslovnega izida in bilance stanja, precej nazorno pa je prikazoval tudi razporeditev denarnih sredstev. Takšna oblika se uporablja še danes, poznana je kot posredna metoda. Izkaz je bil sestavljen za pomoč pri odločanju v podjetju, pomembna je bila njegova namembnost, ne struktura in ni bil namenjen širši javnosti. Šele kasneje so zaradi pomembnih informacij, ki jih je vseboval za lastnike, investitorje in druge, začeli izkaz sestavljati tudi v druge namene (Comiskey & Mulford, 2005, str. 38–39).

Do pospešenega razvoja je kasneje prišlo od šestdesetih let 20. stoletja dalje, ko je Ameriški inštitut potrjenih računovodskih strokovnjakov (angl. *American Institute of Certified Public Accountants – AICPA*) bil zadolžen za oblikovanje in sprejemanje GAAP. To je okvir računovodskih standardov, pravil in postopkov, opredeljenih s strani strokovne računovodske industrije, ki so ga sprejele skoraj vse javne delniške družbe v ZDA. Pod okriljem AICPA je v letu 1963 v ZDA Komisija za računovodska načela (angl. *Accounting Principles Board – APB*) izdala Stališče št. 3 o IFT. Obravnavalo je izkaz virov in uporabe sredstev (angl. *The Statement of Sources and Application of Funds*), ki je bil sestavljen po posredni metodi in je bil neobvezen a zaželen dodatek k letnemu poročilu podjetja. Leta 1971 je APB, s Stališčem št. 19 nadomestil prejšnji izkaz z izkazom sprememb finančnega stanja (angl. *The Statement of Changes in Financial Position*) in ga prvič, poleg bilance stanja in izkaza poslovnega izida, opredelila kot temeljni računovodski izkaz in sestavni del letnega poročila. Zaradi nedorečene definicije finančnih sredstev, so sestavljalci finančnega izkaza uporabljali različne pristope, kar je vodilo v neprimerljivost izkazov in zahtevalo naslednji korak, ki ga je novembra 1987 s Stališčem št. 95 (angl. *Financial Accounting Standards No. 95*, v nadaljevanju FAS 95) naredil Zvezni odbor za računovodske standarde (angl. *Financial Accounting Standards Board – FASB*)¹ z izdajo novega izkaza z imenom **izkaz denarnih tokov** (angl. *The Statement of Cash Flow*) ter pripravil dve dovoljeni obliki poročanja, posredno in neposredno, pri čemer je priporočil neposredno. Novi izkaz je bistveno zmanjšal fleksibilnost prejšnje različice APB-ja in je tako povečal primerljivost med podjetji. FAS 95 je tudi določal, da je v izkazu denarnih tokov lahko zaveden samo denar in denarni ustrezniki, pri čemer se je z ustrezniki razumelo samo tiste oblike sredstev, ki jih je mogoče spremeniti v denar prej kot v treh

¹ Financial Accounting Standards Board – FASB, ki deluje pod okriljem American Institute of Certified Public Accountants – AICPA je leta 1973 nadomestil Accounting Principles Board – APB

mesecih. Oblikovan je bil izkaz, ki nazorno prikaže vire in razporeditev najbolj likvidnih oblik sredstev podjetja v določenem obdobju. Poleg tega je na preglednejši način predstavil denarni tok pri različnih dejavnostih podjetja, poslovni, investicijski in finančni ter je pomagal oceniti, ali je podjetje sposobno generirati dovolj finančnih sredstev iz svojega delovanja za poplačilo svojih obveznosti.

Med predpisanimi izkazi denarnih tokov po standardih GAAP (ASC 230 – Accounting Standards Codification Topic 230), MRSP 7 in SRS 22 (2016) danes ni velikih razlik, vsi so razdeljeni na podbilance poslovanja, naložbenja, financiranja ter podbilanco končnega stanja sredstev, pri vseh je dovoljena posredna in neposredna metoda, ki jo vsi standardi priporočajo, izkaz denarnih tokov je v vseh treh standardih temeljni računovodski izkaz.

1.3 Pomen izkaza denarnih tokov in njegovo sestavljanje

Novi SRS 22 (2016), enako kot prejšnji SRS 26 iz leta 2006, opredeljuje izkaz denarnih tokov za zunanje poslovno poročanje kot temeljni računovodski izkaz, v katerem so resnično in pošteno prikazane spremembe stanja denarnih sredstev za poslovno leto ali medletna obdobja, za katera se sestavlja. Finančne institucije, dobavitelji, lastniki in drugi uporabniki poslovnih informacij mu v zadnjem času priznavajo vse večji pomen, saj je izkaz, ki uporabniku daje informacije za presojanje, ali ima podjetje dovolj denarnih sredstev za poslovanje, kako jih pridobiva in za katere namene jih porablja. Čeprav spada med enega od najpomembnejših izkazov, je pri letnem poročanju o delovanju podjetja izkaz denarnih tokov pogosto zapostavljen in ni še v celoti zaživel (Bergant, 2004, str. 2).

Podjetja sestavljajo svoje izkaze poslovnega izida in bilanco stanja na podlagi zaračunane realizacije. To je načelo, ki ga vsebujejo tako SRS kot MSRP in pomeni, da se terjatev in prihodek pripoznata v trenutku, ko podjetje izda račun in ne v trenutku, ko je ta tudi plačan. Enako velja tudi za stroške in obveznosti, ki se pripoznajo, ko je blago dobavljeno ali storitev opravljena oziroma, ko podjetje prejme, evidentira in likvidira račun za dobavljeno blago ali opravljeno storitev in ne v trenutku, ko je to blago ali storitev plačana. Prihodki, ki jih pripozna v izkazu poslovnega izida, torej ne pomenijo nujno tudi prilivov na bančni račun, stroški in odhodki pa ne odливov z njega.

Uporabniku izkaz denarnih tokov, skupaj z drugimi obveznimi računovodskimi izkazi, kaže povezavo med uspešnostjo oziroma dobičkonosnostjo podjetja in spremembo sredstev ter likvidnostjo in plačilno sposobnostjo podjetja. Je edini računovodski izkaz na katerega uporaba različnih računovodskih rešitev ali uporaba takoimenovanega »kreativnega računovodenja« pri enakih poslih in drugih poslovnih dogodkih ne vpliva. Podjetje namreč lahko v okviru veljavnih predpisov s spremembami računovodskih usmeritev, kot so spremembe stopenj amortizacije, popravkov vrednosti terjatev ali s spremembo načina vrednotenja sredstev ter z oblikovanjem rezervacij in razmejitev pomembno vpliva na

izkazani poslovni izid ali na izkaz drugega vseobsegajočega donosa oziroma na postavke kapitala v bilanci stanja.

Pri proučevanju denarnih tokov v podjetju se za več zaporednih let ugotavlja spremembe v strukturi izkaza denarnih tokov, ugotavlja se trende, smer in jakost sprememb. Takšno proučevanje je potem, ob upoštevanju strateških načrtov vseh poslovnih funkcij v podjetju, osnova za sestavljanje načrtovanega oziroma predračunskega izkaza denarnih tokov, ki pa ima posebno informacijsko vrednost, saj kaže ali bo podjetju v prihodnosti uspelo zagotavljati pozitiven denarni tok. Pozitiven denarni tok, ne dobiček, pa je pogoj za uspešno poslovanje podjetja v prihodnje.

1.3.1 Vrste denarnih tokov v izkazu denarnih tokov

Izkaz denarnih tokov ima v SRS 22 (2016) predpisano shemo oziroma obliko in je zaporedni izkaz, kjer so izkazani denarni tokovi v obdobju, nastali pri:

- poslovanju (podbilanca A),
- investiranju (naložbenju) (podbilanca B) in
- financiranju (podbilanca C).

Denarni izid v obdobju ter začetno in končno stanje denarnih sredstev v obdobju so izkazani v podbilanci Č. Vsi izdatki so v izkazu denarnih tokov izkazani kot negativne postavke (SRS, 2016, str. 134).

Izkaz denarnih tokov je tudi po Mednarodnih standardih računovodskega poročanja (2016) zaporedni izkaz in je sestavljen iz denarnega toka pri poslovanju, investiranju in financiranju. MRS nalagajo podjetjem poročati o denarnih prejemkih in izdatkih glede na dejavnike poslovanja, financiranja in investiranja ter razvrščanje prejemkov in izdatkov glede na osnovno dejavnost, ki jo podjetja opravljajo, pri čemer pa ne predpisujejo sheme izkaza denarnih tokov.

Denarni tok pri poslovanju kaže tokove (prejemke in izdatke) denarnih sredstev pri vsakodnevnih poslih, ki niso finančni ali naložbeni. Pri poslovni dejavnost podjetje ustvarja prihodke in ima neposredne stroške povezane z ustvarjanjem proizvodov ali opravljanjem storitev. Ti tokovi so na primer (Bajuk Mušič, 2016, str. 47):

- prejemki od kupcev za prodano blago in/ali storitve, ki izvirajo iz prihodkov od prodaje doseženih v tekočem letu ali preteklih letih in prejeta vnaprejšnja plačila (predplačila),
- izdatki dobaviteljem za dobavljeno blago, material, storitve,
- plačilo plač ter prispevkov in davkov na plače in iz plač,
- plačilo najemnin za sredstva, ki se uporabljajo v poslovne namene,
- plačilo zavarovalnih premij, odškodnin ter prejemki za odškodninske zahteve in drugo,

- plačilo in vračilo davkov, carin in podobnega, kar ni mogoče neposredno povezati z dejavnostmi investiranja in financiranja.

Denarni tok pri poslovanju pove, ali je podjetje pri poslovanju ustvarilo denarne tokove, ki bodo zadoščali za plačilo dividend, vračilo posojil in nove naložbe brez zunanjih virov financiranja.

Denarni tok pri investiranju kaže tokove denarnih sredstev pri investicijskih aktivnostih. Pri investiranju podjetje pridobiva ali odtuja dolgoročna sredstva in druge naložbe, ki niso vključene med denarne ustreznike. Ti tokovi so na primer (Bajuk Mušič, 2016, str. 47):

- izdatki za pridobitev nepremičnin, opreme, drugih osnovnih in dolgoročnih sredstev, pa tudi plačilo usredstvenih obresti,
- prejemki od prodanih osnovnih sredstev, naložbenih nepremičnin in drugih dolgoročnih sredstev,
- izdatki za nakup dolžniških ali lastniških finančnih naložb (vključno z naložbami v odvisne družbe, pridružene družbe in skupne podvige) in prejemki v povezavi s prodajo teh instrumentov ter
- izdatki in prejemki v zvezi z danimi posojili.

Denarni tok pri financiranju kaže tokove denarnih sredstev pri finančnih poslih, kot so na primer (Bajuk Mušič, 2016, str. 48):

- prejemki iz izdaje delnic ali drugih kapitalskih instrumentov,
- prejemki in izdatki iz izdaje obveznic ter dobljenih dolgoročnih in kratkoročnih posojil ter
- plačila najemnika za obroke finančnega najema.

1.3.2 Sestavitev izkaza denarnih tokov

Izkaz denarnih tokov za zunanje poslovno poročanje morajo sestavljati podjetja, ki izpolnjujejo kriterije za srednje velike in velike družbe v skladu s 55. členom Zakona o gospodarskih družbah (Ur. l. RS št. 55/2015). Pri tem velja opozoriti, da so se kriteriji za razvrščanje podjetij v velikostne razrede navedeni v tem členu s 01.01.2016 spremenili in da se od 01.01.2016 za sestavljanje izkaza denarnih tokov uporabljajo tudi novi SRS 22. Izkaz denarnih tokov lahko v skladu s SRS podjetja sestavljajo po neposredni (različica I) ali posredni (različica II) metodi, pri kateri je, poleg običajne mogoča še skrajšana različica. Podjetja se sama odločajo, katero obliko izkaza bodo sestavljala. SRS dajejo prednost različici 1 izkaza denarnih tokov, pri kateri so postavke vseh treh vrst denarnih tokov prikazane kot prejemki in izdatki denarja in denarnih ustreznikov na in iz računov ter blagajn podjetja. V praksi podjetja najpogosteje uporabljajo različico II, pri kateri so

denarni tokovi pri poslovanju prikazani kot prebitek prejemkov oziroma izdatkov. V izkazu denarnih tokov po posredni metodi sestavljamo denarni tok pri poslovanju na podlagi postavk izkaza poslovnega izida (prihodki in odhodki) in sprememb čistih obratnih sredstev, denarni tokovi pri naložbenju in pri financiranju pa se glede na izbrano različico ne razlikujejo. Ker so pri različici II denarni tokovi pri poslovanju prikazani le v prebitku prejemkov oziroma izdatkov, je izrazna moč takega izkaza manjša kot pri različici I. Kljub temu, da SRS in MRS priporočajo pri sestavljanju izkaza denarnih tokov neposredno metodo, pa je uporaba posredne metode primernejša pri sestavljanju dolgoročnega načrtovanega izkaza denarnih tokov na podlagi načrtovanih bilanc stanja in izkaza poslovnega izida. Izkaz denarnega toka po posredni metodi ima namreč popolnoma drugo izrazno moč kot izkaz po neposredni metodi. Prvi osvetljuje dolgoročni vidik plačilne sposobnosti podjetja, drugi pa kratkoročnega, zato je njuno primerjanje nekoristno, saj nudita dve različni informaciji (Bergant, 2012b, str. 187–188).

V nadaljevanju bom v točkah 1.3.3 do 1.3.6 povzel Slovenski računovodski standard 22 (2016) oblike izkaza denarnih tokov za zunanje poslovno poročanje in opredelil denarne ustreznike. Predpisani obrazci, ki vsebuje potrebne postavke v izkazu denarnih tokov po različici I (SRS 22.6), različici II (SRS 22.9) in skrajšani različici II (SRS 22.16) so predstavljeni v Prilogi 1.

1.3.3 Neposredna metoda sestavljanja izkaza denarnih tokov (različica I)

Izkaz denarnega toka po neposredni metodi se sestavlja na podlagi podatkov o gibanju denarnih sredstev in denarnih ustreznikov na in iz transakcijskih računov ter blagajn, ki jih podjetja razdelijo na denarne tokove iz poslovanja, investiranja in financiranja. Podatki o prejemkih in izdatkih se pridobijo:

- iz poslovnih knjig podjetja ločeno za denarne tokove pri poslovanju, investiranju in financiranju;
- z dopolnjevanjem postavk poslovnih prihodkov in poslovnih odhodkov (brez prevrednotovalnih) ter finančnih prihodkov iz poslovnih terjatev in finančnih odhodkov iz poslovnih obveznosti (brez prevrednotovalnih) iz izkaza poslovnega izida s spremembami čistih obratnih sredstev, časovnih razmejitev, rezervacij in odloženih davkov v obdobju;
- iz poslovnih knjig podjetja (za denarne tokove pri investiranju in financiranju).

Pri uporabi neposredne metode (različice I) mora podjetje o vseh vrstah denarnih tokov poročati tako, da razkrije vse glavne (pomembne) vrste kosmatih prejemkov in izdatkov.

1.3.4 Posredna metoda sestavljanja izkaza denarnih tokov (različica II)

Pri posredni metodi (različici II) se podatki za postavke (prejemke in izdatke) izkaza denarnih tokov pridobijo:

- z dopolnjevanjem postavk poslovnih prihodkov in poslovnih odhodkov (brez prevrednotovalnih) ter finančnih prihodkov iz poslovnih terjatev in finančnih odhodkov iz poslovnih obveznosti (brez prevrednotovalnih) iz izkaza poslovnega izida s spremembami čistih obratnih sredstev, časovnih razmejitev, rezervacij in odloženih davkov v obdobju;
- iz poslovnih knjig organizacije (za denarne tokove pri investiranju in financiranju).

V izkazu denarnih tokov, sestavljenem po posredni metodi (različici II), se denarni tokovi pri poslovanju predstavljajo tako, da kažejo razkrite poslovne prihodke in odhodke ter finančne prihodke iz poslovnih terjatev in finančne odhodke iz poslovnih obveznosti skupaj z davki iz izkaza poslovnega izida ter spremembe obratnih sredstev, časovnih razmejitev, rezervacij ter odloženih davkov iz bilance stanja. Ker so iz izkaza denarnih tokov po različici II podobno kot po različici I izključeni pritoki in odtoki, ki očitno niso povezani s prejemki in izdatki, se v dodatku k temu izkazu prikažejo še:

- povečanje opredmetenih osnovnih sredstev, povezano s hkratnim povečanjem osnovnega kapitala s stvarnimi vložki, in ne z denarnimi vplačili, kar pomeni investiranje in financiranje brez posredovanja denarnih sredstev;
- povečanje nevplačanega vpisanega kapitala, povezano s hkratnim povečanjem osnovnega kapitala, kar pomeni navidezno investiranje in financiranje brez posredovanja denarnih sredstev;
- druge pomembnejše spremembe na strani investiranja in financiranja brez posredovanja denarnih sredstev.

1.3.5 Skrajšana posredna metoda sestavljanja izkaza denarnih tokov

Po skrajšani različici II izkaza denarnih tokov je mogoče prihodke vseh vrst pobotati z odhodki vseh vrst brez amortizacije, tako da se namesto teh postavk pri denarnih tokovih pri poslovanju pojavlja nova postavka **poslovni izid pred obdavčitvijo**. Pri tem je treba poslovni izid pred obdavčitvijo skupaj z davki iz dobička prilagoditi za amortizacijo in druge nedenarne postavke ter tiste postavke, pri katerih so denarni učinki denarni tokovi pri investiranju in financiranju. Poleg tega je treba upoštevati tudi spremembe čistih obratnih sredstev v obdobju (in časovnih razmejitev) poslovnih postavk bilance stanja.

Osnovno razčlenjevanje postavk v izkazu denarnih tokov se prilagodi velikosti organizacije in medletnemu poročanju. Izkaz denarnih tokov za medletno obdobje je zgoščen, mora pa zajemati najmanj vsako skupino in podskupino po SRS 22.6., 22.9. oziroma 22.16. iz zadnjega letnega izkaza denarnih tokov ter izbrana pojasnila, ki jih zahteva ta standard.

1.3.6 Denar in denarni ustrezniki

Denarni izid je razlika med začetnim in končnim stanjem denarja in denarnih ustreznikov. Denarna sredstva so gotovina v blagajni, denar na računih pri banki, denar na poti in denarni ustrezniki. Denarni ustrezniki pa so naložbe, ki jih podjetje lahko hitro oziroma v bližnji prihodnosti brez pomembnejših stroškov spremeni v denar ob zanemarljivem tveganju spremembe vrednosti. Spremembe denarnih ustreznikov podjetje izkazuje kot spremembe denarnih sredstev (razliko med začetnim in končnim stanjem denarnih sredstev) in ne kot denarni tok iz poslovanja, naložbenja ali financiranja.

Zveza RFR opozarja, da za razvrstitev depozita kot denarnega ustreznika ni potrebno, da je ta dan v finančno institucijo z dovoljenjem centralne banke za opravljanje bančnih storitev. Podjetje pa mora presoditi, ali je nasprotna stranka sposobna izpolniti njeno zahtevo in depozit v kratkem času vrniti (Bajuk Mušič, 2016, str. 48).

1.3.7 Pet korakov sestavljanja izkaza denarnih tokov po posredni metodi

Bajuk Mušič (2016, str. 47) opisuje postopek sestavljanja IDT po posredni metodi v petih korakih:

1. KORAK: Spremembe v postavkah bilance stanja

Podjetje za vsako postavko bilance stanja izračuna razliko med začetnim in končnim stanjem. Razliko za postavke sredstev izračuna kot razliko med začetnim in končnim stanjem, za postavke obveznosti pa kot razliko med končnim in začetnim stanjem.

2. KORAK: Spremembe v denarnih sredstvih in denarnih ustreznikih

Podjetje pregleda postavke kratkoročnih finančnih naložb in tiste, ki izpolnjujejo pogoje, razvrsti kot denarne ustreznike. Za denarna sredstva in denarne ustreznike izračuna razliko med začetnim in končnim stanjem. Ta razlika je sprememba denarnih sredstev v obdobju, ki jo družba pojasnjuje v izkazu denarnih tokov.

3. KORAK: Analiza dogodkov in razvrščanje transakcij med dejavnosti poslovanja, financiranja in investiranja

Podjetje mora vsaki številčni spremembi postavke bilance stanja dodeliti vrsto denarnega toka glede na to, ali gre za dejavnost poslovanja, financiranja ali investiranja, pri čemer upošteva dejavnost, ki jo opravlja.

4. KORAK: Izločitev drugih nedenarnih postavk

Podjetje izloči tiste postavke iz izkaza poslovnega izida, ki nimajo denarnega toka, kot so oblikovani popravki vrednosti terjatev in zalog ter oblikovane in sproščene rezervacije.

5. KORAK: Sestavitev izkaza denarnih tokov

Podjetje na podlagi delitve postavk bilance stanja in ugotovljenih denarnih tokov po dejavnostih slednje razporedi na ustrezne postavke izkaza denarnih tokov, ki ga sestavi v obliki, določeni v SRS 22.

1.3.8 Uporabniki izkazov denarnih tokov

Izkaz denarnih tokov podjetja sestavljajo v predpisani obliki in objavljajo v letnem poročilu z namenom informiranja predvsem tako imenovanih zunanjih uporabnikov. Tak izkaz je pomembna informacija tudi za notranje uporabnike, ki pa lahko poleg te, predpisane oblike, sestavljajo tudi drugačne, svojim potrebam in možnostim najbolj primerne. Sam izkaz denarnih tokov ima pomembno, pa vendar, če ga ne uporabljamo skupaj z ostalimi temeljnimi računovodskimi izkazi, relativno omejeno izrazno moč. Izkaz denarnih tokov nam na primer lahko pokaže, da je imelo podjetje v tekočem letu težave v poslovnem delu, ker je imelo v tem delu negativen denarni izid in da je ta negativen izid financiralo s pozitivnim denarnim izidom iz financiranja tako, da se je dodatno zadolžilo z novim posojilom. Informacije o tem, ali bo podjetje v primeru nadaljevanja negativnega denarnega izida v poslovnem delu še sposobno le-tega financirati z novim posojilom, pa v izkazu denarnih tokov ne dobimo. Več informacij o tem pa lahko najdemo v bilanci stanja in izkazu poslovnega izida ali v kazalnikih likvidnosti, plačilne sposobnosti, ravnotežja in uspešnosti, ki so iz njih izpeljani ter v drugih razkritjih. Ko govorimo o uporabnikih izkazov denarnih tokov, lahko torej govorimo kar o uporabnikih računovodskih informacij. Posamezne skupine uporabnikov imajo posebne zahteve po računovodskih informacijah, in sicer (Odar, 2009, str. 7–8):

Lastnike kapitala in možne nove vlagatelje zanimajo zlasti sposobnost generiranja denarnega toka, predvsem prostega denarnega toka, ki je najpogosteje osnova za izračunavanje vrednosti vloženega kapitala, vedno bolj pa tudi osnova za določanje višine menedžerskih nagrad ter politika delitve čistega dobička (višina in ustaljenost izplačil deležev iz čistega dobička, dividend).

Banke in druge financerje prav tako zanima sposobnost generiranja denarnega toka iz poslovanja, ki je najboljši vir s katerim se lahko poplačajo obresti in glavica danega posojila, sprotna plačilna sposobnost podjetja ter njegov finančni položaj.

Dobavitelje, ki dajejo kratkoročne ali dolgoročne blagovne kredite (dobavljajo na odloženo plačilo) zanimajo zelo podobne informacije kot banke in druge financerje.

Zaposlene, ki so tudi upniki podjetja prav tako zanimajo sposobnost generiranja denarnega toka iz poslovanja in iz nje izvirajoče možnosti za nadaljnje izplačevanje plač, davkov in prispevkov ter dolgoročne možnosti za zaposlovanje.

Stalne kupce podjetja zanima predvsem možnost ohranjanja ustaljenega poslovanja, redne dobave, kvaliteta proizvodov in možnosti zniževanja cen v prihodnje na kar vpliva predvsem dolgoročna donosnost in z njo povezana sposobnost generiranja denarnega toka.

Tekmece podjetja zanimajo predvsem donosnost in sposobnost generiranja denarnega toka iz poslovanja ter finančni položaj in s tem sposobnost financiranja, da bi lahko ocenili možnosti prevzema podjetja, ali možnosti, da podjetje prevzame njih.

Državo, državne organe in lokalne skupnosti zanimajo predvsem informacije povezane z zaposlenimi (odpuščanja, nove zaposlitve) in možnostjo uvajanja novih ali dodatnih dajatev zaradi monopolnega položaja ali naravne rente.

Javnost zanima sposobnost generiranja denarnega toka zaradi možnosti prihodnjega zaposlovanja ter za morebitno finančno pomoč podjetja pri reševanju lokalnih problemov.

Med **notranje uporabnike** informacij iz izkaza denarnih tokov štejemo predvsem **poslovodstvo podjetja**, ki mu izkazi služijo za ocenjevanje preteklega poslovanja, sprotno spremljanje poslovanja, s predračunskimi izkazi pa tudi bodoče poslovanje. Notranji uporabniki pa so, poleg finančne, tudi vse druge funkcije v podjetju.

1.4 Druga merila denarnega toka

1.4.1 Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA)

Dobiček pred obrestmi, davki in amortizacijo (angl. *earnings before interest, tax, depreciation and amortization*, v nadaljevanju EBITDA) je kazalec, ki ni posebej opredeljen v računovodskih standardih ali drugih predpisih in zato ni obvezen kazalec v poslovnih poročilih podjetij, pa vendar ga številna podjetja računajo in objavljajo kot enega od možnih poslovnih izidov. Kazalec EBITDA je opredeljen kot seštevek čistega dobička, poslovnega izida iz financiranja, amortizacije in davka na dobiček, lahko pa se ga izračuna tudi kot seštevek poslovnega izida iz poslovanja (angl. *earnings before interest and tax*, v nadaljevanju EBIT) in amortizacije. Ker je sestavljen iz postavk izkaza poslovnega izida, se ga uporablja kot kazalec za ocenjevanje učinkovitosti in uspešnosti podjetja (Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization, 2016).

V primerjavi z čistim dobičkom ima EBITDA večjo izrazno moč predvsem zaradi izključitve vpliva nekaterih kategorij, ki jih čisti dobiček vključuje, in sicer:

- Izključitev finančnega izida (finančnih prihodkov in odhodkov) pomeni odstranitev vpliva finančne sestave (razmerja med kapitalom in dolgom) na poslovni izid. EBITDA kaže, kolikšna bi bila dobičkonosnost poslovanja podjetja brez dolgov.

- Izključitev davka na dobiček, saj nanj vpliva struktura financiranja (davčni ščit pri finančnem vzvodu) in davčna politika podjetja (izkoriščanje davčnih olajšav), kar zmanjšuje primerljivost dobičkonosnosti podjetja v času in z drugimi.
- Izključitev amortizacije kot nedenarnega stroška, ki tudi v prihodnosti ne bo vplival na denarni tok, EBIDTA približa oceni denarnega toka iz poslovanja. Izločitev amortizacije namreč izloči vpliv preteklih, morda visokih investicij, ki preko amortizacije vplivajo na višino čistega dobička. EBITDA torej ni odvisen od spreminjanja investicijskih izdatkov v posameznih letih, pa tudi od morebitnega spreminjanja amortizacijskih stopenj.
- Izključitev izrednih vplivov na poslovni izid podjetja omogoča boljšo primerjavo kazalca v času in z drugimi.

Vsebinsko EBITDA meri učinkovitost poslovanja podjetja brez vplivov finančne sestave, davka od dohodka, investicijske oz. amortizacijske politike podjetja ter izrednih vplivov, na osnovi katere se lahko sklepa na prihodnji denarni tok. EBITDA je zgolj približek denarnega toka iz poslovanja, ker ne upošteva čistih obratnih sredstev. Iz osnovnega kazalca EBITDA so izpeljani tudi številni kazalniki, ki dopolnjujejo njegovo povednost.

Dejstvo, da kazalec ni jasno opredeljen in predpisan v standardih, v praksi dopušča pri opredeljevanju, izračunavanju in pojasnjevanju precej svobode, kar neugodno vpliva na izrazno, predvsem pa primerjalno moč kazalca. V literaturi se veliko opozarja na slabosti in nevarnosti uporabe EBITDA, kar mu daje negativen prizvok. Tako kot je EBITDA lahko ob ustrezni predstavitvi in razkritjih koristno orodje, je lahko po drugi strani tudi dezinformacija.

1.4.2 Prosti denarni tok

Prosti denarni tok (v nadaljevanju PDT), (angl. *Free Cash Flow*) je oblika denarnega toka, ki ni opredeljena in zahtevana oblika poročanja v splošno uveljavljenih računovodskih standardih (GAAP, MSRP, SRS), pa vseeno zelo priljubljena in v praksi zelo pogosta oblika poročanja, katere pogostost objavljanja strmo narašča. PDT je preostanek denarnih sredstev, ki je dejansko na voljo kot lastni, notranji vir financiranja in ga podjetje ne potrebuje za plačevanje kakršnihkoli obveznosti, nujnih za nemoteno poslovanje.

Običajno je PDT definiran kot denarni tok iz poslovanja ki mu odštejemo izdatke za naložbenje (angl. *Capital Expenditures – CAPEX*):

$$PDT = DTP - IN \quad (1)$$

Kjer DTP pomeni denarni tok iz poslovanja, IN pa izdatke za naložbenje.

Druga možnost izračuna pa izvira iz poslovnega izida, in se izračuna na naslednji način:

$$PDT = \check{C}D + AM - \Delta OK - IN \quad (2)$$

Kjer $\check{C}D$ pomeni čisti dobiček, AM amortizacijo in ΔOK spremembo v obratnem kapitalu.

Ker pa velja, $DTP = \check{C}D + AM - \Delta OK$, sta obe varianti izračuna praktično enaki. Problemi se pojavljajo, ko se pri izračunavanju PDT iz poslovnega izida zanemari spremembe obratnega kapitala, saj potem to ni več denarni tok.

Ker nima jasno predpisane definicije so se v praksi pojavile številne različice, predvsem v odvisnosti od tega komu so namenjene (bankam, lastnikom, menedžerjem,...). Običajne razlike izračuna prostega denarnega toka so predvsem naslednje (Comiskey & Mulford, 2005, str. 73, 362-370):

- Osnova za izračun je EBITDA namesto denarni tok iz poslovanja,
- Od denarnega toka iz poslovanja se poleg izdatkov za naložbe odšteje še dividende,
- Uporaba selektivnih popravkov že pri izračunu denarnega toka iz poslovanja,
- Od denarnega toka iz poslovanja se odšteje denarni tok iz naložbenja namesto izdatkov za naložbe,
- Osnova za izračun je čisti dobiček namesto denarni tok iz poslovanja
- Kaj se upošteva v izdatkih za naložbenje – nadomestitveni izdatki (tisti, ki so potrebni, da ostajajo proizvodne kapacitete na enaki ravni) ali potrebni izdatki (tisti, ki zagotavljajo normalen razvoj podjetja)
- Ali so izdatki za naložbenje v bruto ali neto znesku (od izdatkov odšteti prejemki iz naložbenja)

Široka naraščajoča uporaba prostega denarnega toka je predvsem posledica njegove uporabnosti na številnih področjih in za številne namene. Najpogosteje se v praksi uporablja pri (Comiskey & Mulford, 2005, str. 73, 348-358):

- vrednotenju delnic – PDT je namreč vir dolgoročne rasti in razvoja ter eden od glavnih in zanesljivo merljivih kazalcev uspešnosti podjetja in cene delnice. Z ocenjevanjem PDT lahko investitor pride do pomembne informacije o podcenjenosti ali precenjenosti neke delnice na trgu.
- določanju višine menedžerskih nagrad – PDT se pogosto uporablja in je zeleno merilo za nagrajevanje vodstev podjetij, predvsem z zornega kota lastnikov, saj ni podvržen vplivom »kreativnega računovodstva«, poleg tega pa je tudi osnovno merilo, ki neposredno vpliva na ceno delnic oziroma vrednost vloženega kapitala,
- omejitvenih finančnih zavezah v posojilnih pogodbah – banke lahko z določitvijo višine PDT v pogodbenih določilih omejijo okvire poslovanja posojilojemalca v katerih še veljajo določeni pogodbeni pogoji. Če na primer posojilojemalec ne zagotavlja več

določene višine PDT, lahko banka poviša obrestno mero, zahteva dodatno zavarovanje, ali pa celo odpove posojilno pogodbo tako, da posojilo zapade takoj v plačilo.

- za namene testiranja slabitve sredstev – knjigovodsko ali tržno vrednost nekega osnovnega sredstva se primerja vrednostjo tega sredstva izračunano po postopku vsote prihodnjih nediskontiranih PDT. Razlika je lahko zelo velika, če so nastali neki dogodki, ki so negativno vplivali na možnost tega sredstva, da prinaša denarni tok in je osnova za odločitev o prevrednotenju, slabljenju takega sredstva.

2 UPRAVLJANJE Z DENARNIM TOKOM

2.1 Finančna funkcija v podjetju

Upravljanje z denarnim tokom pomeni delovanje v smeri uresničevanja ciljev lastnikov. Za upravljanje z denarjem v podjetju skrbi **finančna funkcija, ki je temeljna poslovna funkcija** in je z drugimi poslovnimi funkcijami v podjetju (nabavno, proizvodno, tehnično, prodajno in kadrovske) neposredno povezana ter jih dopolnjuje oz. pomeni osnovo za njihovo izvajanje. Vez med njimi je denar, saj so vse poslovne odločitve tudi finančne odločitve. Finančno funkcijo povezuje z drugimi poslovnimi funkcijami proces financiranja, ki spremlja vse **faze poslovnega procesa** (priskrba finančnih sredstev, nakup prvin poslovnega procesa, poraba prvin v proizvodnem procesu ter ustvarjenje izdelkov in storitev, prodaja blaga in storitev ter unovčenje terjatev). Zaradi trajanja proizvodnega procesa se finančna sredstva hkrati nahajajo v vseh fazah ter v različnih oblikah realnega in finančnega premoženja. To pomeni, da so sredstva hkrati v fazi nabave, proizvodnje, prodaje ter v denarni obliki (Črčinovič Krofič & Leva Bukovnik, 2009, str. 16).

Temeljne naloge finančne funkcije podjetja razdelimo na štiri področja odločanja. To so (Peterlin & Glavina, 2009, str. 21) **financiranje**, kar pomeni priskrbo finančnih virov, **odločitve o naložbenju** v stalna in obratna sredstva ter finančne naložbe, **gospodarjenje** z naložbanmi ter **vračanje** pridobljenih sredstev in **razporejanje** finančnega rezultata.

Posredni cilji finančne funkcije so enaki temeljnemu cilju podjetja, kar velja tudi za druge temeljne poslovne funkcije. **Neposredni cilji finančne funkcije**, s tem pa tudi finančne politike, so zagotavljanje najugodnejše (optimalne) kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti podjetja, prispevanje k dolgoročni donosnosti lastniškega kapitala, prispevanje k zmanjšanju tveganja v poslovanju in prispevanje k poslovni neodvisnosti podjetja (KPN, 1997, str. 7). Pri doseganju teh ciljev mora finančna funkcija upoštevati načela zapisana v KPN.

Za uresničevanje ciljev finančne funkcije mora biti le ta v podjetju ustrezno organizirana glede na naloge, ki jih ima v konkretnem podjetju, hkrati pa mora podjetje upoštevati splošna načela o organiziranosti finančne funkcije. Pri tem je treba posebej upoštevati dinamičnost, to je prilagajanje spremembam v času (KPN, 1997, str. 61). **Finančna**

funkcija je lahko organizirana kot finančni oddelek, služba ali kot finančni sektor skladno z vlogo, ki jo ima v podjetju. Pri **povezanih podjetjih** je treba upoštevati načelo podjetniške samostojnosti in temu primerno decentralizirati finančno funkcijo v skupini. S ciljem zmanjševanja stroškov se najpogosteje na višjih nivojih centralizira dolgoročno finančno odločanje in izvajanje strokovno bolj zahtevnih, specializiranih nalog, kratkoročno odločanje in izvajanje osnovnih nalog pa je bolj decentralizirano.

Finančnik ali vodja finančne službe, ni le odgovoren izvajalec finančne funkcije v podjetju, temveč tudi usklajevalec vseh finančnih odločitev v podjetju, s tem pa tudi odgovorni izvajalec finančne politike podjetja (KPN, 1997, str. 68). Finančnik je v podjetju zadolžen za pravočasno pripravo analiz stanja in finančnega položaja s predlogi ustreznih ukrepov, uvedbo in izvedbo načrtovanja finančnega položaja s predlogi ukrepov in finančno ovrednotenje vseh poslovnih odločitev podjetja. Vloga finančnika v podjetju se je spreminjala skladno z razvojem teorije in prakse poslovnih financ. Finančnik je pri vodenju finančne funkcije v podjetju lahko uspešen samo, če pozna podjetje kot celoto, njegovo vizijo in strategijo. Finančnik vodi finančno službo, ta pa finančno funkcijo v podjetju. Med osnovne naloge finančne službe običajno sodijo zadolževanje, plačilni promet, devizno poslovanje in naložbenje v finančne instrumente. V okviru te službe so v večjih podjetjih še pomožne knjige (saldakonti) kupcev in dobaviteljev, obvladovanje finančnih tveganj in upravljanje denarnih tokov. Finančne službe lahko skrbijo za odnose z lastniki, svetujejo drugim poslovnim funkcijam, skrbijo za najboljšo finančno sestavo, opravljajo prevzeme in združitve, prevzemajo upravljanje pokojninskih programov za zaposlene, opravljajo revizije finančnega poslovanja v skupini. Finančnikovi temeljni cilji so zagotavljanje sprotne in dolgoročne plačilne sposobnosti, skrb za donosno in neodvisno poslovanje ter zmanjševanje finančnih tveganj (Peterlin, 2008, str. 72–73).

To poglavje zaključujem s shemo denarnih tokov v podjetju, ki sem jo postavil v Prilogo 2 in ki nazorno prikazuje vsa področja delovanja finančne funkcije in upravljanja z denarnimi tokovi v podjetju.

2.2 Analiza podjetja s poudarkom na denarnih tokovih

Pravila skrbnega računovodenja (2016; v nadaljevanju PSR) se uporabljajo pri analiziranju (proučevanju) računovodskih podatkov in oblikovanju računovodskih informacij kot podlage za odločanje. Proučevanje je opredeljeno kot računovodsko presojanje kakovosti pojavov in računovodskih podatkov o njih, vsebuje pa predvsem naslednje:

- ugotavljanje **vsebine** pojavov pri računovodskem analiziranju;
- ugotavljanje **vplivov** na obračune in predračune pri računovodskem analiziranju, to je ugotavljanje veljavnosti predpostavk predhodno pripravljenih obračunov;

- analiziranje **odmikov** računovodskih podatkov od sodil, in sicer odmike obračunov od predračunov in odmike dveh zaporednih obračunov. Odmik je razlika med primerjano in primerjalno kategorijo in služi za presojanje učinkovitost in/ali uspešnosti.
- izbiranje računovodskih **kazalcev** izmed računovodskih podatkov. Kazalec je absolutno število, ki se nanaša na posamezne statične ali dinamične oziroma iz njih izpeljane gospodarske kategorije, o katerih obstajajo računovodski podatki.
- oblikovanje računovodskih **kazalnikov** na podlagi računovodskih podatkov. Kazalnik je relativno število, dobljeno s primerjavo dveh velikosti. Ima spoznavno moč, ki omogoča oblikovanje sodbe o poslovanju. Glede na naravo primerjanih velikosti je lahko delež (stopnja udeležbe), indeks ali koeficient;
- povezovanje delnih spoznanj na podlagi računovodskih kazalnikov.

Glede na izhodišče v bilanci stanja in v izkazu poslovnega izida ter glede na potrebe po različnih načinih presojanja poslovanja podjetja, se računovodski kazalniki skupinijo kot kazalniki financiranja, kazalniki investiranja (naložbenja), kazalniki vodoravne finančne sestave, kazalniki obračanja, kazalniki gospodarnosti, kazalniki donosnosti, kazalniki dodane vrednosti in kazalniki denarnega izida. Vsi temeljni kazalniki so predstavljeni v PSR 8 (2016), podrobneje pa opisani v Reviji IKS 9/12. Prav analiza na osnovi kazalnikov je v praksi najpogostejša, uporabniki pa med številnimi izbirajo sebi najprimernejše. Z vidika naročnika ali uporabnika (notranji, zunanji) analize denarnih tokov se lahko izbira kazalcev in kazalnikov ter pojasnjevanje rezultatov analize in iz njih predlagani ukrepi razlikujejo zaradi različnih ciljev, ki jih uporabniki zasledujejo.

Analiza spremembe stanja denarnih sredstev (prejemkov in izdatkov) ter denarnega izida po virih nastanka (iz poslovanja, naložbenja in financiranja) daje pomembne informacije za analizo in oceno sedanjih in bodočih denarnih tokov, kot tudi donosnosti, likvidnosti, solventnosti in finančne fleksibilnosti podjetja. Še posebej v pogojih finančne krize, ko je dostop do zunanjih virov financiranja relativno omejen, so informacije o denarnem toku bistvenega pomena, saj informacije v izkazu poslovnega izida in bilance stanja ne odražajo časovne komponente prejemkov in izdatkov denarnih sredstev in vpliva poslovanja na likvidnost in solventnost (Ivanova, 2013, str. 53). Dejstvo namreč je, da **računov ne plačujemo z dobičkom ali tržnim deležem, še manj s prihodki, ampak z denarjem** (Peterlin & Glavina, 2009, str. 99). Za preživetje podjetja je zelo pomembna sposobnost generiranja pozitivnega denarnega toka iz poslovanja, ki jo doseže z dobičkonosnim poslovanjem, z vzpostavljanjem procesov za pravočasno plačevanje svojih kupcev ter z zmanjševanjem tveganj povezanih z neplačilom kupcev. Prav analiza izkaza denarnih tokov podjetja daje uporabnikom (zunanjim in notranjim) pomembne in raznovrstne informacije o njegovem finančnem položaju, finančni stabilnosti in ravnotežju, pa tudi o tveganju bodoče nelikvidnosti ali insolventnosti.

Odkrivanje trajnostnih virov (angl. *sustainable sources*) denarnega toka je pot do zagotavljanja trajnostne finančne uspešnosti podjetja, ki jo v podjetjih iščejo tudi lastniki in

vlagatelji lastniškega kapitala ter posojilodajalci. Trajnostni denarni tok (angl. *sustainable cash flow*) je trajen in obnavljajoč se denarni tok, ki izhaja lahko le iz osnovne dobičkonosne dejavnosti podjetja. Vlagatelji lastniškega kapitala z diskontiranjem takšnih bodočih denarnih tokov izračunavajo njihovo sedanjo vrednost, ki je osnova za ocenjevanje vrednosti svojega kapitala (podjetja). Posojilodajalce, na drugi strani, pa trajnostni denarni tok zanima kot vir za poplačilo posojene glavnice in obresti. Izhodišče pri iskanju trajnostnega denarnega toka je denarni tok pri poslovanju, pri čemer pa so potrebne prilagoditve največkrat zaradi napačnega razvrščanja tokov iz poslovanja, naložbenja in financiranja ter neponovljivih oziroma enkratnih tokov (Comiskey & Mulford, 2005, str. 9).

Proučevanje poslovanja in denarnega toka podjetja je torej osnovna in prva naloga v okviru upravljanja denarnega toka, zato bom v nadaljevanju predstavil glavne dejavnike ali gonilnike (angl. *drivers*) denarnega toka, katerih poznavanje je zelo pomembno pri sprejemanju vseh odločitev v podjetju, saj imajo nanj neposreden vpliv.

2.2.1 Dejavniki ali gonilniki denarnega toka

Trajnosten in osnovni vir denarja podjetja je denarni tok iz poslovanja, medtem, ko so prejemki iz naložbenja posledica prodaje naložb, prejemki iz financiranja pa so nov dolg ali kapitalski vložki lastnikov. Prejemkov iz naložbenja in iz financiranja ne moremo šteti med trajnostne vire, ko naložbo prodamo, je nimamo več, pri povpraševanju po novih finančnih virih pa smo lahko tudi zavrnjeni. Denarni tok pri naložbenju je dolgoročne narave in je posledica preteklih odločitev (preteklih investicij, naložb) ter strateških usmeritev in načrtov podjetja, na podlagi katerih se bodo izvajale nove naložbe. Denarni tok pri financiranju ima običajno izravnalno funkcijo in je prav tako posledica preteklih odločitev (že najeta dolg, ki ga je treba vračati in kapital, ki zahteva izplačilo dividend) ter strateških usmeritev in načrtov podjetja, na podlagi katerih se bo, skladno s potrebami, povpraševalo po novih kapitalskih vložkih ali novem dolgu. Kaj vse vpliva na denarni tok, njegovo sestavo, vire in porabo lahko preprosto vidimo že iz samega obrazca izkaza denarnih tokov (glej Prilogo 1). Ob predpostavki, da je poslovodstvo, vsaj kratkoročno, omejeno pri vplivanju na denarne tokove iz naložbenja in financiranja, se najprej osredotočim na denarni tok iz poslovanja.

Kot izhaja iz obrazca denarnega toka iz poslovanja po posredni metodi (glej Prilogo 1) je denarni tok iz poslovanja sestavljen iz postavk **izkaza poslovnega izida** (poslovni prihodki in odhodki brez prevrednotenja in amortizacije, neto finančni prihodki iz poslovnih terjatev in obveznosti ter davki iz dobička in drugi davki, ki niso zajeti v poslovnih odhodkih) in iz poslovnih postavk **bilance stanja** (spremembe čistih obratnih sredstev in časovnih razmejitev, rezervacij ter odloženih terjatev in obveznosti za davek), med katerimi so običajno največje poslovne terjatve in obveznosti ter zaloge.

Za analizo navedenih postavk se v praksi uporabljajo kazalniki in sistemi kazalnikov med katerimi je najbolj poznan sistem kazalnikov Du Pont. Enostavna, tristopenjska Du Pont shema, ki prikazuje sistem 3 kazalnikov, dobičkonosnosti, kazalnika obračanja in kazalnika zadolženosti oz. finančne sestave, je predstavljena v Prilogi 3. Povezanost kazalnikov v Du Pont sistemu lahko zapišemo tudi z naslednjo enačbo:

$$ROE = \frac{\check{C}D}{K} = \frac{\check{C}D}{S} \times \frac{S}{K} = \frac{\check{C}D}{P} \times \frac{P}{S} \times \frac{S}{K} \quad (3)$$

kjer je ROE dobičkonosnost kapitala, ČD čisti dobiček, K kapital (uporablja se povprečno vrednost), S vsa sredstva (uporablja se povprečno vrednost), P prihodki, ulomek ČD/S pa je dobičkonosnost sredstev ROA (angl. *Return on Assets*).

V sistemu Du Pont je ROE, kot temeljni kazalnik uspešnosti poslovanja, ki zanima lastnike podjetij, zmnožek treh kazalcev, dobičkovnosti prihodkov (angl. *profit margin*), obračanja sredstev (angl. *asset turnover*) in razmerja med sredstvi in kapitalom (angl. *leverage*). Kazalnik ROE izračunamo kot produkt ROA ter strukture virov sredstev, ki je razmerje med sredstvi in kapitalom. ROA se lahko zapiše tudi kot zmnožek kazalnika dobičkovnosti prihodkov in obračanja sredstev. Večji ROA lahko torej dosežemo s povečanjem deleža čistega dobička v prihodkih in s hitrejšim obračanjem sredstev (Hočevar, Igličar, & Zaman, 2004, str. 405). Manjši kot je delež kapitala v financiranju, višja bo dobičkonosnost kapitala, pri čemer pa moramo biti pozorni na to, da povečevanje zadolženosti povečuje finančne odhodke in niža dobičkovnost prihodkov. Sprememba finančne sestave (razmerje med dolgom in kapitalom) vpliva na dobičkonosnost kapitala in dobičkovnost prihodkov.

Peterlin in Glavina (2009, str. 111) kot ključne dejavnike (gonilnike), ki bistveno vplivajo na denarni tok navaja rast obsega poslovanja, prodajno maržo, operativni vzvod (delež stalnih in spremenljivih stroškov), obvladovanje obratnega kapitala, naložbenje in življenjsko obdobje podjetja. Ti dejavniki so strateško pomembni za razvoj podjetja in usodni za njegovo preživetje. Rast prodaje je posamezno najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na denarni tok. Profitna marža in stalni stroški so za poslovodstvo izhodišče pri sprejemanju vsakodnevnih odločitev pri obvladovanju proizvodnje, v prodaji, nabavi in v vseh drugih podpornih funkcijah v podjetju. Terjatve do kupcev, obveznosti do dobaviteljev in zaloge so kratkoročno najbolj spremenljivi dejavniki denarnega toka. Odločitve v prodaji, nabavi in ravnanju z zalogami vsakodnevno vplivajo na denarni tok.

Comiskey in Mulford (2005, str. 325) navajata, da so gonilniki denarnega toka iz poslovanja rast prihodkov ter tisti dejavniki, ki vplivajo na dobičkonosnost in učinkovitost pri upravljanju obratnega kapitala. Za ovrednotenje vpliva rasti prihodkov, dobičkonosnosti in učinkovitosti na denarni tok predlagata, na podlagi podatkov izkaza poslovnega izida in bilance stanja, izračun kazalcev.

2.2.1.1 Rast in denarni tok

Rast prodaje je najpomembnejši dejavnik, ki vpliva na denarni tok. Rast prodaje je rast prihodkov in je posledica prodajnih aktivnosti ter ob dani tehnološki opremljenosti kratkoročno navzgor omejena z razpoložljivimi sredstvi (dolgoročnimi in kratkoročnimi) oziroma z omejenimi finančnimi viri. Vendar pa rast prodaje nujno ne pomeni tudi rasti denarnega toka, saj je le-ta odvisen tudi od smeri in intenzivnosti sprememb v čistih obratnih sredstvih (obratnem kapitalu), ki so posledica rasti prodaje. Rast prodaje povečuje potrebo po dodatnih sredstvih in povečuje stroške povezane s tem. Pomembno je nadzirati profitno maržo, da se z rastjo ne znižuje, kar pomeni nadzor nad stroški ter nadzirati spremembe v obratnem kapitalu, da lahko rast financiramo z lastnim denarnim tokom ali vsaj s čim manjšim zadolževanjem. Za dolgoročno rast so nujno potrebne investicije v nove in učinkovitejše kapacitete, kar lahko dosežemo z nakupom novih osnovnih sredstev ali pa s prevzemi konkurenčnih podjetij. To pa zahteva dolgoročno zadolževanje (kapital ali dolg), ki povečuje finančne odhodke.

Čisti vpliv rasti prihodkov na denarni tok iz poslovanja računamo tako, da ugotavljamo spremembo denarnega toka iz poslovanja zaradi spremembe poslovnih prihodkov ob nespremenjeni dobičkovnosti prihodkov in učinkovitosti obratnega kapitala, ki ju merimo s profitno maržo in koeficienti obračanja terjatev, zalog in poslovnih obveznosti. Spremembo denarnega toka zaradi spremembe prihodkov v tem letu računamo na podlagi profitne marže in koeficientov obračanja iz prejšnjega leta, kar pomeni, da za enako odstotno spremembo poslovnih prihodkov spremenimo tudi vse poslovne odhodke, dobiček iz poslovanja ter obseg vseh sestavin čistih obratnih sredstev (terjatev, zalog, poslovnih obveznosti). Denarni tok iz poslovanja OCF (angl. *Operating cash flow*) izračunan po posredni metodi dobimo po naslednji enačbi (Bergant, 2012b, str. 176):

$$OCF = \check{C}D + Am - \Delta PT - \Delta Z + \Delta PO \quad (4)$$

OCF je vsota čistega dobička ($\check{C}D$), amortizacije (Am), ki jima odštejemo spremembo poslovnih terjatev (PT) in zalog (Z) ter prištejemo spremembo poslovnih obveznosti (PO).

2.2.1.2 Poslovni, finančni in celotni vzvod

Kot izhaja iz Enačbe 4 vpliva rast prodaje na denarni tok iz poslovanja tudi preko čistega dobička, kako pa je čisti dobiček odvisen od rasti, nam pove vzvod. Bergant (2012a, str. 69) pri obravnavi celotnega vzvoda navaja, da ni rasti podjetja brez uporabe vzvodja, kar mu nedvomno daje pomembno vlogo v poslovnem odločanju.

Vpliv povišanja prihodkov od prodaje na dobiček iz poslovanja je odvisen od poslovnega vzvoda, ki ga določa delež stalnih stroškov v primerjavi z vsemi stroški. Višji so, višji mora biti obseg prihodkov, da podjetje posluje z dobičkom. Minimalni obseg prodaje, od katerega dalje začne podjetje poslovati z dobičkom, kjer se prihodki izenačijo z odhodki

(dobiček je 0) imenujemo **točka preloma** (tudi **prag pokritja**), ki je eno od orodij v okviru analize prelomnih točk iz katere lahko izpeljemo še **prispevek za kritje in lastno ceno** na enoto proizvoda. Enačbe za izračun točke preloma, prispevka za kritje in lastne cene predstavljam skupaj z diagramom točke preloma v Prilogi 4

Poslovni, finančni in celotni vzvod so tehnike marginalne (mejne) analize. Poslovni vzvod, ki izvira iz značilnosti stalnih (fiksni) stroškov (neodvisnost od prodaje) meri spremembo poslovnega izida iz poslovanja (EBIT) v odvisnosti od spremembe prihodkov od prodaje. Finančni vzvod, ki izvira iz značilnosti obresti (odvisne od zadolženosti, ne od prodaje) meri spremembo celotnega poslovnega izida pred davki (EBT) v odvisnosti od spremembe EBIT. Celotni vzvod, ki je produkt obeh vzvodov, torej obravnava stalne stroške skupaj z obrestmi in primerja spremembe EBT s spremembami prihodkov od prodaje. Pri spreminjanju prihodkov (pri rasti in padanju) deluje celotni vzvod kot multiplikator, kar pomeni, da se dobičkonosnost lastniškega kapitala praviloma hitreje spreminja kot prihodki od prodaje (Bergant, 2012a, str. 55). Poslovni, finančni in celotni vzvod na poslovni izid merimo s stopnjami poslovnega (SPV), finančnega (SFV) in celotnega vzvoda (SCV). S prilagoditvijo teh stopenj z vplivom obračunane amortizacije (A_m), ki jo popravimo z davčno stopnjo (T), lahko logiko vzvodja uporabimo tudi za ocenjevanje vpliva spremembe prihodkov od prodaje na čisti denarni tok iz poslovanja (Bergant, 2012a, str. 64–65) ter tako dobimo stopnjo poslovnega (SPVDT), finančnega (SFVDT) in celotnega vzvoda denarnega toka (SCVDT). Vse zgornje stopnje opisujem v Prilogi 5.

2.2.1.3 Prodajna marža in denarni tok

Prodajna marža je drugi najpomembnejši dejavnik denarnega toka. Pomeni razliko v ceni, ki mora biti dovolj visoka, da pokrije vse stroške in odhodke ter dobiček. Višina prodajne marže je odvisna od učinkovitosti sredstev, finančnega vzvoda in zahtevane stopnje donosa na kapital, kar pokažemo s preurejeno enačbo (3) (Peterlin & Glavina, 2009, str. 113):

$$\frac{\check{C}D}{P} = \frac{ROE}{\frac{P_*S}{S K}} \quad (5)$$

Enačba (5) prikazuje dobičkovnost prihodkov ali profitno maržo (PM), ki pove kolikšen je delež čistega dobička v prihodkih od prodaje. Na povišanje PM lahko vplivamo na štiri načine:

- Z rastjo obsega prodaje, ki na PM vpliva preko poslovnega vzvoda, saj se z večanjem obsega prodajnih prihodkov relativno zmanjšuje delež stalnih stroškov in povečuje delež dobička v prihodkih iz prodaje
- S povišanjem prodajnih cen, kar poviša prihodke in dobiček na enoto proizvoda

- Z učinkovitejšim poslovanjem, ko enako količino proizvoda naredimo z manjšo količino vložka (recimo manj izmeta), kar lahko dosežemo z reorganizacijo procesov ali novimi investicijami v tehnološko učinkovitejša sredstva
- Z zniževanjem nabavnih cen, kar zniža stroške in poviša dobiček na enoto proizvoda.

Seveda ni nujno, da se višji dobički poznajo tudi na denarnem toku, saj je višina tega odvisna tudi od sprememb v čistih obratnih sredstvih oziroma obratnem kapitalu.

2.2.1.4 Obratni kapital in denarni tok

Obratna sredstva so del gibljivih sredstev, če so le-ta pojmovana kot celota obratnih sredstev in kratkoročnih finančnih naložb. Obratna sredstva so nujna in so vedno prisotna v poslovnem procesu za opravljanje dejavnosti podjetja. Zanje je značilno obračanje, kroženje, kar lahko utemeljimo s hitrim spreminjanjem svoje oblike. Iz začetne denarne oblike se spreminjajo v obliko zalog surovin in materiala, nato v obliko nedokončane proizvodnje in gotovih proizvodov, dokler ne dobijo oblike terjatev do kupcev in končno ponovno oblike denarnih sredstev. Obseg obratnih sredstev je odvisen od dejavnosti, prodajnih in nabavnih trgov podjetja, njegovega konkurenčnega položaja in velikosti. Potreben obseg obratnih sredstev pa je odvisen od načrtovanega obsega poslovanja in hitrosti obračanja obratnih sredstev (Pučko, 1998, str. 119).

Obratni kapital (angl. *Working capital*) je opredeljen kot razlika med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi poslovnimi dolgovi ali presežek obratnih sredstev nad kratkoročnimi obveznostmi. Sestavljajo ga denar in denarni ustrezniki, kratkoročne terjatve, zaloge, kratkoročne obveznosti ter kratkoročne aktivne in pasivne časovne razmejitve. Politika obratnega kapitala se v podjetju nanaša predvsem na odločitve o vrstah in količinah obratnih sredstev (zaloge in terjatve) ter virih njihovega financiranja. Pri upravljanju z obratnim kapitalom ne sprejemamo dolgoročnih odločitev pač pa se ukvarjamo z vsakodnevnimi poslovnimi odločitvami, ki se nanašajo na razpoložljivost zalog, neprekinjeno delovanje proizvodnje, kreditiranje kupcev in izterjava zapadlih terjatev, pridobivanje novih kreditov, pridobivanje popustov za predčasna plačila dobaviteljem ter upravljanje s transakcijskim računom (Maysami, 2009, str. 4, 6)

Peterlin in Glavina (2009, str. 64) opredeljujeta **neto obratni kapital** kot razliko med obratnimi sredstvi (terjatve, zaloge in denar) in kratkoročnimi poslovnimi dolgovi (obveznosti do dobaviteljev, zaposlenih in države), torej tisti del obratnih sredstev, ki jih ne financirajo dobavitelji, zato jih mora podjetje financirati s kapitalom, finančnim dolgom ali pa z alternativnimi viri, kot so faktoring, forfaiting in podobno. Ko govorimo o financiranju obratnega kapitala, vedno govorimo o neto obratnem kapitalu.

Bergant (2008, str. 7–8) ločuje dejanski od potrebnega ali ustreznega obratnega kapitala. **Dejanski obratni kapital** je del dolgoročnih virov podjetja, je torej dolgoročna kategorija, ki financira del kratkoročnih naložb (obratnih sredstev), to je tistih, ki niso že financirane s

kratkoročnimi poslovnimi dolgovi. Od tod pojem obratni kapital, ki je s tega vidika veliko bolj ustrezen kot čista obratna sredstva, ki se tudi uporablja. Po drugi strani to ustreza tudi angleškemu pojmu *working capital*, ki je pogosto uporabljan tudi v smislu obratnih sredstev. Računsko je obratni kapital opredeljen kot razlika med obveznostmi do dolgoročnih virov (DV) in dolgoročnimi naložbami (DN):

$$\Delta OBK = \Delta DV - \Delta DN \quad (6)$$

V primeru, da so dolgoročne naložbe podjetja večje od obveznosti do dolgoročnih virov, govorimo o **negativnem obratnem kapitalu**, kar dejansko pomeni, da obratnega kapitala podjetje sploh nima in da del dolgoročnih naložb financira z obveznostmi do kratkoročnih virov.

Potreben obratni kapital podjetje potrebuje, če želi zagotoviti dolgoročno financiranje tistih kratkoročnih sredstev, ki so ob danem obsegu poslovanja, s finančnega vidika dolgoročno vezana, kljub temu, da jih računovodstvo obravnava kot kratkoročna. Računsko je opredeljen kot razlika med kratkoročnimi sredstvi oziroma kratkoročnimi naložbami (KN) in kratkoročnimi obveznostmi (KO)

$$\Delta OBK = \Delta KN - \Delta KO \quad (7)$$

To je zgolj računska in ne vsebinska opredelitev. Enačba ne pojasnjuje vsebine obratnega kapitala, ampak spremembo potrebe po obratnem kapitalu (po dolgoročnih finančnih virih) zaradi sprememb zalog, poslovnih terjatev, tržnih vrednostnih papirjev, denarja in denarnih ustreznikov ter kratkoročnih obveznosti.

Potrební obratni kapital pri danem obsegu poslovanja in brez zunanjih vplivov je odvisen predvsem od koeficientov obračanja zalog, samodejnih kratkoročnih terjatev in samodejnih kratkoročnih obveznosti. Zmanjšana potreba po obratnem kapitalu podjetja (hitrejše obračanje obratnih sredstev, počasnejše obračanje obveznosti) pomeni večji razpoložljiv denarni tok, ki se ga lahko porabi za naložbe ali poplačilo obveznosti ter pomembno vpliva na vrednost podjetja.

Pri proučevanju potreb po obratnem kapitalu so pomembni predvsem obseg in struktura obratnega kapitala ter hitrost obračanja poslovnih terjatev, zalog in poslovnih obveznosti. Obseg obratnega kapitala, ki podjetju omogoča plačilno sposobnost se med podjetji razlikuje in je odvisen od velikosti podjetja ter njegove dejavnosti.

Če hočemo smotrno spreminjati raven potrebnega obratnega kapitala, je nujno poznavanje njegovega trenutnega obsega pri danih predpostavkah. Za izračun potrebe po obratnem kapitalu so v teoriji in praksi razvite številne metode, ki se med seboj lahko tudi deloma prekrivajo. Glede na izhodiščne podatke pa jih lahko delimo na metode, ki so neodvisne od zatečenega stanja oziroma preteklih gibanj, predpostavljajo torej novo podjetje ter na

metode, ki temeljijo na preteklih gibanjih in stanjih. Metode iz prve skupine so pomembne, ker so neobremenjene s preteklim stanjem podjetja, po drugi strani pa lahko prav iz preteklih gibanj (metode iz druge skupine) dobimo pomembne informacije o posebnostih poslovanja podjetja in njegove dejavnosti. Zato je koristno metode med seboj tudi kombinirati (Bergant, 2008, str. 11–13). V nadaljevanju bom dve na kratko predstavil:

Metoda koeficientov obračanja predvideva izračun koeficientov obračanja in dneve vezave denarja. Kadar načrtujemo obseg prodaje, dneve vezave terjatev do kupcev, dneve vezave zalog ter dneve vezave obveznosti do dobaviteljev uporabimo za izračun predvidenih zneskov terjatev do kupcev, zalog in obveznosti do dobaviteljev. Če od terjatev do kupcev in zalog odštejemo obveznosti do dobaviteljev, dobimo znesek potrebnega obratnega kapitala. Koeficiente obračanja in dneve vezave za terjatve do kupcev, zaloge in obveznosti do dobaviteljev dobimo na enak način po obrazcu:

$$\text{Koeficient obračanja} = \frac{\text{Prihodki od prodaje}}{\text{povprečno stanje terjatev ali zalog ali obveznosti}} \quad (8)$$

Povprečna stanja v imenovalcu Enačbe (8) dobimo tako, da za proučevano obdobje seštejemo začetno in končno stanje (terjatev ali zalog ali obveznosti) ter to vsoto delimo z 2. Če imamo razpoložljive podatke lahko računamo mesečna povprečna stanja iz katerih potem računamo letno povprečje in tako dobimo natančnejšo povprečno vrednost, saj upoštevamo tudi morebitna sezonska nihanja. Iz koeficientov obračanja dobimo dneve vezave terjatev (povprečne dneve plačil kupcev), dneve vezave zalog (povprečne dneve obračanja zalog) in dneve vezave obveznosti (povprečne dneve plačila dobaviteljev) po obrazcu:

$$\text{Dnevi vezave} = \frac{365}{\text{Koeficient obračanja}} \quad (9)$$

Natančnost izračunavanja koeficientov obračanja in dni vezave lahko zelo izboljšamo z večjim razčlenjevanjem zalog, terjatev in obveznosti, pri čemer upoštevamo različne koeficiente obračanja posameznih kategorij. Če so za podjetje značilna večja sezonska nihanja, je potrebno te kazalce izračunavati in spremljati pogosteje, vsaj trimesečno. Ker je obseg in struktura obratnega kapitala odvisna od poslovnega modela podjetja in od značilnosti panoge v kateri deluje, je primerjanje dni vezave smiselno samo z dnevi vezave preteklih let ali s konkurenčnimi podjetji ali s podatki panoge.

Metoda odstotka od prodaje je tudi priljubljena metoda ocenjevanja obratnega kapitala v primeru, da poznamo pretekla razmerja med prihodki od prodaje ter zalogami, terjatvami do kupcev in obveznostmi do dobaviteljev (oziroma samodejnih virov financiranja). Na podlagi preteklih razmerji ocenimo pričakovan obseg obratnih sredstev in obveznosti do dobaviteljev ob predvidenem povečanju prodaje. Pri tem je pomembno izhodiščno stanje, ki morda ni optimalno ter stalno spremljanje obsega poslovanja.

Krogotok denarja (ang. *cash conversion cycle - CCC*) meri časovni vidik obratnega kapitala in je povezan z dnevi vezave denarja, saj je to čas, ki v poslovnem procesu poteče od izdatka (plačilo obveznosti) za prvine poslovnega procesa (zaloge) do trenutka, ko je proizvod plačan (plačana terjatev). Dneve vezave denarja (Dneve neto denarnega toka) izračunamo tako, da seštejemo število dni vezave terjatev do kupcev in število dni obračanja zalog ter odštejemo število dni vezave obveznosti do dobaviteljev. To je čas, v katerem mora podjetje samo zagotavljati financiranje obratnih sredstev. Vsota števila dni vezave terjatev do kupcev in števila dni obračanja zalog se opisuje kot **Operativni cikel** (ang. *operating cycle - OC*) in meri število dni od nastanka zalog do plačila proizvoda v katerega so vgrajene. Je merilo učinkovitosti upravljanja obratnih sredstev in merilo učinkovitosti upravljanja obratnega kapitala.

Zaključke analize obratnega kapitala podjetja sem strnil v Tabeli 1, ki se nahaja v Prilogah, kjer prikažem dneve vezave in indekse rasti med leti. Takšna tabela je potem lahko osnova za načrtovanje. Iz Tabele 1 v Prilogah lahko vidimo, da so razmerja med obsegi zalog, terjatev in obveznosti v primerjavi s čistimi prihodki od prodaje (ČPP) na daljše obdobje stabilna, čeprav nihajo iz leta v leto. Posebej so v letu 2014 narasli dnevi plačil dobaviteljem, kar je močno skrajšalo krogotok denarja in znižalo potrebni obratni kapital. Primerjava med letom 2015 in 2013 pa pokaže usklajeno rast vseh kategorij s tem, da se je pri rasti prihodkov v višini 10% potreba po obratnem kapitalu povišala za 4%.

Poglavje zaključujem z opisom nekaterih slabosti in pomanjkljivosti analize denarnih tokov, ki jih povzemam po Kunovarju (2014, str. 27). Izkaz denarnih tokov je poročilo o preteklih podatkih, ki poroča o izdatkih in prejemkih, ne pove pa, ali je bil nek izdatek poslovno potreben in ali bo dobičkonosen. Pri naraščanju zalog nam ne pove, ali je to posledica slabih zalog ali nadzora nad proizvodnjo, nezmožnosti prodati končne izdelke ali načrtne politike o višjih zalogah zaradi pričakovanih višjih cen. Pri naraščanju terjatev nam ne pove, ali je to posledica zamud pri plačilih, spremenjene politike plačilnih rokov, zaostajanje z izdajanjem računov. Pri naraščanju obveznosti do dobaviteljev nam ne pove, ali so daljši plačilni roki z dobavitelji dogovorjeni ali podjetje zamuja s plačili in na tak način rešuje svojo likvidnost. V izkazu denarnega toka vidimo višino in vrsto prejemkov iz financiranja (kapital, dolg), ne vemo pa, ali bilo dodatno financiranje nujno potrebno in ali je šlo za najboljši način zbiranja novega kapitala, posojila. Resna analiza mora zato vsebovati še informacije o poslovnem modelu podjetja, analiza denarnih tokov nam omogoča, da postavljamo prava vprašanja.

2.3 Načrtovanje denarnih tokov

Načrtovanje denarnih tokov oziroma procesov in stanj, povezanih s poslovanjem, vlaganjem (financiranjem) in naložbenjem (investiranjem) sodi v finančno predračunavanje, torej le tisti del računovodskega predračunavanja, ki je usmerjen k finančnemu načinu razmišljanja. Rezultat finančnega predračunavanja so predračuni ali

načrti denarnih tokov običajno v eni od oblik izkaza denarnih tokov kot jih opredeljuje SRS 22 (2016). Predračunski izkaz denarnih tokov je izkaz za predračunsko obdobje načrtovanih prejemkov (ali pritokov) in izdatkov (ali odtokov) skupaj z začetnim stanjem denarnih sredstev. Da bi bil čim zanesljivejši, mora biti predmet računovodskega nadziranja in nadziranja računovodenja, da bi imel čim večjo izrazno moč, pa predmet računovodskega analiziranja. Razlikovati je potrebno predložene in sprejete predračunske izkaze denarnih tokov. Predloženi predračuni so podlaga za odločanje znotraj načrtovanja ali pripravljavanja izvajanja in lahko ponujajo več možnosti, med katerimi se je treba odločiti, sprejeti predračuni pa kažejo sprejeto odločitev podjetja in so sodilo pri primerjavi z dosežki. Predračun denarnih tokov se lahko nanaša na celotno podjetje, lahko pa tudi samo na njen del ali nek poslovni pojav (projekt, investicija). Predračun denarnih tokov se sestavlja večinoma za notranje potrebe podjetja, na izrecno zahtevo predpisov ali kakega zunanjega financerja, na primer banke, pa tudi za zunanje potrebe. V ustreznem aktu mora podjetje določiti obliko, vsebino, metodike sestavljanja, roke dokončanja in uporabnike, ki jim jih je treba predračune predložiti (Pravila skrbnega računovodenja, 2016, str. 25–29).

Načrt denarnih tokov v obliki izkaza denarnih tokov je pomembna sestavina vsakega poslovnega načrta, saj pomembno dopolnjuje načrt izkaza poslovnega izida in načrt bilance stanja. Predračunski izkaz denarnih tokov daje potrebne informacije za finančno odločanje pri zagotavljanju plačilne sposobnosti podjetja, saj nam poleg prejemkov in izdatkov iz poslovanja, investiranja in financiranja prikazuje tudi predviden presežek ali primanjkljaj denarnih sredstev. Načrtovanje denarnih tokov podjetju omogoča pravočasno ukrepanje, ki je lahko upravljanje presežkov ali priskrba potrebnih denarnih sredstev. Pomembno je, da se proces načrtovanja denarnih tokov ne zaključi z izdelavo predračunskega izkaza denarnih tokov za neko obdobje, temveč se ta predračun primerja z realiziranim denarnim tokom, ugotavlja odmike realizacije od načrta ter sproti popravlja predračune za naprej.

V okviru finančne funkcije v podjetju načrte denarnih tokov pripravljajo finančne službe na osnovi načrtov vseh ostalih poslovnih funkcij v podjetju (prodajno, proizvodno, nabavno, razvojno, tehnično, kadrovsko). Finančna služba mora imeti vlogo koordinatorja in ostalim načrtovalcem nuditi povratne informacije o finančnih omejitvah, ki jih morajo le-ti v svojih načrtih upoštevati. Analiza preteklih, sedanjih in načrtovanih izkazov, to je bilance stanja, izkaza poslovnega izida in izkaza denarnih tokov, pa tudi analiza poslovnega modela in panoge, v kateri podjetje deluje, mora vsebovati izračune različnih kazalcev in kazalnikov, njihovo velikost, pa tudi smer gibanja skozi leta, kar je osnova za vsakršno načrtovanje.

Denarne tokove načrtujemo dolgoročno, ko so načrtovani izkazi denarnih tokov za več prihodnjih let sestavni del strateških poslovnih načrtov ali pa jih načrtujemo kratkoročno, ko načrtujemo tekočo plačilno sposobnost in v ta namen pripravljamo dnevne, tedenske, mesečne, trimesečne ali letne predračune denarnih tokov.

2.3.1 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov

Poleg načrtovanega izkaza poslovnega izida in bilance stanja je tudi načrtovani izkaz denarnih tokov temeljni izkaz in pomemben sestavni del vsakega dolgoročnega strateškega načrta, ki ga podjetja pripravljajo za naslednje tri ali pet letno obdobje. Strateški načrt je rezultat načrtovanja in sodelovanja vseh poslovnih funkcij, vodstva in lastnikov podjetja, v njem so opredeljeni vizija, poslanstvo in ključni strateški cilji podjetja ter načrti za uresničitev teh ciljev. Načrtovana rast in nove investicije imajo največji vpliv na prihodnji denarni tok in potrebo po dodatnem zadolževanju, ki jo s skrbno izdelanim načrtom izkaza denarnih tokov ocenjujemo. Podjetja se financirajo predvsem z novimi lastniškimi vložki ali z novim zadolževanjem. Bistvo dolgoročnega finančnega načrtovanja je v zagotavljanju finančnih sredstev potrebnih za uresničevanje zastavljenih ciljev, kar pomeni ugotavljanje potreb po dodatnem kapitalu in dolgoročnem zadolževanju ob zagotavljanju najustreznejše finančne sestave in najvišje vrednosti za lastnike.

Pri načrtovanju izkaza denarnih tokov najprej načrtujemo denarne tokove pri poslovanju, nato denarne tokove pri naložbenju, denarni tokovi financiranja pa so samo odsev neto denarnih tokov iz poslovanja in naložbenja. Denarno poslovanje prilagajamo dejavnosti in ne obratno, pri čemer pa je pomembno, da so vsem deležnikom omejitve financiranja nesporno jasne (Peterlin & Glavina, 2009, str. 127).

2.3.1.1 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri poslovanju

Običajno so načrti denarnih tokov na daljša obdobja (leto in več) sestavljeni po posredni metodi, kar pomeni, da se pri načrtovanju denarnih tokov pri poslovanju praktično načrtuje poslovne prihodke in poslovne odhodke oziroma dobiček iz poslovanja, ki ga popravljamo za nedenarne postavke (amortizacija, prevrednotovalni prihodki, odhodki) ter vse sestavine čistih obratnih sredstev (terjatve, zaloge in obveznosti do dobaviteljev).

Načrt vrednosti prodaje je izhodiščna točka načrtovanja denarnih tokov, ki odseva želje in pričakovanja lastnikov, vodstva in prodajne službe ter omejitve, ki jih predstavljajo razpoložljiva sredstva in možnosti financiranja. Na podlagi analize preteklih let in ocene prihodnjih možnosti se na dolgi rok načrtuje stopnjo rasti prihodkov od prodaje, ki je nato osnova za načrtovanje vseh ostalih poslovnih funkcij začenši z načrtom proizvodnje, ki mu sledi nabavna, kadrovska in druge.

Načrtu vrednosti prodaje sledi načrtovanje ostalih sestavin dobička iz poslovanja in sestavin čistih obratnih sredstev. Zaradi enostavnosti sta v praksi najpogostejši metodi za ocenjevanje teh kategorij metoda odstotka od prodaje in metoda koeficientov obračanja. Vse postavke, ki jih načrtujemo z metodo odstotka od prodaje sem zapisal v posebno napovedno Tabelo 2, ki se nahaja v Prilogah.

V Tabeli 2 v Prilogah so prikazane po letih stopnje rasti čistih prihodkov od prodaje (ČPP), postavke izkaza poslovnega izida so izražene v odstotkih in predstavljajo delež v čistih prihodkih od prodaje, postavke bilance stanja pa so izražene v dnevih vezave denarnih sredstev v teh postavkah. Iz dni vezave lahko z uporabo enačb (8) in (9) namreč izračunamo povprečna stanja za vsako od navedenih postavk bilance stanja.

Sledi načrtovanje postavk, ki so neodvisne od čistih prihodkov od prodaje. Nekatere lahko načrtujemo v odstotkih od drugih postavk, druge moramo določiti v denarni enoti. Sem sodijo vsi stalni stroški in davek iz dobička, vse pa sem združil v Tabeli 3, ki se nahaja v Prilogah.

V Tabeli 3 v Prilogah so prikazani stalni stroški in davek iz dobička. Strošek dela je smiselno načrtovati kot produkt načrtovanega števila zaposlenih in povprečnega stroška plač na zaposlenega. Amortizacijske stopnje lahko izračunamo iz razpoložljivih preteklih podatkov. Z načrtovanjem amortizacijskih stopenj dosežemo, da se nam bosta strošek amortizacije in popravek vrednosti osnovnih sredstev izračunavala samodejno. Za načrtovanje davka iz dobička je smiselno na podlagi preteklih podatkov izračunati efektivno davčno stopnjo in jo uporabiti za izračun davka iz dobička, saj na ta način upoštevamo tudi morebitne davčno nepriznane odhodke, neobdavčene prihodke in olajšave, ki jih podjetje izkorišča. Vse druge postavke, ki jih ni mogoče načrtovati v odvisnosti od druge postavke pa je treba oceniti in načrtovati v denarnih enotah.

Natančnost načrtovanja lahko povečujemo z dodatnim razčlenjevanjem po poslovnih enotah ali po ključnih proizvodih ali proizvodnih skupinah ter z razčlenjevanjem postavk, ki jih načrtujemo. Ker se na daljši rok natančnost načrtovanja zmanjšuje je zelo priporočljivo pripraviti več različic načrta, in sicer optimistično, pesimistično in najbolj verjetno.

V primeru omejenega dostopa do podatkov lahko načrtujemo denarni tok tudi na enostavnejši način tako, da načrtujemo tri najpomembnejše dejavnike, ki vplivajo na denarni tok, in sicer:

- Rast prihodkov iz prodaje
- Profitno maržo, ki jo izračunamo kot kvocient dobička pred obrestmi, davki in amortizacijo (EBITDA) in prihodkov iz prodaje (EBITDA / prihodki iz prodaje)
- Dneve vezave čistih obratnih sredstev (terjatev do kupcev, zalog in obveznosti do dobaviteljev)

2.3.1.2 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri naložbenju

Dolgoročno **načrtovanje izdatkov** pri naložbenju obsega načrtovanje dolgoročnih naložb, ki so lahko investicije v osnovna sredstva, nove dolgoročne finančne naložbe (prevzemi konkurenčnih podjetij) ali naložbe v trg. Dolgoročne naložbe so s finančnostrateškega

vidika odločilne za podjetje, zahtevajo dolgoročne vire financiranja, kjer ima glavno vlogo kapital, zato morajo imeti zadnjo besedo lastniki (Peterlin & Glavina, 2009, str. 119). Pri načrtovanju investicij je pomembno sodelovanje finančne in proizvodne funkcije v podjetju, saj le te določajo način in obseg proizvodnje v prihodnje. Cilj načrtovanja teh izdatkov je, da se predvidi najugodnejši trenutek, ko bo za izvedbo načrta potrebno čim manjše zunanje zadolževanje. Investicije povečujejo višino stalnih stroškov, finančnih odhodkov, vplivajo pa tudi pozitivno na učinkovitost sredstev, kar neposredno vpliva na povečanje profitne marže.

Podjetja vlagajo v strateške naložbe (nov program, nov trg, novo tehnologijo), ki morajo prinašati pozitiven denarni tok ter v podporne ali dopolnilne naložbe (na primer skladišče), ki strateške naložbe podpirajo in ni nujno, da same prinašajo pozitiven denarni tok. Odločitve o dolgoročnih naložbah so za podjetje med najpomembnejšimi poslovnimi odločitvami, saj bistveno določajo pogoje poslovanja v prihodnosti in imajo dolgoročne pozitivne, lahko pa tudi negativne posledice za razvoj podjetja. Že ena velika neuspešna naložba, ki ne prinaša načrtovanega denarnega toka lahko zelo poslabša finančni položaj podjetja v prihodnje ali celo stečaj. Zato podjetja že pred samo odločitvijo o naložbi vodijo postopek imenovan investicijski program, že začeto naložbo pa skrbno spremljajo tako, da primerjajo učinke naložbe z načrtovanimi in na podlagi tega ustrezno ukrepajo.

V četrtem koraku priprave investicijskih programov se za analizo in oceno naložbenih projektov uporabljajo številne metode, po kriteriju vključenosti časovne dimenzije pa jih delimo na tako imenovane statične in dinamične metode ocenjevanja. Statične metode, med katere uvrščamo predvsem dobo povračila investicije, diskontirano dobo povračila investicije in računovodsko stopnjo donosa, ne vključujejo časovne komponente ali pa jo upoštevajo samo delno oziroma posredno. Dinamične metode, med katere uvrščamo predvsem neto sedanjo vrednost, notranjo stopnjo donosa, popravljeno notranjo stopnjo donosa in indeks donosnosti, pa z diskontiranjem bodočih denarnih tokov omogočajo, da so časovno različno razporejeni učinki naložbe med seboj primerljivi, omogočajo primerjavo njihovih sedanjih vrednosti. Dinamične metode so zaradi vključenosti časovne komponente denarnih tokov primernejše za odločanje o ustreznosti naložbe. Najprimernejše metode (od najprimernejše do najmanj primerne) za odločanje o primernosti ali neprimernosti naložb so (Brigham & Daves, 2002, str. 375–392): neto sedanja vrednost, popravljena notranja stopnjo donosa, notranja stopnjo donosa, indeks donosnosti, navadna doba vračanja, diskontirana doba vračanja ter v manjši meri računovodska donosnost. Remar (2004, str. 18) je v raziskavi ugotovila, da slovenska podjetja pri odločanju o dolgoročnih naložbah najpogosteje uporabljajo dobo vračanja vloženih sredstev, nato neto sedanjo vrednost in na tretjem mestu notranjo stopnjo donosa.

Načrtovanje prejemkov pri naložbenju je največkrat povezano z ugotovljenim primanjkljajem denarja v določenem trenutku. S prodajo poslovno nepotrebnih sredstev ali finančnih naložb lahko v določenem trenutku zapolnimo nastalo vrzel.

2.3.1.3 Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri financiranju

Dolgoročno načrtovanje denarnih tokov pri financiranju začnemo z načrtovanjem izdatkov, ki obsega načrtovanje vračila dolgoročnih finančnih obveznosti in obresti v skladu s plani plačil, načrtovanje izplačila dobička lastnikom in načrtovanje morebitnih nakupov lastnih delnic ali deležev. Ko načrtovanemu denarnemu toku iz poslovanja in iz naložbenja dodamo še načrtovane izdatke ali prejemke pri financiranju, so samo izjemoma načrtovani izdatki enaki načrtovanim prejemkom, običajno imamo presežek prejemkov ali presežek izdatkov. S presežki prejemkov lahko povečamo načrtovane izdatke pri financiranju (višje dividende, odkupi lastnih delnic ali deležev, predčasno vračilo posojil), povečamo izdatke v kratkoročne ali dolgoročne naložbe. Presežek izdatkov nad prejemki, ki izvira iz povečanja dolgoročnih sredstev (nove dolgoročne naložbe) ali iz povečanja samodejnih čistih obratnih sredstev, ki imajo značaj dolgoročnih sredstev, se praviloma pokriva s prejemki iz novih dolgoročnih virov kot sta lastniški kapital in dolgoročna posojila imenovana tudi dolžniški kapital. Presežek izdatkov nad prejemki, ki izvira iz povečanja kratkoročnih sredstev pa se financira iz kratkoročnih finančnih virov o katerih bom več napisal v nadaljevanju.

Seveda mora podjetje pri odločanju o novem zadolževanju oziroma o spremembi finančne strukture upoštevati določene omejitve o čemer bom več napisal v poglavju 2.3.4.2 Optimalna finančna struktura virov v podjetju.

2.3.2 Kratkoročno načrtovanje (predračunavanje) denarnih tokov

Kratkoročno načrtovanje denarnih tokov je običajno sestavljanje dnevnih, tedenskih, mesečnih, trimesečnih, polletnih ali enoletnih predračunov denarnih tokov s ciljem zagotavljanja plačilne sposobnosti in likvidnosti. Je proces ugotavljanja denarnih potreb ali presežkov v prihodnjem obdobju. Kratkoročni predračun denarnih tokov se sestavlja ločeno za poslovno dejavnost, dejavnost investiranja (naložbenja) in dejavnost financiranja po posredni ali neposredni metodi pri čemer je neposredna metoda uporabnejša in zanesljivejša za krajša obdobja. V predračunskih obdobjih do enega leta podjetja praviloma izdelujejo predračune denarnih tokov po obeh metodah. Na daljša obdobja (trimesečje, polletje, leto) po posredni metodi (opisana že v poglavju 2.3.1), saj imajo običajno za ta obdobja tudi predračune izkaza poslovnega izida in bilance stanja, na krajša obdobja (dan, teden, mesec) pa po neposredni metodi, kjer gre običajno za operativno načrtovanje omogočeno tudi z modernimi programskimi rešitvami. Za predračune do enega meseca imajo podjetja v svojem informacijskem sistemu razpoložljive informacije (prejeti in izdani računi, obračuni plač, davkov,...), ki jih dopolnijo še z drugimi predvidenimi, neknjiženimi kategorijami kot so dani in prejeti avansi, novo financiranje, drugi zahtevki. Če se vse to prilagodi še s predvidenimi zamudami plačil kupcev, se lahko sestavi dokaj natančen kratkoročni predračun denarnih tokov. Načrtovanje po neposredni metodi na daljša obdobja pa je bolj zapleteno, ker zahteva izdelavo predračunov prejemkov in

izdatkov. To pa je povezano s pomanjkanjem podatkov, negotovostjo, kar pri sestavljanju zahteva določeno mero predvidevanja in ocenjevanja.

Po **neposredni metodi** se predračun izkaza denarnih tokov izdelava s pomočjo načrta pričakovanih prejemkov in izdatkov, ki naj bi se uresničili v obdobju, za katerega se predračunski izkaz sestavlja. Hočevar et al. (2004, str. 322) predlagajo za predračunavanje denarnih tokov naslednji postopek:

- Izračun celotnih razpoložljivih denarnih sredstev v predračunskem obdobju tako, da se začetnemu stanju denarnih sredstev prišteje načrtovane prejemke.
- Izračun načrtovanih izdatkov v predračunskem obdobju.
- Analiza predračunskega izkaza denarnih tokov s primerjavo prejemkov in izdatkov, ki nam pove ali bo imelo podjetje v predračunskem obdobju primanjkljaj ali presežek denarnih sredstev.
- Načrt financiranja, ki je glede na ugotovitev iz prejšnje alineje lahko načrt najemanja ali vračanja posojil ali drugih finančnih virov.

2.3.2.1 Predračun denarnih tokov pri poslovanju

Podobno kot dolgoročno, se tudi kratkoročno načrtovanje denarnih tokov prične z **načrtovanjem prodaje**, ki pa mora biti natančnejše, temeljiti mora na realnih ciljih in mora vključevati le prodajo proizvodov, ki jih je mogoče tudi prodati in zanje prejeti plačilo (Hočevar & Igličar, 2011, str. 505). Številne metode za načrtovanje prodaje lahko razvrstimo v dve skupini (Hočevar et al., 2004, str. 302):

- statistične metode, s katerimi se lahko predvidi prihodnji obseg prodaje na podlagi splošnih ekonomskih in tržnih razmer ter pretekle rasti prodaje in
- metode anketiranja prodajnega osebja in kupcev o predvidenem obsegu prodaje.

Če ima podjetje stabilno prodajo, ki ni podvržena sezonskim ali drugim nihanjem in lahko načrtuje takšno prodajo brez nihanj tudi v prihodnje, lahko v postopku izdelave predračuna prodaje predvideva, da bodo vsi prihodki enega obdobja v tem obdobju tudi plačani. Načrtuje torej lahko stabilne denarne prejemke, saj se odložena plačila enakomerno porazdelijo po obdobjih. V kolikor pa se mesečna prodaja razlikuje zaradi sezonskih nihanj, je poleg predračuna prodaje nujno sestaviti še predračun prejemkov iz prodaje, ki je potreben pri sestavljanju predračunskega izkaza denarnih tokov (Hočevar et al., 2004, str. 302).

Primer predračuna prodaje in iz njega izpeljan predračun prejemkov iz prodaje prikazujem v Prilogah v Tabeli 4, kjer sem podatke izbral tako, da bo mogoč prikaz vpliva sezonskih nihanj na denarni tok.

Najnatančnejša možnost načrtovanja prodaje je, če ima podjetje možnost načrtovati prodajo za vsakega kupca posebej in mu informacijski sistem omogoča sestaviti predračun prodaje kot vsoto predračunov prodaje po kupcih. Ker je dogovorjen odlog plačila za vsakega kupca znan, znana pa je tudi morebitna običajna zamuda po kupcih, se lahko sestavi zelo natančen predračun prejemkov kot vsoto predračunov prejemkov po kupcih. Če to ni mogoče, mora finančnik iz predračuna prodaje predračun prejemkov oceniti na podlagi podatkov, ki jih ima na voljo. V predračunu prejemkov običajno prejemke razvrsti v skupine tako, da oceni delež prodaje, ki bo plačan v določenem odlogu plačila, ki je dogovorjen s kupci. V Tabeli 4 v Prilogah sem predpostavil, da 10 % kupcev plača še v istem mesecu (večinoma plačilo po predračunu), 40 % v 30 dneh in preostalih 50 % v 60 dneh tako, da so prihodki iz januarja vsi plačani do konca marca. Predvidene prejemke lahko tudi zmanjšamo še za ocenjen delež prihodkov, ki ne bodo plačani (insolventnost kupca,...), vendar tega v Tabeli 4 ne predpostavljam.

Iz Tabeli 4 v Prilogah lahko vidimo, da so prejemki enaki prihodkom, če so prihodki konstantni, ne nihajo. Od aprila do junija so prihodki zaporedoma enaki 1.400.000 EUR mesečno, junija so zato tudi prejemki enaki prihodkom. Sezonsko nihanje prikazujem v februarju in marcu, kjer lahko vidimo zelo velik razkorak med prihodki in prejemki v posameznem mesecu. V februarju so prejemki za 1.260.000 EUR (2.800.000 EUR - 1.540.000 EUR) manjši od prihodkov, marca pa so prejemki za 1.190.000 EUR (700.000 EUR - 1.890.000 EUR) večji od prihodkov. Velika sezonska nihanja torej zahtevajo zelo skrbno načrtovanje denarnih tokov.

Tabelo 4 v Prilogah sem dopolnil še z mesečnimi stanji terjatev ter vrsticama z razliko med prihodki in prejemki ter spremembo terjatev, kjer lahko vidimo, da so prejemki v posameznem mesecu ravno za toliko manjši od prihodkov, kot se v tem mesecu povečajo terjatve in obratno.

Načrtovanju prodaje sledi **načrtovanje proizvodnje**. Predračun prodaje daje proizvodnji navodilo o želenem obsegu zaloge končnih proizvodov v prihodnjem obdobju. Višina zalog končnih proizvodov določa koeficient obračanja zalog oziroma dneve vezave zalog, zato jo je potrebno skrbno načrtovati. Prevelike zaloge povzročajo prekomerne stroške skladiščenja, zavarovanja, uničenja, obresti, premajhne zaloge pa lahko negativno vplivajo na zmožnost pravočasne izpolnitve naročil, nižjo prodajo in manjše število kupcev (Hočevar in Igličar, 2011, str. 507).

Načrtovanje proizvodnje ima zelo pomembno vlogo, saj z obvladovanjem proizvodnih procesov v proizvodnem podjetju lahko vplivamo na vse dejavnike denarnega toka. Samo s proizvodnjo, ki je učinkovita, pravočasna in sledi kakovostnim zahtevam kupcev lahko zagotavljamo dolgoročno rast prihodkov, s tehnološkimi izboljšavami in optimizacijo procesov povečujemo profitno maržo, s krajšimi dnevi vezave zalog pa skrajšujemo dneve operativnega cikla in znižujemo potrebo po obratnem kapitalu. Naloga proizvodnega

načrtovanja, ki sloni na predračunu prodaje (naročilnih kupcev) je določitev rokov proizvodnih procesov, priprave delovnih sredstev in potreb po delovni sili, nabave surovin in materiala, priprave dokumentacije, skladiščenja, transporta in drugih dejavnosti v tesnem sodelovanju z drugimi poslovnimi funkcijami v podjetju s ciljem kvalitetne in pravočasne izpolnitve naročil kupcev. Sestavni del načrtovanja mora biti tudi nadzor nad izvrševanjem načrtov, ukrepanje v primeru odmikov in sprotno prilagajanje načrtov spremenjenim razmeram.

Zaradi kompleksnosti proizvodnje so se v teoriji in praksi razvili številni sistemi načrtovanja, ki so praviloma tudi sestavni del ali nadgradnja informacijskih sistemov v podjetjih, takoimenovani ERP (angl. *Enterprise Resource Planning*), nekaj jih bom v nadaljevanju na kratko opisal.

Sistem za **planiranje materialnih potreb MRP** (angl. *Material Requirements Planning*) pove, koliko in kdaj je potrebno proizvajati. Informacije, ki jih MRP zagotavlja so materialni plan po obdobjih, materialni plan po dnevih, planirana naročila, naročilnica za nabavo. MRP sistematično obdeluje veliko podatkov in daje potrebne informacije za odločanje v proizvodnji. Poleg tega omogoča zmanjšanje zalog, večjo prilagodljivost, boljšo izkoriščenost sredstev in ljudi, skrajševanje in ustrezno prilagajanje dobavnih rokov, natančnejše načrtovanje potrebnih zmogljivosti ter načrtovanje denarnega toka. MRP je najbolj uporaben v podjetjih, ki proizvajajo na zalogo in imajo dobro vpeljane, stabilne in dovolj predvidljive proizvodne procese, manj pa v podjetjih, ki proizvajajo bolj specifične proizvode po naročilnih kupcev.

MRP so v šestdesetih in sedemdesetih letih prejšnjega stoletja nadgradili s **sistemi hierarhičnega centraliziranega planiranja proizvodnih virov MRP-II** (angl. *Manufacturing Resources Planning*), ki zajema in združuje vse funkcije planiranja in vodenja v podjetju, predvsem pa plan prodaje, plan proizvodnje in plan poslovnega izida. Ljubič (2006, str. 57) opisuje tri temeljne značilnosti koncepta MRP-II, in sicer:

- Hierarhični koncept predpostavlja zaporedno planiranje delnih nalog. Rezultati višjih planskih ravni določajo cilje in omejitve za nižje ravni.
- Integracija podatkov, virov (angl. *resources*), logistike in nadzora. MRP-II je načrtovanje potreb po vseh virih na vseh področjih (strojne kapacitete, zaloge materiala, razpoložljivo osebje in njihovo znanje, osnovna tehnična dokumentacija, posebna orodja in denarna sredstva). Osnova je skupna centralna baza podatkov, preko katere je mogoče tudi spremljanje in nadzor (controlling).
- Fleksibilnost, ki je zmožnost hitrega prepoznavanja in reagiranja na spremembe in jo zagotavljajo možnost simulacij, načrtovanje s povratnimi zvezami, drsno planiranje, dostop do informacij v realnem času in fleksibilnost vodenja ob izjemah.

Sistema MRP in MRP-II ne zadoščata več zahtevam sodobne organizacije proizvodnje (Ljubič, 2006, str. 47) zato so se razvili **napredni sistemi planiranja APS** (angl. *Advanced Planning System*) z ustrežno računalniško podporo, ki je največkrat nadgradnja obstoječih ERP. Koncept MRP-II in APS grafično prikazujem v Sliki 4 in Sliki 5, ki se nahajata v Prilogi 9.

Sistem ozkih grl temelji na spoznanju, da ozka grla določajo obseg in prepustnost proizvodnje, zato je potrebno ozka grla odpravljati z zmanjševanjem obremenitev z glajenjem oziroma izravnavanjem obremenitve, s časovnim premikanjem ali s prenosom delovnih operacij na druga, manj obremenjena delovna mesta. Če proces to dopušča, lahko poleg tega še popravljamo pripravljalne čase in čase za izvedbo operacij ali zmanjševati čase preurejanja z določanjem optimalnega zaporedja obdelav.

Sistem proizvodnje ob pravem času – JIT (angl. *just in time*) temelji na predpostavki dobav ravno ob pravem času, kar pomeni, da se proizvodni proces popolnoma prilagaja povpraševanju. Naročila kupcev sprožijo proizvodni proces in druge aktivnosti, med katerimi so tudi naročila dobaviteljem. Če podjetje nima naročil, lahko prosti čas porabili za popravila in vzdrževanja. Z združevanjem sistema JIT in sistema nenehnih izboljšav (kaizen) s sodobno proizvodno in informacijsko tehnologijo, bo lahko podjetje sposobno zmanjševati stroške procesa, hitrega učenja, obvladovanja kakovosti, konkurenčnega boja na tržišču in uravnavanja časovnega horizonta.

Načrtovanje v nabavi je v veliki meri odvisno in tesno povezano z načrtovanjem proizvodnje. Sodobni informacijski sistemi za načrtovanje proizvodnje ob upoštevanju normalnih in varnostnih zalog materiala in surovin že postrežejo z ustreznimi zahtevami po nabavi potrebnih materialov in surovin v ustreznih količinah in rokih. Poleg proizvodnih zahtev po materialih na velikost zaloge materiala in surovin vplivajo tudi stroški skladiščenja, stroški naročanja in prihranki v obliki popustov, rabatov, daljših odlogov plačil, ki so odvisni od velikosti naročil. Praviloma velike zaloge in naročila podjetju povzročajo višje stroške skladiščenja, zavarovanja, stroške dela, po drugi strani pa manjše stroške naročanja in boljše nabavne pogoje (nižje cene, popuste, rabate, daljše plačilne roke,...) in nižje tveganje zastojev v proizvodnji in neizpolnitve naročil kupcev. Majhna zaloga in manjša naročila materiala pa povzročajo po eni strani nižje stroške skladiščenja, zavarovanja, stroške dela, po drugi strani pa lahko povzročajo višje stroške naročanja in višje tveganje zastojev v proizvodnji in neizpolnitve naročil kupcev (Hočevar in Igljčar, 2011, str. 508).

Podobno kot sem iz predračuna prodaje sestavil predračun prejemkov iz prodaje, se lahko iz predračuna nabave sestavi predračun izdatkov pri nabavi materiala in surovin. Večinoma podjetja material nabavljajo z odlogom plačila, kar pomeni, da jih dobavitelji kreditirajo, pri čemer velja, da imajo daljši roki plačil in posledično višje obveznosti do dobaviteljev pozitiven vpliv na denarni tok.

Poleg izdatkov za material mora podjetje oceniti in pripraviti še predračune izdatkov za storitve, za plače in deleže zaposlenih v dobičku, dajatve in za druge izdatke pri poslovanju, da bi lahko s seštevanjem poslovnih prejemkov in izdatkov dobilo denarni izid pri poslovanju.

2.3.2.2 Predračun denarnih tokov pri investiranju

Predračun investicij je kratkoročno samo uresničevanje dolgoročnega načrta investicij, je pa pri načrtovanju denarnih tokov pri investiranju potreben, ker vsebuje informacije o časovni razporeditvi in višini investicijskih izdatkov v odvisnosti od izbranega vira financiranja (Hočevar et al., 2004, str. 321–322). Posebno pozornost je potrebno pri načrtovanju denarnih tokov pri investiranju na kratek rok posvetiti morebitnim kratkoročnim finančnim naložbam, če le-te služijo za previdnostno (likvidnostno) rezervo. V takem primeru moramo prejemke od odtujitve ali izdatke za pridobitev finančnih naložb predhodno usklajevati z vsemi drugimi predračuni.

2.3.2.3 Predračun denarnih tokov pri financiranju

Kot že omenjeno, so denarni tokovi pri financiranju samo odsev neto denarnih tokov iz poslovanja in investiranja. **Predračun financiranja** zajema prejemke in izdatke, ki izhajajo iz dolgoročnega strateškega načrta in dolgoročnih pogodb in so v kratkem roku dani ter prejemke in izdatke, ki so dejansko kratkoročne narave in se nanašajo predvsem na kratkoročno financiranje, ki je najpogosteje uporabljeno za izravnavanje denarnih tokov (pokrivanje primanjkljajev ali porabo presežkov denarnih sredstev). Načrtovane prejemke od povečanja ali izdatke za odplačila finančnih obveznosti moramo zato predhodno usklajevati z vsemi drugimi predračuni.

2.3.2.4 Predračunski izkaz denarnih tokov po neposredni metodi

Na podlagi vseh opisanih delnih predračunov, se v finančni službi sestavljajo predračunski izkazi denarnih tokov, ki so najprej predloženi, lahko tudi v več različicah in so podlaga za odločanje o razpolaganju z denarnim presežkom ali načinu pokrivanja primanjkljaja. Naloga finančne funkcije in vodstva podjetja je, da morebitne denarne presežke ustrezno naloži, v primeru primanjkljaja pa določiti načine, da le-tega pokrije, kar lahko naredi z odtujevanjem sredstev in naložb, pridobivanjem novih finančnih virov ali pa skrajšuje plačilne roke pri kupcih ter podaljšuje plačilne roke pri dobaviteljih. Rezultat vseh aktivnosti načrtovanja denarnega toka je sprejet predračunski izkaz denarnih tokov, kjer so denarna sredstva načrtovana v višini previdnostne rezerve.

V Tabeli 5 v Prilogah predstavljam predloženi predračunski izkaz denarnih tokov, sestavljen iz mesečnih predračunov za prvo polletje, ki je zbir vseh zgoraj naštetih predračunov pri čemer predpostavljam:

- Mesečni prihodki v višini 1.400.000 EUR so vse leto enaki razen februarja in januarja
- Izdatki za nakup materiala in storitev so ocenjeni v višini 78 % prejemkov pri poslovanju kar pomeni, da je privzeta tudi enaka razporeditev odloga plačila pri izdatkih in prejemkih (10 % dobaviteljev plačamo še v istem mesecu, 40 % v 30 dneh in preostalih 50 % v 60 dneh tako, da so odhodki iz januarja vsi plačani do konca marca)
- Ostali izdatki ocenjeni neodvisno ali samo delno odvisno od prihodkov
- Predvidena je investicija v višini 120.000 EUR, ki bo plačana v 3 obrokih
- Izdatki pri investiranju v višini mesečnega obroka po 50.000 EUR in pripadajoče obresti
- Kratkoročne finančne naložbe v obliki kratkoročnega depozita iz prejšnjih mesecev v višini 40.600 EUR
- Previdnostna rezerva določena v višini 50.000 EUR

V Tabeli 5 v Prilogah lahko vidimo, da načrtuje podjetje pozitiven denarni tok iz poslovanja s katerim bo pokrivalo tekoče finančne obveznosti in delno tudi investicijske izdatke. Januarja in februarja bo končno stanje denarja nižje od previdnostne rezerve, kar pomeni primanjkljaj, od marca dalje pa ima presežek. Finančnik ali vodstvo podjetja se na podlagi takšnega predloženega predračuna izkaza denarnih tokov odloča o pokrivanju primanjkljaja oziroma nalaganju presežka. Najboljša odločitev je tista, ki predvideva vsakokratno stanje denarnih sredstev v višini previdnostne rezerve, ko ni ne presežka, ne primanjkljaja denarja. Odločitev je nato vključena v sprejeti predračun denarnih tokov, ki ga prikazujem v Tabeli 6 (v skrajni obliki) v Prilogah in služi kot vodilo za bodoče ravnanje ter sodilo za ugotavljanje uspešnosti načrtovanja denarnih tokov, ko se bo primerjal z realiziranim. Vidimo lahko, da je denarni izid ves čas enak nič, saj bodo primanjkljaje pokrivali z odpoklicem depozitov, ki bodo nakazani na račun kot prejemki od odtujitve finančnih naložb, presežke pa bodo kot izdatke za pridobitev finančnih naložb vezali v nove depozite. Podjetje se je odločilo, da bo denarni izid usklajevalo s finančnimi naložbami, presežkov pa ne bo porabljalo za odplačevanje finančnih obveznosti.

2.3.3 Previdnostna (likvidnostna) rezerva

Znesek denarnih sredstev, ki jih dobro upravljano podjetje drži na računu kot previdnostno (likvidnostno) rezervo naj bi poskrbel za reševanje kratkoročnih neravnotežij v denarnih tokovih. Usklajenost zapadlosti v plačilo terjatev in obveznosti v podjetju je ideal, ki praktično nikoli ni uresničljiv, neskladja med obveznostmi za plačila dolgov in prilivi denarnih sredstev na račun se izkazujejo dnevno. Tudi če bi na nek način do dneva natančno uspeli uskladiti roke plačil izdanih in prejetih računov, je v realnosti treba upoštevati tudi, da kupci ne plačujejo vedno točno na rok zapadlosti v plačilo in da obstaja vedno neka verjetnost, da nekateri računi sploh nikoli ne bodo plačani (insolventnost kupca). Ker imajo nekatere obveznosti določene roke za plačilo, ki si jih podjetje nikakor

ne more privoščiti zamuditi (na primer plače, davki), je smiselno in priporočljivo, da ima podjetje na svojem računu vedno znesek previdnostne rezerve.

Pri določanju višine te rezerve mora podjetje tehtati med tveganjem nezmožnosti plačila obveznosti ob zapadlosti in oportunitetnimi stroški držanja te rezerve. Denar in denarni ustrezniki so namreč nedonosno ali nizko donosno sredstvo. Višino previdnostne rezerve mora podjetje torej določiti na neki optimalni, minimalni vrednosti. Za določanje višine previdnostne rezerve je bilo razvitih veliko modelov, ki jih glede na njihovo matematično strukturo lahko delimo na modele, ki temeljijo na (Melo & Bilich, 2013, str. 242) teoriji zalog, linearnem programiranju ter dinamičnem programiranju. V praksi se navedeni modeli redko uporabljajo, previdnostna rezerva se namreč pogosto določi kar po občutku, na podlagi preteklih izkušenj in informacij, ki jih imajo v podjetju na voljo. V Podjetju višino rezerve med mesecem spreminjajo tako, da jo s približevanjem pomembnim izplačilom (plače, davki) prilagajajo po vrednosti. Pogosto tudi podjetja kot alternativo vzdrževanja previdnostne rezerve pri bankah najamejo okvirni kredit ali limit na računu, ki ga po potrebi črpajo.

Dejavniki, ki vplivajo na previdnostno rezervo so predvsem vrsta dejavnosti podjetja (proizvodna podjetja potrebujejo višjo od storitvenih), obseg dejavnosti (velika podjetja višjo kot majhna), stopnja omejenosti do finančnih virov, variabilnost denarnega toka. Vendar pa je višina previdnostne rezerve odvisna tudi od možnosti uporabe denarnih nadomestkov, kot so kreditne linije, limiti na računu, ki se ne štejejo kot rezerva v obliki denarnih sredstev v bilanci stanja. Pomen previdnostne (likvidnostne) rezerve je njena neposredna povezava s kratkoročno plačilno sposobnostjo, torej z dejstvom, da je prav pomanjkanje denarja in nezmožnost tekočega plačevanja obveznosti razlog za nelikvidnost, plačilno nesposobnost in v skrajnem primeru insolventnost (Hadzhikotev, 2013, str. 48).

2.3.4 Viri financiranja in optimalna finančna struktura

2.3.4.1 Viri financiranja v podjetju

Financiranje se v podjetjih odvija v okviru finančne funkcije, ki skrbi tudi za ustrezno finančno sestavo po ročnosti in po virih. Viri financiranja se delijo na notranje in zunanje ter na lastniške in dolžniške. Notranji viri financiranja v podjetju izvirajo iz pozitivnega denarnega toka, ki ga podjetje ustvari z dobičkonosnim poslovanjem, iz obračunane in neporabljene amortizacije, vkalkuliranih rezervacij, s prodajo sredstev in iz drugih kratkoročnih denarnih tokov. Če notranjim virom prištejemo še lastniški kapital (delnice ali deleži) govorimo o lastnem financiranju. Zunanje vire financiranja podjetja pridobijo na kapitalskih in finančnih trgih in jih označujemo kot lastniške in dolžniške vire financiranja. Z vidika lastništva ločimo lastniške in dolžniške vire financiranja. Med lastniške vire financiranja uvrščamo osnovni kapital (delnice ali deleži) vplačan s strani ustanoviteljev in kasnejših vlagateljev ter druge sestavine kapitala (zadržani dobički, rezerve itd.) Vložek v

obliki kapitala daje vlagatelju pravico do lastništva in upravljanja podjetja ter pravico do izplačila dobička. Dolžniški viri financiranja nastanejo na podlagi dolžniško upniškega razmerja med podjetjem in financerjem, pri čemer se podjetje zavezuje v določenem roku vrniti glavnico in obresti. Najpogostejše oblike dolga so dolgoročni in kratkoročni bančni krediti, obveznice, faktoring, lizing, franšizing.

Znani zunanji viri financiranja podjetij v Sloveniji so (Viri financiranja, 2016):

- bančni viri (kratkoročna in dolgoročna posojila),
- javni viri (javni razpisi, subvencije, druge državne pomoči),
- rizični kapital (skladi in družbe tveganega kapitala, poslovni angeli),
- faktoring (z zavarovanjem ali brez zavarovanja terjatev),
- lizing (finančni ali operativni lizing),
- drugi viri (evropska sredstva).

Kratko predstavitev zgoraj naštetih virov lahko najdemo na spletni strani <http://www.podjetniski-portal.si/izdelki-in-storitve/viri-financiranja>. Najpogosteje se podjetja financirajo pri bankah, ki ponujajo široko paleto finančnih produktov, ki jih posebej v tem delu ne bom predstavljali, bom pa omenil dva načina financiranja, katerih obseg se v zadnjem času povečuje in so z vidika denarnega toka posebna, saj ne vplivata na denarni tok iz financiranja temveč na denarni tok iz poslovanja, in sicer operativni lizing (angl. *leasing*) ter faktoring. Operativni lizing vpliva na denarni tok iz poslovanja zaradi izdatkov za najemnino, faktoring pa vpliva na denarni tok iz poslovanja preko čistih obratnih sredstev, saj se s prodajo terjatev zniža njihovo stanje, skrajša se vezava terjatev in poslovni cikel ter zmanjša potreba po obratnem kapitalu.

Operativni lizing je pogodbeno razmerje, kjer lizingodajalec po naročilu lizingojemalca kupi predmet lizinga in mu ga izroči v uporabo, lizingojemalec pa mu za to plačuje mesečno najemnino. Podjetje izbere operativni lizing, kadar mu lastništvo nad opremo ni pomembno in jo namerava uporabljati v krajšem obdobju. Med številnimi prednostmi, ki jih naštevajo avtorji in lizing družbe (Konda, 2014; Leasing, 2016; Operativni leasing, 2016), je z vidika denarnega toka najpomembnejša ta, da predmet lizinga **ne obremenjuje bilanc** (knjiži se izvenbilančno), saj se le-ta ne vodi kot osnovno sredstvo, zanj se ne obračunava amortizacije in stroškov investicijskega vzdrževanja in ne povečuje zadolženosti podjetja. Tako operativni lizing omogoča uporabo osnovnega sredstva ne da bi se podjetju povečala bilančna vsota in znižal delež kapitala v virih sredstev zaradi česar ohranja finančni položaj, likvidnost, tveganost in dostop do bančnih virov, poleg tega zahteva manjši del lastnih sredstev, kar omogoča prosta sredstva za posle, ki prinašajo višji donos, kot pa znašajo stroški lizinga.

Factoring je finančna storitev, ki podjetjem pri poslovanju na domačem in tujih trgih omogoča stalno financiranje poslovanja z odkupom nezapadlih in nespornih terjatev do bonitetnih kupcev brez zahteve po dodatnem materialnem zavarovanju (Factoring, 2016).

Glede na zavarovanje kreditnega tveganja poznamo dve vrsti faktoringa (ABC faktoringa, 2016), in sicer **factoring z regresno pravico**, ki je odstop terjatev brez zavarovanja, saj faktor ne prevzame tveganja neplačila kupca (dolžnika). Predplačilo, ki ga faktor na podlagi odstopljenih terjatev nakaže odstopniku je oblika financiranja. Druga vrsta faktoringa pa je **factoring brez regresa**, ki je dokončen odstop terjatev in odstopniku zagotovi popolno zavarovanje terjatev do izbranega kupca, tveganje neplačila pa v celoti prevzame faktor, ki je terjatve odkupil z diskontom. Ta oblika faktoringa pomeni spremembo v sredstvih podjetja, znižajo se prodane terjatve in poviša denar.

Podjetja s faktoringom predčasno pridobijo denarna sredstva, ki jih lahko namenijo za rast prodaje, poplačilo dobaviteljev, bank in drugih. Financiranje poslovanja s faktoringom ponuja številne prednosti (Financiranje terjatev, 2016; ABC faktoringa, 2016), z vidika denarnega toka pa navajam predvsem:

- podjetje lahko podaljša plačilne roke kupcem brez vpliva na denarni tok, kar je lahko konkurenčna prednost,
- stabilizacija in predvidljivost denarnih tokov,
- denarni tok se razvija skladno s prodajo, večji delež prejemkov je podjetju na voljo že takoj po prodaji in izdaji računa kupcu,
- materialna zavarovanja niso potrebna,
- financiranje v primeru faktoringa brez regresa znižuje stanje terjatev in bilančno vsoto, ugodno vpliva na poslovni cikel, zmanjšuje potrebo po obratnem kapitalu in se ne pojavlja kot obveznost v bilanci zaradi česar odstopnik ohranja finančni položaj, likvidnost, tveganost in dostop do bančnih virov.

Factoring je alternativa bančnemu financiranju, ki postaja vse bolj privlačna za podjetja, saj ponuja še zavarovanje in upravljanje terjatev. Običajno faktor zahteva, da so mu odstopljene terjatve zavarovane. Zavaruje jih lahko že odstopnik pri specializiranih zavarovalnicah (SID-PKZ, Zavarovalnica Triglav, Euler Hermes, Coface, Atradius,...), to storitev pa posebej ponujajo tudi faktorji kar zagotavlja odstopniku popolno poplačilo terjatev tudi v primeru insolventnosti kupca. Med faktorinško upravljanje terjatev uvrščamo številne storitve, najpomembnejše pa so vodenje in unovčevanje terjatev ter spremljanje bonitete kupcev. Factoring torej ponuja celovito rešitev, ki poleg pozitivnega vpliva na tekočo likvidnost tudi bistveno zmanjšuje tveganja povezana s kreditiranjem kupcev.

Omeniti moram še **dobaviteljski factoring** (angl. *Supply Chain Finance*) **ali obratni factoring** (angl. *reverse factoring*), ki je ena najbolj zanimivih in perspektivnih novih

storitev v finančnem sektorju v zadnjih letih. Za razliko od klasičnega faktoringa, kjer faktorinško pogodbo s faktorjem sklepa dobavitelj kot prodajalec terjatev, sklepa pri dobaviteljskem faktoringu pogodbo s faktorjem običajno renomiran in boniteten kupec, ki to storitev ponuja svojim dobaviteljem. Faktor plačuje dobaviteljem odstopljene račune v celoti pred zapadlostjo brez regresa, kupec pa plačuje odstopljene račune faktorju ob zapadlosti. Ker dobi dobavitelj z odstopom svojih terjatev na faktorja možnost takojšnjega plačila z relativno nizkimi stroški (so odvisni od bonitete kupca), se lahko kupec z njim dogovori za občutno podaljšanje plačilnih rokov (običajno do 180 dni). Dobaviteljski faktoring tako s skrajšanjem dni vezave denarja (ang. *cash conversion cycle* - CCC) pozitivno vpliva na denarni tok pri obeh udeležencih, pri kupcu se podaljšajo dnevi vezave obveznosti do dobaviteljev, dobavitelju pa se skrajšajo dnevi vezave terjatev. Tudi če podjetje ni renomirano in nima najboljše bonitete, pa ima dobre, bonitetne kupce, je lahko dobaviteljski faktoring zanj primeren, saj lahko s prodajo terjatev do svojih kupcev poplačuje obveznosti po dobaviteljskem faktoringu. Podjetje na tak način na faktorja prenese upravljanje terjatev, obveznosti in tudi tok denarja (Jurca, 2016; Dobaviteljski faktoring, 2016)

2.3.4.2 Optimalna finančna struktura virov v podjetju

V izogib prevelikemu tveganju plačilne nesposobnosti, ki narašča z naraščanjem deleža dolga v vseh obveznostih, morajo podjetja načrtovati optimalno finančno strukturo oziroma raven zadolženosti. Ta pa je odvisna predvsem od višine in predvidenih gibanj obrestnih mer za najeta posojila, od višine poslovnega vzvoda, pa tudi od tržnih razmer, ki opredeljujejo trend rasti prihodkov. Stroški financiranja, predvsem pa obrestna mera, so pglavitni dejavnik in podlaga za odločanje o obsegu uporabe tujih virov financiranja. Ko so obrestne mere za dolžniško zadolževanje nižje od dobičkonosnosti vseh sredstev (ROA), je dodatno dolžniško zadolževanje smotno, saj podjetje s svojimi sredstvi dosega višji donos, kot ga stanejo viri za financiranje teh sredstev. Dodatno zadolževanje v takih pogojih povečuje dobičkonosnost kapitala (ROE). Višje dolžniško zadolževanje sproža višji finančni vzvod, kar pomeni, da lahko podjetje ob ustrezni dobičkonosnosti vseh sredstev (ROA) dosega večjo donosnost za lastnike kapitala (ROE). Vendar večja uporaba dolga predstavlja tudi večje tveganje tako za upnike, kot za lastnike kapitala, ki zato zahtevajo višji donos (upniki višje obresti, lastniki višje dividende), to pa povečuje stroške financiranja. Učinek uporabe finančnega vzvoda je pozitiven tako dolgo, dokler je dobičkonosnost na vsa sredstva (ROA) višja od obrestne mere za najeta finančna sredstva (Bergant, 2010, str. 92)

Peterlin in Glavina (2009, str. 60) opredeljujeta optimalno finančno sestavo tisto, ki najbolj zvišuje vrednost podjetja in hkrati zagotavlja plačilno sposobnost. Zagotavljati mora nemoteno plačilno sposobnost ob minimalnih stroških financiranja in hkrati zagotavljati rast lastnikovega premoženja. Opredelitvi, ki predvideva izbiro najcenejših rešitev v

priskrbi in uporabi finančne sestave pa v realnosti podjetja dodajajo še druge dejavnike in sodila, kot so odvisnost od dobavitelja, odvisnost od posojilodajalca ter druga tveganja.

Bergant (2012b, str. 46–47) ugotavlja, da sodobna teorija poslovnih financ rešitev problema optimalne finančne strukture podjetja večinoma opisuje s **teorijo glavnega toka**, ki temelji na iskanju ravnovesja med stroški in koristmi oziroma donosnostjo in tveganjem (angl. *trade-off theory*) financiranja podjetja z dolgom. Pri dodatnem zadolževanju podjetja koristijo pozitivne učinke davčnega štita (angl. *tax shield*), ker obresti znižujejo davčno osnovo in zato prinašajo davčne prihranke, ki so višji pri višjih davčnih stopnjah. Po drugi strani pa dodatno zadolževanje povečuje stroške finančne stiske (angl. *cost of financial distress* ali *bankruptcy costs*), ki je izraz tveganja plačilne nesposobnosti zaradi dodatnega zadolževanja. Med stroške pa se uvršča še stroške agentov, ki nastajajo zaradi nasprotujočih si interesov poslovodstev, lastnikov in upnikov ter stroške asimetričnosti informacij (poslovodstvo ima več informacij od ostalih deležnikov).

Ker teorija glavnega toka ni široko podprta z empiričnimi dokazi, so se na podlagi empiričnih spoznanj o strukturi kapitala razvile številne teorije med katerimi je najpomembnejša **teorija vrstnega reda** (angl. *Pecking order theory*), ki predpostavlja, da podjetje ne zasleduje neke optimalne strukture kapitala, pač pa se financira najprej z najmanj tveganimi viri, to je z lastnimi viri (zadržani dobički) in šele nato z dolžniškimi in lastniškimi viri.

2.4 Obvladovanje denarnega toka

Cilj obvladovanja denarnih tokov je v znižanju stroškov financiranja in zmanjšanju obsega zadolževanja. Z upoštevanjem vseh dejavnikov denarnega toka in z izkoriščanjem vseh novejših bančnih storitev pri ravnanju z denarjem lahko povečan obseg poslovanja financiramo z enakim obsegom zadolžitve ali pa nespremenjen obseg poslovanja financiramo z nižjim obsegom zadolžitve (Peterlin & Glavina, 2009, str. 132).

Načrt denarnih tokov opozori finančnika na obdobje, ko bo imelo podjetje višek ali primanjkljaj denarnih sredstev. V primeru **presežka** se finančnik lahko odloči, da bo zmanjšal dolgove podjetja ali pa sredstva naložil v najbolj optimalno naložbo (glede na likvidnost in tveganje). Po Žiberni (1997, str. 19) se podjetja lahko odločajo predvsem med nakupom vrednostnih papirjev, kreditiranjem porabnikov, kreditiranjem drugih fizičnih ali pravnih oseb, deponiranjem pri finančnih ustanovah, predčasnim poravnavanjem obveznosti ali naložbami v materialne oblike sredstev.

Načrtovan **primanjkljaj** denarnih sredstev v določenem prihodnjem obdobju lahko finančnik rešuje na dva načina, in sicer se lahko loti pospeševanja pridobivanja prejemkov in/ali zmanjševanje izdatkov. Za pospeševanje **pridobivanja prejemkov** lahko uporabi preoblikovanje denarnih ustreznikov v denar, unovčenje vrednostnih papirjev, pospeševanje izterjave terjatev do kupcev in drugih dolžnikov, skrajševanje plačilnih

rokov, povečanje obsega proizvodnje tistih proizvodov, ki se hitreje preoblikujejo v denar, povečanje zahtevanih predujmov pri prodaji, prodajo dela osnovnih sredstev, izdajanje lastniških vrednostnih papirjev idr. Za **zmanjšanje izdatkov** lahko uporabi odlaganje izplačil zapadlih obveznosti, podaljšanje roka zapadlosti prejetih posojil, zmanjšanje naložb v zaloge obratnih sredstev, zmanjšanje denarnih predujmov pri nabavi blaga in storitev, preoblikovanje kratkoročnih obveznosti v dolgoročne ali kapital ter v določenem primeru tudi zmanjšanje obsega poslovanja.

Pri vsaki odločitvi mora biti finančnik zelo previden, saj je vsaka odločitev povezana še z drugimi področji poslovanja. Skrajšanje plačilnega roka lahko vpliva na zmanjšanje prodaje, zmanjšanje denarnih predujmov pri nabavi lahko povzroči višjo nabavno ceno materiala, odlaganje izplačil zapadlih obveznosti zmanjša ugled podjetja, prodaja dela osnovnih sredstev zmanjša količino proizvodnje. Vsi ukrepi navadno povzročijo zmanjšan donos podjetju, zato morajo biti skrbno načrtovani in usklajeni. S selektivnim izborom zgoraj naštetih aktivnosti podjetje vpliva na denarni tok s ciljem zagotavljanja plačilne sposobnosti, nižjega zunanjega zadolževanja in zniževanja finančnih odhodkov ter zniževanja oportunitetnih stroškov držanja denarja, ki presega določeno likvidno rezervo.

Na koncu naj opišem še bančni produkt **združevanje denarnih sredstev** (angl. *Cash pooling*), ki je lahko domače ali mednarodno in je namenjeno skupinam lastniško povezanih podjetij z močnim centraliziranim zakladno-finančnim oddelkom. Združevanje denarnih sredstev omogoča optimiziranje kratkoročne likvidnosti ter hitrejši obrat denarnih sredstev znotraj skupine, povečuje preglednost denarnih tokov in znižuje stroške kratkoročnega financiranja na nivoju skupine. Presežna denarna sredstva iz sodelujočih transakcijskih računov skupine podjetij se ob koncu dne avtomatično prenašajo na izbrani, glavni račun matičnega podjetja v celoti (ničelno združevanje denarnih sredstev), ali pa nad določenim limitom (ciljno združevanje denarnih sredstev). Po drugi strani pa se lahko iz sredstev na glavnem računu matičnega podjetja pokrivajo morebitni primanjkljaji na računih udeležencev (pod ničelnim oziroma ciljnim stanjem na sodelujočem računu). Obresti banka obračuna po stanju na glavnem računu, povezane družbe pa si med seboj obračunavajo obresti po medsebojnih posojilnih pogodbah (Združevanje denarnih sredstev, 2016).

2.4.1 Upravljanje s tveganji

Obvladovanje denarnega toka pomeni tudi upravljanje s tveganji, ki nanj vplivajo. Podjetja, stroka, pa tudi vlade se vedno bolj zavedajo pomena ustreznega upravljanja s tveganji (angl. *Risk management*), posebej še po zadnji svetovni finančni krizi. Tveganje je opredeljeno kot vpliv negotovosti na zastavljene cilje, je nek odklon od pričakovanega, ki je lahko pozitiven ali negativen in je opisan z nekim dogodkom, spremembo okoliščin ali pa je posledica. Upravljanje s tveganji je dejavnost podjetja, ki obsega ugotavljanje, merjenje ali ocenjevanje, obvladovanje in spremljanje tveganj ter o njih poročanje.

Uspešno upravljanje tveganj mora biti sorazmerno z raznovrstnostjo in velikostjo tveganj v podjetju, kar je odvisno od njegove velikosti, dejavnosti in kompleksnosti organizacije, biti mora usklajeno z vsemi poslovnimi funkcijami v podjetju, vgrajeno v vse rutinske dejavnosti in dinamično v smislu hitrega odzivanja na spremenjene okoliščine (Institute of Risk Management, 2010, str. 3–4).

Tveganja, ki vplivajo na podjetje delimo na poslovna in neposlovna. Med poslovna tveganja uvrščamo finančno, strateško, operativno in tveganje hazarda (razvrstitev grafično prikazujem v Sliki 6, ki se nahaja v Prilogi 10). Neposlovna tveganja so tveganja, ki so povezana z dejavniki zunaj podjetja, na katere podjetje nima vpliva in imajo običajno dolgoročen vpliv. Med njimi velja izpostaviti na primer tveganja, ki izvirajo iz neugodnih sprememb v ekonomskem, pravnem, političnem, socialnem in naravnem okolju.

Berk, Peterlin in Ribarič (2005, str. 101–104) navajajo **več mehanizmov odzivanja podjetja na tveganje**. Izbira med njimi je v veliki meri odvisna od naklonjenosti oziroma nenaklonjenosti vodstva do tveganja ter od vrste in reda velikosti tveganja, ki mu je podjetje izpostavljeno. Podjetje se torej na tveganje odzove tako, da tveganje **prevali** – običajno na zavarovalnico s sklenitvijo ustrezne police in s plačilom premije, **ublaži ali zmanjša** – z ustreznim nadzorom, preventivnimi in zaščitnimi ukrepi, s transakcij na denarnem trgu ali s finančnimi instrumenti, **sprejme** – pri tem je lahko aktivno in govorimo o samozavarovanju ali pa pasivno, ko zavestno sprejme tveganje z odprto pozicijo, ker računa na pozitiven in donosen izid ali pa **se mu izogne** – najpogosteje to pomeni opustitev poslovne aktivnosti, pri kateri je izpostavljenost tveganju prevelika v primerjavi z donosnostjo in bi uresničitev takega tveganja prineslo preveliko izgubo.

2.4.1.1 Finančna tveganja

Berk et al. (2005, str. 198) so finančno tveganje opredelili kot tveganje neugodnih gibanj finančnih mer (cen), zaradi katerih se lahko v podjetju oslabijo sredstva in okrepijo dolgovi. Finančna tveganja se združujejo v tri skupine (Berk et al., 2005, str. 199–200), in sicer:

1. finančna tveganja, pri katerih na dejavnike tveganja ne moremo vplivati (izvirajo iz zunanjega okolja, nanje vplivajo trg in država, mednje sodijo cene blaga in storitev, obrestna mera, devizni tečajji, trg vrednostnih papirjev, cena delovne sile in drugo),
2. finančna tveganja, pri katerih lahko vplivamo na dejavnike tveganja (so posledica odločitev v podjetju o izbiri kupcev, o naložbah, zadolževanju in drugo, mednje sodijo kreditno, likvidnostno in denarnotokovno tveganje) in
3. finančna tveganja pri varovanju izpostavljenosti finančnim tveganjem (so posledica napačne ocene tveganja ali nepravilno izbranega finančnega instrumenta varovanje pred tveganjem).

Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju – ZFPPIPP (Ur. l. RS št. 13/2014) v svojem 30. členu poslovodstvu zapoveduje upravljanje z vsemi tveganji, ki jim je podjetje izpostavljeno s poudarkom na finančnih in operativnem tveganju. V naslednjem, 31. členu so posebej predpisane obvezne aktivnosti upravljanja z likvidnostnim tveganjem, ki je tveganje nastanka izgube zaradi kratkoročne plačilne nesposobnosti

Berk et al. (2005, str. 225–229) ločuje načine upravljanja finančnih tveganj na notranje, ki se v podjetju vršijo v okviru finančne funkcije ter na zunanje načine upravljanja, pri katerih podjetje sodeluje s finančnimi institucijami, ki ponujajo upravljanje z izvedenimi finančnimi instrumenti.

Obvladovanje likvidnostnega tveganja pomeni zagotavljanje kratkoročne in dolgoročne plačilne sposobnosti. Likvidnostno tveganje za podjetje pomeni obstoj nevarnosti, da ne bo v vsakem trenutku iz tekočih prilivov sposobno poravnati svojih zapadlih obveznosti. Saunders (2000, str. 357) v aktivno upravljanje likvidnosti vključuje:

1. sistem limitov denarja in visoko likvidnih sredstev,
2. sistem vzdrževanja tekoče likvidnosti in dolgoročne plačilne sposobnosti s centralno vodenim denarnim poslovanjem (funkcija zakladništva),
3. spremljanje in načrtovanje sprememb, ki vplivajo na likvidnostne potrebe (sezonska nihanja, inflacija, ipd) iz zunanjega okolja,
4. razpršenost zunanjih virov financiranja v izogib odvisnosti od enega samega vira,
5. razpršenost dospelosti obveznosti za preprečevanje velikih nihanj likvidnostnih potreb,
6. upravljanje s kreditnim tveganjem s ciljem sprotnega plačevanja terjatev,
7. investiranje presežkov denarja v visoko likvidne, netvegane in optimalno donosne naložbe.

Obvladovanje kreditnega tveganja obsega aktivnosti za preprečevanje finančnih izgub, zaradi dolžnikove nezmožnosti ali nepripravljenosti, da izpolni svoje finančne obveznosti na dan dospelosti in v celoti. Kreditno tveganje se pojavlja v podjetjih, ki kupcem prodajajo z odlogom plačila. Preden kupca kreditiramo si moramo odgovoriti na vprašanje, ali nam bo kupec prodano blago sposoben plačati, preveriti moramo torej njegovo boniteto, pri čemer preverjamo zlasti podatke o finančni moči podjetja, o donosnosti, rentabilnosti, likvidnosti, kreditni sposobnosti, zadolženosti, položaju kupca na trgu, vodilnem kadru ipd. Če boniteta ni zadovoljiva ali pa če so obsegi tako veliki, da bi morebitno neplačilo pomenilo za podjetje preveliko finančno izgubo, se podjetje lahko odloči za enega ali več instrumentov zmanjševanja izpostavljenosti kreditnemu tveganju (zavarovanja svojih terjatev), kot so prodaja na predplačilo, bančna garancija in akreditiv, factoring, menica, izvršnica in zavarovanje terjatev pri specializiranih zavarovalnicah. Poleg zgoraj navedenih pogostejših načinov zavarovanja terjatev se podjetja lahko poslužujejo še poročstva, odstopa terjatev v zavarovanje ali zavarovanja z zastavo nepremičnin, premičnin ali terjatev.

Obvladovanje tržnega tveganja obsega aktivnosti za preprečevanje finančnih izgub zaradi spremembe cen proizvodov, materiala, surovin in storitev, obrestne mere, deviznega tečaja, trga vrednostnih papirjev, cene delovne sile in drugo. Za varovanje pred tržnim tveganjem ponujajo finančne inštitucije celo paleto finančnih instrumentov. Po pregledu bančne ponudbe na spletnih straneh slovenskih bank (NLB, Abanka, Banka Koper) pa ugotavljam, da se ponuja predvsem ščitenje obrestne mere z obrestno zamenjavo (IRS), terminsko obrestno mero (FRA), obrestno kapico (Cap), obrestnim dnom (Floor) in obrestno ovratnico (Collar) ter deviznega tečaja z valutnim terminskim poslom (FX Forward), valutno zamenjavo (FX Swap), valutno opcijo (FX Option) in valutno ovratnico (Risk Reversal).

SKLEP

Diplomsko delo sem zastavil kot celovit pregled upravljanja z denarnimi tokovi v proizvodnem podjetju s poudarkom na njihovem načrtovanju. Pri pisanju sem uporabljal domačo in tujo literaturo, interne vire in praktične izkušnje podjetja, pa tudi svoje lastne ter prišel do spoznanj in ugotovitev, ki jih v sklepu navajam.

Skozi ves tekst diplomskega dela se potrjuje v uvodu zapisana trditev, da je načrtovanje denarnih tokov eno od najboljših orodij za zmanjševanje verjetnosti kratkoročne in dolgoročne plačilne nesposobnosti, če upoštevamo načelo dolgoročnega financiranja neto obratnega kapitala, torej tistega dela obratnih sredstev, ki jih ne financirajo dobavitelji, saj se v podjetju tako zagotavlja z vidika ročnosti netvegano sestavo virov. Čeprav vsi vodilni računovodski standardi priporočajo sestavljanje IDT po neposredni metodi (različici I), je zaradi njene izrazne moči posredna metoda (različica II) primernejša za načrtovanje IDT na dolgi rok, ker osvetljuje dolgoročni vidik plačilne sposobnosti podjetja, medtem ko različica I kratkoročnega. Tehnika načrtovanja IDT s pripravo napovednih tabel, ki vključujejo stopnje rasti, odstotke in dneve vezave za napovedovanje posameznih kategorij v IDT in smo jih izračunali z analizo preteklih podatkov, se je izkazala za učinkovito. Dolgoročno načrtovanje IDT je zlasti pomembno, ko podjetje načrtuje večje investicije v prihodnje, saj so s finančnostrateškega vidika odločilne za podjetje, zahtevajo dolgoročne vire financiranja in določajo način in obseg proizvodnje v prihodnje. Kratkoročno načrtovanje se priporoča po neposredni metodi. Zlasti je pomembno v podjetjih, ki imajo velika nihanja v prodaji in posledično veliko variabilnost denarnega toka. Načrtovanje proizvodnje je v proizvodnem podjetju pomembnejši del načrtovanja IDT

Upravljanje z denarnim tokom pomeni vplivanje na dejavnike denarnega toka in upravljanje z denarnimi sredstvi s ciljem znižanja stroškov financiranja in zmanjševanja obsega zadolževanja. Z vplivanjem na dejavnike denarnega toka (rast, profitna marža, čista obratna sredstva) spreminjamo sposobnost generiranja denarnega toka iz poslovanja, ki je osnovni in trajnostni vir denarja podjetja. Upravljanje in načrtovanje proizvodnje ima pomembno vpliva na višino oziroma na hitrost obračanja čistih obratnih sredstev, zlasti na

zaloge in obveznosti do dobavitelje. Drugi segment upravljanja denarnega toka je upravljanje z viri financiranja, ki so po večini kapital in bančni krediti. V primeru omejenih bančnih virov sta lahko dobrodošla dva alternativna vira financiranja, ki ne spreminjata finančne sestave podjetja, to sta faktoring (brez regresne pravice in dobaviteljski) ter operativni lizing. Na koncu moram poudariti tudi pomen različnih tveganj, ki so jim podjetja izpostavljena, zlasti pa finančno tveganje, zaradi katerega se lahko v podjetju oslabijo sredstva in okrepijo dolgovi. Upravljanje s tveganji (angl. Risk management) obsega aktivnosti za preprečevanje finančnih izgub. Še zlasti po zadnji svetovni finančni krizi pridobiva na pomenu, zavedajo se ga podjetja, stroka, pa tudi vlade, ki prilagajajo zakonodajo tako, da zapovedujejo podjetjem upravljanje s tveganji.

LITERATURA IN VIRI

1. *ABC faktoringa*. Najdeno 19. junija 2016 na spletnem naslovu <http://bankazapodjetnike.si/novice/abc-faktoringa/>
2. Bajuk Mušič, A. (2016). Izkaz denarnih tokov. *IKS: revija za računovodstvo in finance*, 43(1), 46–49.
3. Bergant, Ž. (2004). Denarni tok iz drugačnega zornega kota. *Zbornik 10. strokovnega posvetovanja o sodobnih vidikih analize poslovanja in organizacije* (str. 137–153). Portorož: Zveza ekonomistov Slovenije.
4. Bergant, Ž. (2008). *Izvedbeni vidiki ZFPPIPP v okviru Kodeksa poslovnofinančnih načel*. Najdeno 29. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.vsr.si/clanki/ZFPPIPP%20Svetovanje.pdf>
5. Bergant, Ž. (2010). *Osnove analize poslovanja*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo pri VŠR.
6. Bergant, Ž. (2011). Poslovni vzvod. *Poslovno računovodstvo*, 4(4), 9–26.
7. Bergant, Ž. (2012a). Celotni vzvod. *Poslovno računovodstvo*, 5(3), 54–71.
8. Bergant, Ž. (2012b). *Plačilna sposobnost in kapitalska ustreznost podjetja (računovodska analiza)*. Ljubljana: Inštitut za poslovodno računovodstvo.
9. Berk, A., Peterlin, J., & Ribarič, P. (2005). *Obvladovanje tveganj: Skrivnost celovitega pristopa*. Ljubljana: GV založba.
10. Brigham, E. F., & Daves, P. R. (2002). *Intermediate Financial Management* (7th ed.). Fort Worth: South Western.
11. Comiskey, E. E., & Mulford, C. W. (2005). *Creative Cash Flow Reporting*. Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
12. Črčinovič Krofič, V., & Leva Bukovnik, M. (2009). Osnove poslovnih financ. Najdeno xx.xx.2016 na spletnem naslovu http://www.scpet.net/vss/xinha/plugins/ExtendedFileManager/demo_images/egradiva/Osnove%20poslovnih%20financ,%20Crcinovic.pdf
13. *Dobaviteljski faktoring*. Najdeno 20. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.prvifaktor.si/sl/dobaviteljski-faktoring/>
14. Dvoršak Bugarija, J. (2006). *Varovanje poslovanja ali obvladovanje tveganja*. Najdeno 25. avgusta 2016 na spletnem naslovu <http://www.zav-zdruzenje.si/wp-content/uploads/2013/01/Varovanje-poslovanja-ali-obvladovanje-tveganja.pdf>
15. *Faktoring*. Najdeno 18. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.s-factoring.si/factoring>
16. *Financiranje terjatev*. Najdeno 18. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.s-factoring.si/financiranje-terjatev>
17. Hadzhikotev, V. (2013). Cash Flow Statement – Tool for Efficient Management of the Financial Situation of the Enterprise. *Romanian Economic and Business Review*, 8(4.1), 44–19.
18. Hočevar, M., & Igličar, A. (2011). *Računovodstvo za managerje*. Ljubljana: GV založba.

19. Hočevar, M., Igljučar, A., & Zaman, M. (2004). *Osnove računovodstva*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta v Ljubljani.
20. Institute of Risk Management. (2010). *A structured approach to Enterprise Risk Management (ERM) and the requirements of ISO 31000*. Najdeno 20. avgusta 2016 na spletnem naslovu https://www.theirm.org/media/886062/iso3100_doc.pdf
21. Ivanova, R. (2013). *Analysis of Enterprise's Cash Flows - Problems and Solutions in the Conditions of Crisis*. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu http://www.unwe.bg/uploads/Alternatives/Article05_01.2013.pdf
22. Jurca, T. (2016). *Financiranje dobaviteljev*. Najdeno 20. avgusta 2016 na spletnem naslovu http://www.bisnode.si/storage/doc/201601/1unicreditsos-financiranje_1.pdf
23. *Kodeks poslovnofinančnih načel*. (1997). Najdeno 27. maja 2016 na spletnem naslovu http://www.si-revizija.si/sites/default/files/fin-kodeks_posfin_nacel-celotno.pdf
24. Konda, U. (2014). Kako do dobre lizinske pogodbe, kakšni so pogoji. *Finance*. Najdeno 18. junija 2016 na spletnem naslovu <http://avto.finance.si/8357621>
25. Kunovar, B. (2014). *Kaj banko zanima pri odobritvi kredita?* Najdeno 20. aprila 2016 na spletnem naslovu <http://www.abanka.si/sys/cmsres.aspx?FileId=430907>
26. *Leasing*. Najdeno 18. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/index.php?mode=preview&i=191>
27. Ljubič, T. (2001). *Planiranje in vodenje proizvodnje: metode, modeli, tehnike*. Najdeno 20. avgust 2016 na spletnem naslovu http://www1.fov.uni-mb.si/ljubic/images/Mtp01_Uvod_v_planiranje.pdf
28. Ljubič, T. (2006). *Operativni management proizvodnje*. Kranj: Moderna organizacija
29. Maysami, R. C. (2009). *Understanding and Controlling Cash Flow*. Najdeno 13. junija 2016 na spletnem naslovu <https://lancaster.score.org/sites/default/files/u129255/SBA-Cash-Flow-Basics.pdf>
30. *Mednarodni standard računovodskega poročanja 7*. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu http://eur-lex.europa.eu/legal-content/SL/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2008.320.01.0001.01.SLV&toc=OJ:L:2008:320:TOC
31. Melo, M. A., & Bilich, F. (2013). Expectancy balance model for cash flow. *Journal of Economics and Finance*, 37(2), 240–252.
32. Odar, M. (2009). Računovodsko poročanje za leto 2008. *IKS – revija za računovodstvo in finance*, 36(1/2), 7–38.
33. *Operativni leasing*. Najdeno 18. junija 2016 na spletnem naslova <http://www.aleasing.si/leasing-vozil/operativni-leasing>
34. Peterlin, J. (2008). Vloga finančnika v podjetju. *IKS – revija za računovodstvo in finance*, 35(6), 72–77.
35. Peterlin, J., & Glavina, P. (2009). *Rasti, biti finančno uspešen in hkrati zniževati dolgove*. Ljubljana: Časnik Finance, d.o.o.
36. Podjetje d.d. (2015). *Letno poročilo družbe za leto 2014* (interno gradivo). Kraj: Podjetje d.d.
37. Podjetje d.d. (2016). *Letno poročilo družbe za leto 2015* (interno gradivo). Kraj: Podjetje d.d.

38. *Pravila skrbnega računovodenja*. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/sites/default/files/standardi/psr-2016.pdf>
39. Pučko, D. (1998). *Analiza poslovanja*. Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
40. Remar, M. (2004). *Razvitost finančne funkcije v podjetju Adria Mobil, d.o.o.* (diplomsko delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.
41. Saunders, A. (2000). *Financial Institutions Management: a modern perspective*. Boston: Irwin/Mc Graw-Hill.
42. Slapničar, S. (2015). *Finančno nadziranje poslovanja*. Najdeno 20. avgust 2016 na spletnem naslovu http://www.zdruzenje-ns.si/db/doc/upl/2.1._slapnicar___nadziranje_poslovnih_rezultatov__junij_2015.pdf
43. *Slovenski računovodski standardi*. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu <http://www.si-revizija.si/sites/default/files/standardi/srs-2016-www.pdf>
44. *Viri financiranja*. Najdeno 18. junija 2016 na spletnem naslovu <http://www.podjetniski-portal.si/izdelki-in-storitve/viri-financiranja>
45. *Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization*. Najdeno 20. maja 2016 na spletnem naslovu https://en.wikipedia.org/wiki/Earnings_before_interest,_taxes,_depreciation,_and_amortization
46. Zakon o finančnem poslovanju, postopkih zaradi insolventnosti in prisilnem prenehanju (ZFPPIPP-UPB8). *Uradni list RS* št. 13/2014.
47. Zakon o gospodarskih družbah (ZGD-1I). *Uradni list RS* št. 55/2015.
48. *Združevanje denarnih sredstev*. Najdeno 20. avgusta 2016 na spletnem naslovu <https://www.unicreditbank.si/si/bc/Cash-management/Liquidity-management.html#zdruzevanjedenarnihsredstev>
49. Žiberna, M. (1997). *Kratkoročno finančno načrtovanje v podjetju Krka, tovarna zdravil, d.d., Novo mesto* (specialistično delo). Ljubljana: Ekonomska fakulteta.

PRILOGE

KAZALO PRILOG

Priloga 1: Osnovne sheme izkaza denarnih tokov za zunanje poslovno poročanje v skladu s SRS 22 (različice I, II in skrajšana II).....	1
Priloga 2: Prikaz denarnih tokov v podjetju	4
Priloga 3: Du Pont shema	5
Priloga 4: Prikaz in izračun točke preloma, prispevka za kritje in lastne cene	6
Priloga 5: Stopnje vzvoda poslovnega izida in denarnega toka	7
Priloga 6: Dejavniki ali gonilniki denarnega toka	9
Priloga 7: Dolgoročno načrtovanje.....	10
Priloga 8: Kratkoročno načrtovanje.....	11
Priloga 9: Sistemi planiranja proizvodnje	13
Priloga 10: Vrste poslovnih tveganj	15

PRILOGA 1: Osnovne sheme izkaza denarnih tokov za zunanje poslovno poročanje v skladu s SRS 22 (različice I, II in skrajšana II)

Po **različici I** so potrebne v izkazu denarnih tokov najmanj te postavke (SRS 22.6):

A. Denarni tokovi pri poslovanju

a) Prejemki pri poslovanju

Prejemki od prodaje proizvodov in storitev

Drugi prejemki pri poslovanju

b) Izdatki pri poslovanju

Izdatki za nakupe materiala in storitev

Izdatki za plače in deleže zaposlenih v dobičku

Izdatki za dajatve vseh vrst

Drugi izdatki pri poslovanju

c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri poslovanju (a + b)

B. Denarni tokovi pri investiranju

a) Prejemki pri investiranju

Prejemki od dobljenih obresti in deležev v dobičku drugih, ki se nanašajo na investiranje

Prejemki od odtujitve neopredmetenih sredstev

Prejemki od odtujitve opredmetenih osnovnih sredstev

Prejemki od odtujitve naložbenih nepremičnin

Prejemki od odtujitve finančnih naložb

b) Izdatki pri investiranju

Izdatki za pridobitev neopredmetenih sredstev

Izdatki za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev

Izdatki za pridobitev naložbenih nepremičnin

Izdatki za pridobitev finančnih naložb

c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri investiranju (a + b)

C. Denarni tokovi pri financiranju

a) Prejemki pri financiranju

Prejemki od vplačanega kapitala

Prejemki od povečanja finančnih obveznosti

b) Izdatki pri financiranju

Izdatki za dane obresti, ki se nanašajo na financiranje

Izdatki za vračila kapitala

Izdatki za odplačila finančnih obveznosti

Izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku

c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri financiranju (a + b)

Č. Končno stanje denarnih sredstev

x) Denarni izid v obdobju (seštevek denarnih izidov A_c, B_c in C_c)

+

y) Začetno stanje denarnih sredstev

Po različici II so v izkazu denarnih tokov potrebne najmanj te postavke (SRS 22.9):

A. Denarni tokovi pri poslovanju

a) Postavke izkaza poslovnega izida

Poslovni prihodki (razen za prevrednotenje) in finančni prihodki iz poslovnih terjatev

Poslovni odhodki brez amortizacije (razen za prevrednotenje) in finančni odhodki iz poslovnih obveznosti

Davki iz dobička in drugi davki, ki niso zajeti v poslovnih odhodkih

b) Spremembe čistih obratnih sredstev (in časovnih razmejitev, rezervacij ter odloženih terjatev in obveznosti za davek) poslovnih postavk bilance stanja

Začetne manj končne poslovne terjatve

Začetne manj končne aktivne časovne razmejitve

Začetne manj končne odložene terjatve za davek

Začetna manj končna sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo

Začetne manj končne zaloge

Končni manj začetni poslovni dolgovi

Končne manj začetne pasivne časovne razmejitve in rezervacije

Končne manj začetne odložene obveznosti za davek

c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri poslovanju (a + b)

B. Denarni tokovi pri investiranju

a) Prejemki pri investiranju

Prejemki od dobljenih obresti in deležev v dobičku drugih, ki se nanašajo na investiranje

Prejemki od odtujitve neopredmetenih sredstev

Prejemki od odtujitve opredmetenih osnovnih sredstev

Prejemki od odtujitve naložbenih nepremičnin

Prejemki od odtujitve finančnih naložb

b) Izdatki pri investiranju

Izdatki za pridobitev neopredmetenih sredstev

Izdatki za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev

Izdatki za pridobitev naložbenih nepremičnin

Izdatki za pridobitev finančnih naložb

c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri investiranju (a + b)

C. Denarni tokovi pri financiranju

a) Prejemki pri financiranju

Prejemki od vplačanega kapitala

Prejemki od povečanja finančnih obveznosti

b) Izdatki pri financiranju

Izdatki za dane obresti, ki se nanašajo na financiranje

Izdatki za vračila kapitala

Izdatki za odplačila finančnih obveznosti

Izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku

c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri financiranju (a + b)

Č. Končno stanje denarnih sredstev

x) Denarni izid v obdobju (seštevek denarnih izidov Ac, Bc in Cc)

+

y) Začetno stanje denarnih sredstev

Skrajšana različica II izkaza denarnih tokov mora vsebovati najmanj te postavke denarnih tokov pri poslovanju (SRS 22.16):

A. Denarni tokovi pri poslovanju

a) Čisti poslovni izid

Poslovni izid pred obdavčitvijo

Davki iz dobička in drugi davki, ki niso zajeti v poslovnih odhodkih

b) Prilagoditve za

amortizacijo (+)

prevrednotovalne poslovne prihodke (-)

prevrednotovalne poslovne odhodke (+)

finančne prihodke brez finančnih prihodkov iz poslovnih terjatev (-)

finančne odhodke brez finančnih odhodkov iz poslovnih obveznosti (+)

c) Spremembe čistih obratnih sredstev (in časovnih razmejitev, rezervacij ter odloženih terjatev in obveznosti za davek) poslovnih postavk bilance stanja

Začetne manj končne poslovne terjatve

Začetne manj končne aktivne časovne razmejitve

Začetne manj končne odložene terjatve za davek

Začetna manj končna sredstva (skupine za odtujitev) za prodajo

Začetne manj končne zaloge

Končni manj začetni poslovni dolgovi

Končne manj začetne pasivne časovne razmejitve in rezervacije

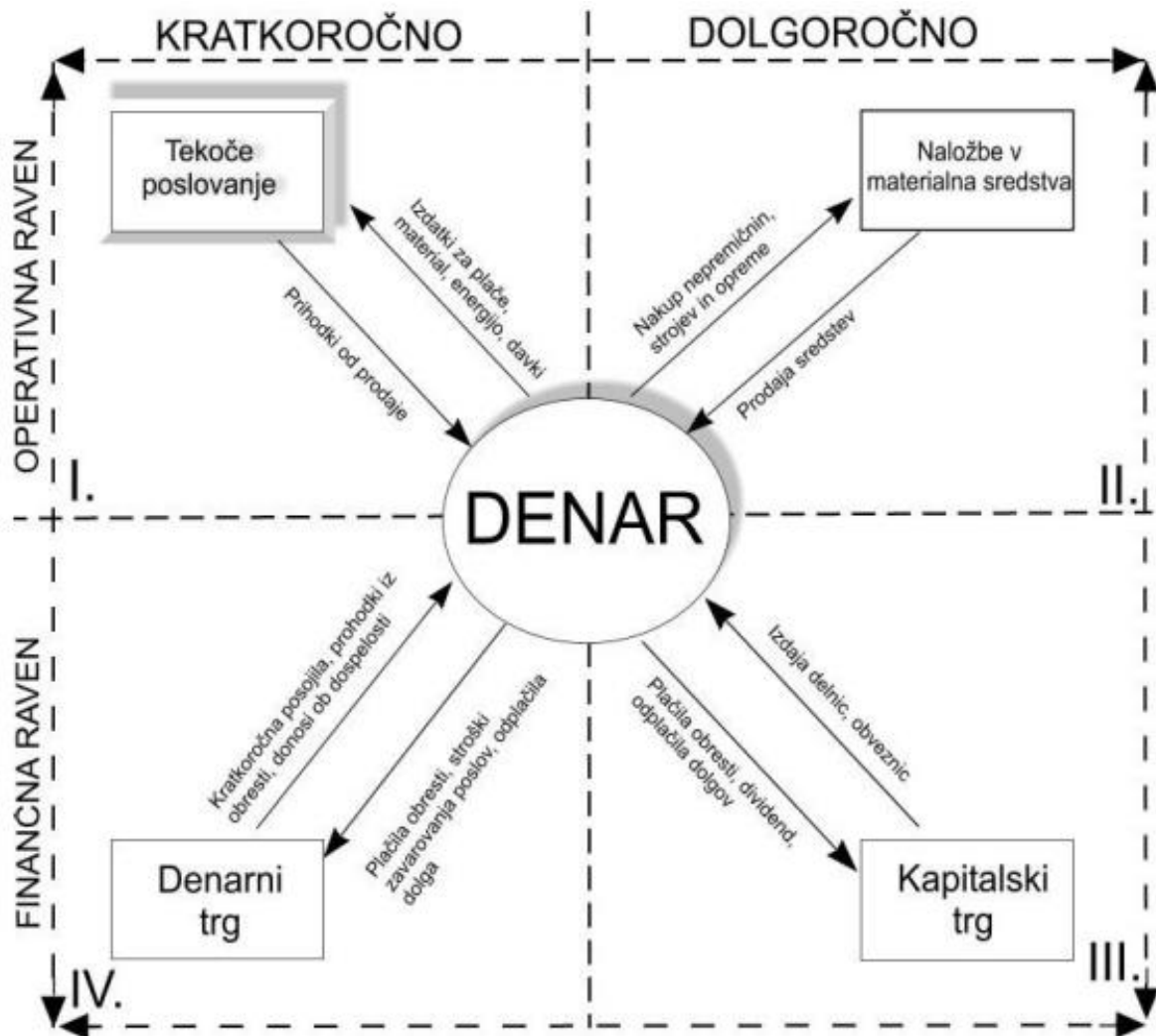
Končne manj začetne odložene obveznosti za davek

č) Pozitivni ali negativni denarni izid pri poslovanju (a + b + c)

Postavke denarnih tokov pri investiranju (podbilanca B), pri financiranju (podbilanca C) in v denarnem izidu (podbilanca Č) so enake izkazanim v različici II izkaza denarnih tokov iz SRS 22.9.

PRILOGA 2: Prikaz denarnih tokov v podjetju

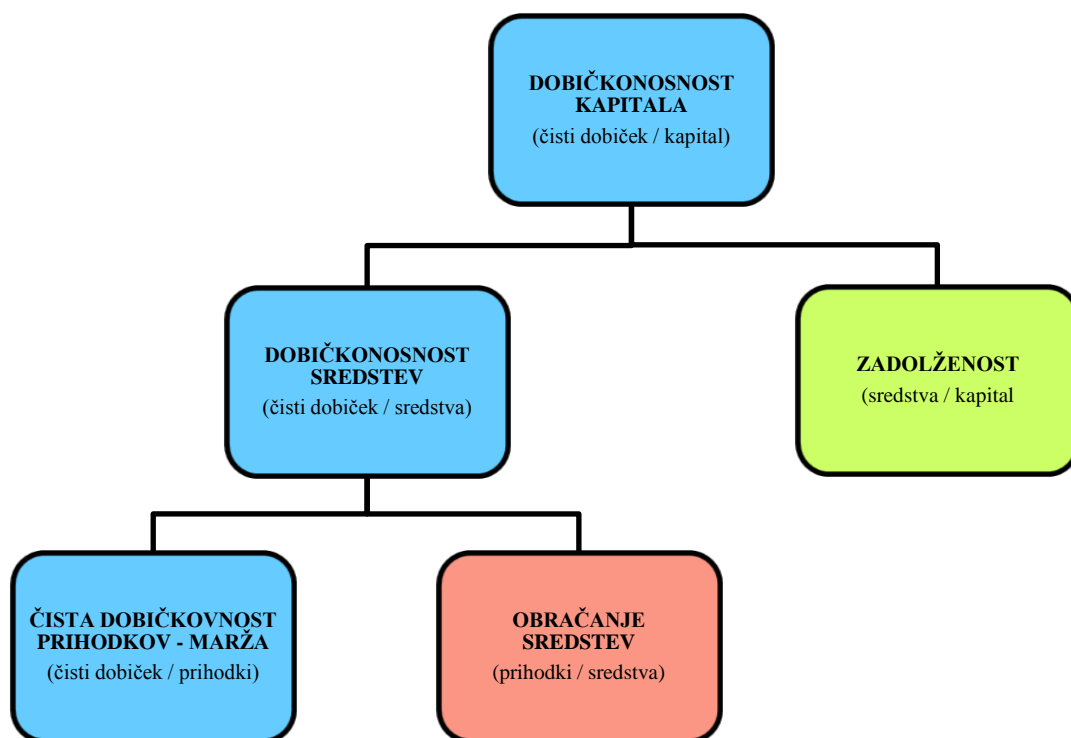
Slika 1: Denarni tokovi v podjetju



Slika 1 prikazuje denarne tokove v podjetju. Slika 1 je razdeljena na 4 dele ali na dvakrat po dve polovici. Zgornja polovica prikazuje denarne tokove iz poslovanja, spodnja iz financiranja, leva polovica prikazuje kratkoročne in desna polovica dolgoročne tokove. Tako dobimo levo zgoraj kratkoročne denarne tokove tekočega poslovanja, desno zgoraj dolgoročne tokove v dolgoročna sredstva in naložbe ter iz njih. Spodnja polovica slike pa prikazuje denarne tokove iz financiranja, ki se delijo na kratkoročne (levo) in na dolgoročne (desno).

PRILOGA 3: Du Pont shema

Slika 2: Du Pont shema

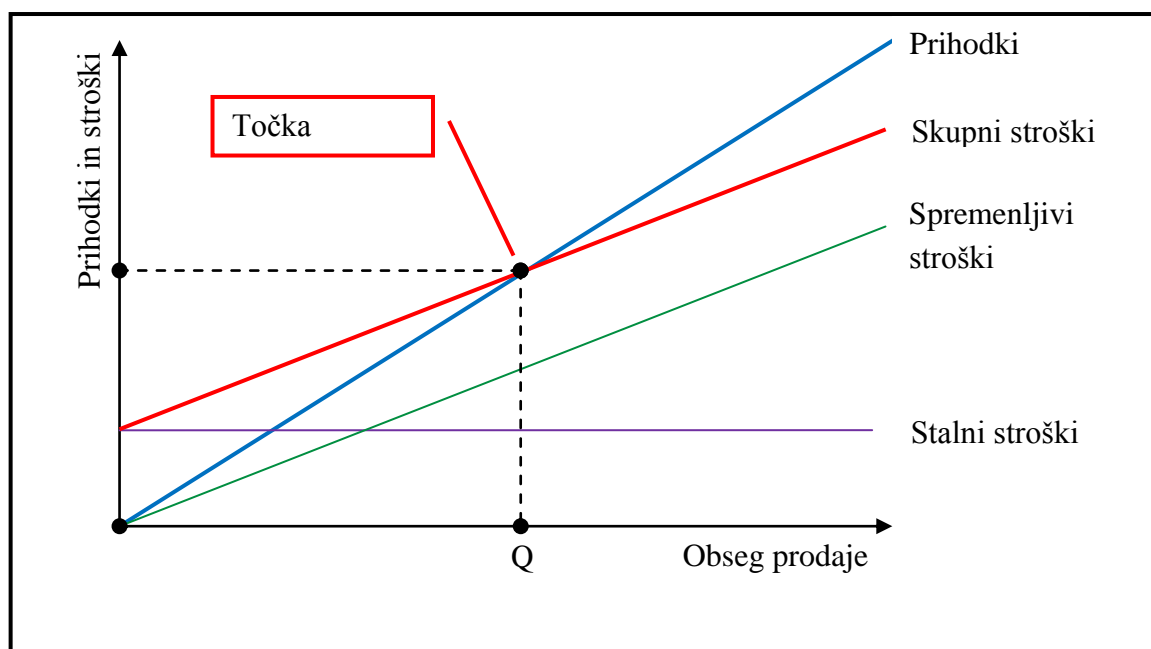


Vir: S. Slapničar, *Finančno nadziranje poslovanja*, 2015, str. 11

Slika 2 Prikazuje enostavno Du Pont shemo ali sistem. Že leta 1919 ga je razvil elektroinženir F. Donaldson Brown, finančni direktor v E.I. Du Pont de Nemours Powder Company, kjer so ga začeli uporabljati leta 1920. Sistem predstavlja zbir logično povezanih kazalnikov v piramidno obliko z izhodiščnim kazalnikom dobičkonosnost kapitala ROE. Shema prikazuje sistem 3 kazalnikov dobičkonosnosti (modra barva), kazalnika obračanja in kazalnika zadolženosti oz. finančne sestave.

PRILOGA 4: Prikaz in izračun točke preloma, prispevka za kritje in lastne cene

Slika 3: Točka preloma



Slika 3 je pripravljena za ponazoritev teme, v realnosti imamo opravka s krivuljami, ne premicami in lahko se tudi zgodi, da imamo dve točki preloma, predvsem zaradi krivulje prihodkov, ki je ob predpostavki, da se z višanjem obsega nižajo cene, lahko obrnjena navzdol.

Točko preloma (Q_0) je mogoče izračunati na naslednji način (Bergant, 2011, str. 12):

$$Q_0 = \frac{FS}{pp-vs} \quad (10)$$

pri čemer so: Q_0 – obseg prodaje pri katerem je dobiček 0, **FS** - stalni (fiksni) stroški, **pp** - prihodki od prodaje enega proizvoda, **vs** - spremenljivi (variabilni) stroški enega proizvoda. Izraz (**pp** – **vs**) imenujemo **prispevek za kritje**, saj pokaže prispevek posameznega prodanega proizvoda k pokritju stalnih stroškov. Izračunavamo ga lahko tudi na ravni podjetja ali na ravni posameznih mest odgovornosti. **Lastno ceno**, to je ceno proizvoda, ki pokriva vse stroške ob danem obsegu poslovanja, izračunamo iz predhodne enačbe na naslednji način:

$$pp = \frac{FS + Q_0 * vs}{Q_0} \quad (11)$$

PRILOGA 5: Stopnje vzvoda poslovnega izida in denarnega toka

Stopnja poslovnega vzvoda – SPV (angl. *DOL = degree of operating leverage*) nam pove, za koliko % se spremeni dobiček iz poslovanja EBIT, če se prihodki od prodaje PP spremenijo za 1% in se izračuna z naslednjo enačbo:

$$SPV = \frac{PP-VS}{EBIT} = 1 + \frac{FS}{EBIT} = \frac{\Delta EBIT/EBIT}{\Delta PP/PP} \quad (12)$$

pri čemer je: FS - stalni (fiksni) stroški, PP - prihodki od prodaje, VS - spremenljivi (variabilni) stroški. Čim višji so stalni stroški poslovanja v primerjavi s spremenljivimi, ali drugače, bliže smo točki preloma, večja je stopnja poslovnega vzvoda. Če bi bili vsi stroški poslovanja spremenljivi, bi bila stopnja poslovnega vzvoda 1, z večanjem deleža stalnih stroškov pa stopnja poslovnega vzvoda raste.

Stopnjo poslovnega vzvoda denarnega toka (SPVDT) opišemo z naslednjo enačbo:

$$SPVDT = \frac{PP-VS}{PP-VS-FS+T \cdot \frac{Am}{1-T}} \quad (13)$$

pri čemer je: Am obračunana amortizacija, T davčna stopnja. Z enačbo (13) lahko ocenimo vpliv spremembe prihodkov od prodaje na čisti denarni tok iz poslovanja. Od SPV se razlikuje za vpliv obračunane amortizacije (Am), ki jo popravimo z davčno stopnjo (T).

Stalnim stroškom podoben vpliv na dobiček podjetja imajo tudi stalni odhodki zaradi dolžniškega financiranja. Takšni stalni odhodki so obresti na dolg (izdane obveznice, bančni krediti). Vpliv višine finančnih odhodkov na celotni dobiček je odvisen od **finančnega vzvoda**, ki ga določa razmerje med dobičkom iz poslovanja in celotnim dobičkom. **Stopnja finančnega vzvoda - SFV** (angl. *DFL = degree of financial leverage*) nam pove, za koliko % se spremeni celotni dobiček, če se dobiček iz poslovanja spremeni za 1%, izračuna se z naslednjo enačbo:

$$SFV = \frac{EBIT}{EBIT-I} = \frac{EBIT}{EBT} = \frac{\Delta EBT/EBT}{\Delta EBIT/EBIT} \quad (14)$$

pri čemer je: I - odhodki iz obresti (angl. *Interests*), EBT - dobiček pred davki (angl. *Earnings before taxes*). Višja stopnja finančnega vzvoda pomeni, da podjetje večji del poslovanja financira z zadolževanjem. Finančni vzvod predstavlja razmerje med donosom naložb in ceno virov financiranja.

S **stopnjo finančnega vzvoda denarnega toka (SFVDT)** ocenimo vpliv zadolževanja na čisti denarni tok podjetja. Poleg amortizacije, ki je upoštevana v SPVDT upoštevamo še obresti:

$$SFVDT = \frac{PP - VS - FS + T \cdot \frac{Am}{1-T}}{PP - VS - FS - Obr + T \cdot \frac{Am}{1-T}} \quad (15)$$

Če ima podjetje zaradi značilnosti dejavnosti visok poslovni vzvod, ga lahko in tudi mora nevtralizirati z nizkim finančnim vzvodom. Podjetje z visoko stopnjo poslovnega in finančnega vzvoda ima visoke stalne stroške poslovanja in visoke stalne stroške financiranja, za pokrivanje le-teh potrebuje velik obseg prodaje. Spremembe v obsegu prodaje imajo velik vpliv na spremembo dobička, podjetje posluje tvegano, to skupno tveganje meri **Stopnja celotnega vzvoda – SCV** (angl. *DTL = degree of total leverage*) je zmnožek stopnje poslovnega in stopnje finančnega vzvoda:

$$SCV = SPV \cdot SFV = \left(1 + \frac{FS}{EBIT}\right) \cdot \frac{EBIT}{EBT} \quad (16)$$

Bergant (2012a, str. 61) izpelje še to enačbo za izračun SCV:

$$SCV = SPV \cdot SFV = \frac{\% \Delta EBIT}{\% \Delta PP} \cdot \frac{\% \Delta ROE}{\% \Delta EBIT} = \frac{\% \Delta ROE}{\% \Delta PP} \quad (17)$$

Iz enačbe (17) lahko vidimo, da stopnja celotnega vzvoda pove, za koliko % bi se spremenila dobičkonosnost lastniškega kapitala (ROE), če bi se za 1% spremenil obseg prodaje.

Z zmnožkom SPVDT in SFVDT dobimo **stopnjo celotnega vzvoda denarnega toka (SCVDT)**:

$$SCVDT = SPVDT \cdot SFVDT = \frac{\% \Delta NCF}{\% \Delta PP} \quad (18)$$

Stopnja celotnega vzvoda denarnega toka pove, za koliko % se spremeni čisti denarni tok (NCF), če se za 1 % spremenijo prihodki od prodaje (PP). Čisti denarni tok v enačbi (18) je enak čistemu denarnemu toku iz poslovanja (OCF), zmanjšanemu za obresti, ki so popravljene z davčno stopnjo (T):

$$NFC = OCF - Obr \cdot (1 - T) \quad (19)$$

Vse naštetje stopnje delujejo v obe smeri, v zmanjšanje ali povečanje denarnega toka v odvisnosti od zmanjšanja ali povečanja prihodkov od prodaje, pri čemer se povečuje ali zmanjšuje tudi tveganje plačilne sposobnosti podjetja.

PRILOGA 6: Dejavniki ali gonilniki denarnega toka

Tabela 1: Dnevi vezave denarja z medletnimi indeksi

Leto	2013	2014	2014/2013	2015	2015/2014	2015/2013
Realizirano (Re)	v EUR	v EUR	Indeks	v EUR	Indeks	Indeks
Izbrani podatki iz izkaza poslovnega izida						
Čisti prihodki od prodaje	18.662.780	19.184.044	103	20.618.488	107	110
Izbrani podatki iz bilance stanja	v EUR	v EUR	Indeks	v EUR	Indeks	Indeks
Zaloge	1.360.565	1.533.724	113	1.441.645	94	106
Kratkoročne poslovne terjatve	3.612.044	3.637.646	101	3.836.102	105	106
Kratkoročne poslovne obveznosti	4.192.584	4.984.823	119	4.463.455	90	106
Potrební obratni kapital	780.025	186.547	24	814.292	437	104
Aktivnostni kazalniki	Dnevi	Dnevi	Indeks	Dnevi	Indeks	Indeks
Dnevi obračanja zalog	27	28	103	26	96	99
Dnevi plačila kupcev	71	69	98	66	96	94
Operativni cikel	97	97	99	92	96	95
Dnevi plačila dobaviteljem	82	87	106	84	96	102
Krogotok denarja (Dnevi neto denarnega toka)	15	9	60	9	96	58

Vir: Podjetje d.d., Letno poročilo družbe za leto 2014 (interno gradivo), 2015; Podjetje d.d., Letno poročilo družbe za leto 2015 (interno gradivo), 2016.

PRILOGA 7: Dolgoročno načrtovanje

Tabela 2: Primer načrtovanja po metodi odstotka od prodaje

Leto	2016	2017	2018	2019	2020
Realizirano (Re) / Načrtovano (Plan)	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Stopnja rasti čistih prihodkov od prodaje	107,69	105,00	105,00	105,00	105,00
Stroški kot % čistih prihodkov od prodaje					
Stroški blaga, materiala in storitev	76,62	76,17	75,41	75,95	75,98
Nabavna vrednost prodanega blaga in stroški materiala	63,17	63,55	63,55	63,55	63,55
Stroški storitev	13,45	12,62	11,86	12,40	12,43
Prevrednotovalni poslovni odhodki pri obratnih sredstvih	0,50	-	-	-	-
Fin. prihodki / odhodki kot % čistih prihodkov od prodaje					
Finančni prihodki iz poslovnih terjatev	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Finančni odhodki iz poslovnih terjatev	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dnevi obračanja sredstev					
Zaloge	30,47	30,43	30,94	31,49	31,45
Kratkoročne poslovne terjatve do kupcev	40,65	49,90	58,95	69,01	71,88
Kratkoročne aktivne časovne razmejitev	2,14	2,04	1,94	1,85	1,76
Dnevi obračanja obveznosti					
Kratkoročne poslovne obveznosti do dobaviteljev	61,59	62,24	58,92	56,04	44,58
Kratkoročne pasivne časovne razmejitev	0,16	0,16	0,15	0,14	0,14

Tabela 3: Primer načrtovanja postavk neodvisnih od ČPP

Leto	2016	2017	2018	2019	2020
Realizirano (Re) / Načrtovano (Plan)	Plan	Plan	Plan	Plan	Plan
Stalni stroški					
Stroški dela					
Stroški plač na zaposlenega (v tisoč EUR)	15,78	16,47	16,80	17,50	18,00
Povprečno število zaposlenih	97,48	97,48	100,00	100,00	100,00
Amortizacijske stopnje v %					
Dolgoročne premoženjske pravice	9,34	9,34	9,34	9,34	9,34
Zgradbe	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
Proizvajalne naprave in stroji	13,22	10,99	10,77	10,12	9,88
Druge naprave in oprema	6,64	6,64	6,64	6,64	6,64
Drugi stalni stroški					
Najemnine					
Drugi stalni stroški					
Davek iz dobička					
Efektivna davčna stopnja v %	0,17	0,17	0,17	0,17	0,16

PRILOGA 8: Kratkoročno načrtovanje

Tabela 4: Primer predračuna prodaje in iz njega izpeljanega predračuna prejemkov iz prodaje

	Januar	Februar	Marec	April	Maj	Junij	Skupaj prihodki
Načrtovani obseg prodaje v enotah (kos, m ² ,...)	2.000.000	4.000.000	1.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	
Prodajna cena enote v EUR	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	
Načrtovani prihodki od prodaje v EUR	1.400.000	2.800.000	700.000	1.400.000	1.400.000	1.400.000	9.100.000
Prihodki -prejemki	0	1.260.000	-1.190.000	-420.000	350.000	0	
	Januar	Februar	Marec	April	Maj	Junij	Povprečje
Terjatve do kupcev v EUR	1.960.000	3.220.000	2.030.000	1.610.000	1.960.000	1.960.000	2.123.333
Sprememba terjatev	0	1.260.000	-1.190.000	-420.000	350.000	0	
Načrtovani prejemki v EUR							Skupaj prejemki
November							140.000
December							700.000
Januar	140.000						1.400.000
Februar	560.000	280.000					1.540.000
Marec	700.000	1.120.000	70.000				1.890.000
April	0	1.400.000	280.000	140.000			1.820.000
Maj	0	0	350.000	560.000	140.000		1.050.000
Junij	0	0	0	700.000	560.000	140.000	1.400.000
Skupaj							9.100.000

Tabela 5: Predloženi predračunski izkaz denarnih tokov po neposredni metodi

V EUR	Januar	Februar	Marec	April	Maj	Junij	Skupaj januar-junij
A. Denarni tokovi pri poslovanju							
a) Prejemki pri poslovanju	1.400.000,00	1.540.000,00	1.890.000,00	1.820.000,00	1.050.000,00	1.400.000,00	9.100.000,00
Prejemki od prodaje proizvodov in storitev	1.400.000,00	1.540.000,00	1.890.000,00	1.820.000,00	1.050.000,00	1.400.000,00	9.100.000,00
Drugi prejemki pri poslovanju							-
b) Izdatki pri poslovanju	-1.319.800,00	-1.429.000,00	-1.774.800,00	-1.611.000,00	-1.046.800,00	-1.319.800,00	-8.501.200,00
Izdatki za nakupe materiala in storitev	-1.092.000,00	-1.201.200,00	-1.474.200,00	-1.419.600,00	-819.000,00	-1.092.000,00	-7.098.000,00
Izdatki za plače in deleže zaposlenih v dobičku	-153.000,00	-153.000,00	-181.000,00	-39.000,00	-153.000,00	-153.000,00	-932.000,00
Izdatki za dajatve vseh vrst	-40.800,00	-40.800,00	-71.600,00	-25.400,00	-40.800,00	-40.800,00	-260.200,00
Drugi izdatki pri poslovanju	-34.000,00	-34.000,00	-48.000,00	-27.000,00	-34.000,00	-34.000,00	-211.000,00
c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri poslovanju (a + b)	80.200,00	111.000,00	115.200,00	209.000,00	3.200,00	80.200,00	598.800,00

se nadaljuje

Tabela 5: Predloženi predračunski izkaz denarnih tokov po neposredni metodi (nad.)

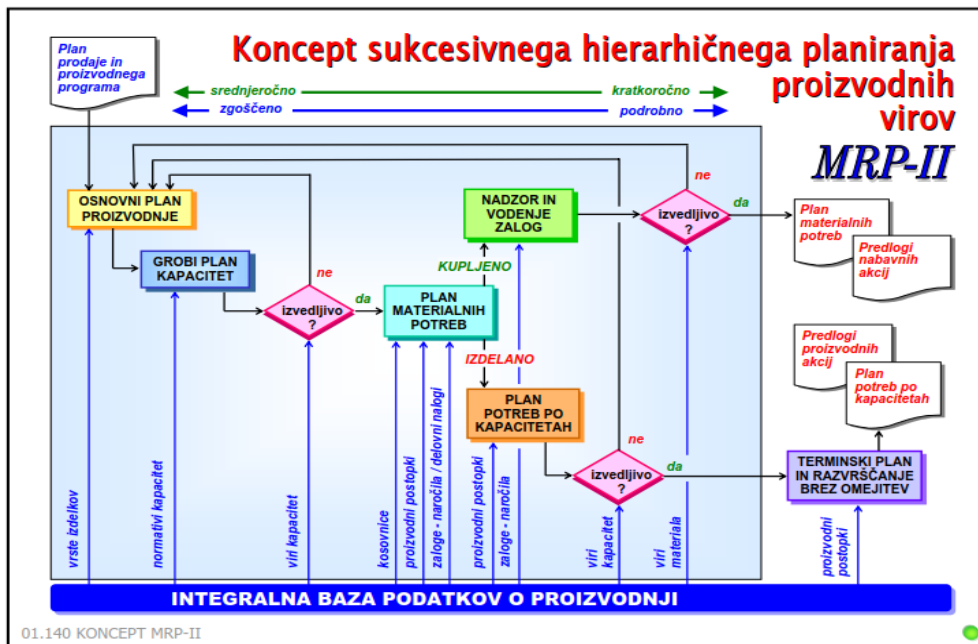
V EUR	Januar	Februar	Marec	April	Maj	Junij	Skupaj januar-junij
B. Denarni tokovi pri investiranju							
a) Prejemki pri investiranju	-	-	-	-	-	-	-
Prejemki od dobljenih obresti in deležev v dobičku drugih, ki se nanašajo na investiranje							-
Prejemki od odtujitve neopredmetenih sredstev							-
Prejemki od odtujitve opredmetenih osnovnih sredstev							-
Prejemki od odtujitve naložbenih nepremičnin							-
Prejemki od odtujitve finančnih naložb							-
b) Izdatki pri investiranju	-40.000,00	-60.000,00	-20.000,00	-	-	-	-120.000,00
Izdatki za pridobitev neopredmetenih sredstev							-
Izdatki za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	-40.000,00	-60.000,00	-20.000,00				-120.000,00
Izdatki za pridobitev naložbenih nepremičnin							-
Izdatki za pridobitev finančnih naložb							-
c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri investiranju (a + b)	-40.000,00	-60.000,00	-20.000,00	-	-	-	-120.000,00
C. Denarni tokovi pri financiranju							
a) Prejemki pri financiranju	-	-	-	-	-	-	-
Prejemki od vplačanega kapitala							-
Prejemki od povečanja finančnih obveznosti							-
b) Izdatki pri financiranju	-59.600,00	-59.400,00	-59.200,00	-59.000,00	-158.800,00	-58.600,00	-454.600,00
Izdatki za dane obresti, ki se nanašajo na financiranje	-9.600,00	-9.400,00	-9.200,00	-9.000,00	-8.800,00	-8.600,00	-54.600,00
Izdatki za vračila kapitala							-
Izdatki za odplačila finančnih obveznosti	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-300.000,00
Izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku					-100.000,00		-100.000,00
c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri financiranju (a + b)	-59.600,00	-59.400,00	-59.200,00	-59.000,00	-158.800,00	-58.600,00	-454.600,00
Č. Končno stanje denarnih sredstev	30.600,00	22.200,00	58.200,00	208.200,00	52.600,00	74.200,00	74.200,00
x) Denarni izid v obdobju (seštevek denarnih izidov Ac, Bc in Cc)	-19.400,00	-8.400,00	36.000,00	150.000,00	-155.600,00	21.600,00	24.200,00
y) Začetno stanje denarnih sredstev	50.000,00	30.600,00	22.200,00	58.200,00	208.200,00	52.600,00	50.000,00

Tabela 6: Sprejeti predračunski izkaz denarnih tokov po neposredni metodi

V EUR	Januar	Februar	Marec	April	Maj	Junij	Skupaj januar-junij
A. Denarni tokovi pri poslovanju							
a) Prejemki pri poslovanju	1.400.000,00	1.540.000,00	1.890.000,00	1.820.000,00	1.050.000,00	1.400.000,00	9.100.000,00
Prejemki od prodaje proizvodov in storitev	1.400.000,00	1.540.000,00	1.890.000,00	1.820.000,00	1.050.000,00	1.400.000,00	9.100.000,00
Drugi prejemki pri poslovanju							-
b) Izdatki pri poslovanju	-1.319.800,00	-1.429.000,00	-1.774.800,00	-1.611.000,00	-1.046.800,00	-1.319.800,00	-8.501.200,00
Izdatki za nakupe materiala in storitev	-1.092.000,00	-1.201.200,00	-1.474.200,00	-1.419.600,00	-819.000,00	-1.092.000,00	-7.098.000,00
Izdatki za plače in deleže zaposlenih v dobičku	-153.000,00	-153.000,00	-181.000,00	-139.000,00	-153.000,00	-153.000,00	-932.000,00
Izdatki za dajatve vseh vrst	-40.800,00	-40.800,00	-71.600,00	-25.400,00	-40.800,00	-40.800,00	-260.200,00
Drugi izdatki pri poslovanju	-34.000,00	-34.000,00	-48.000,00	-27.000,00	-34.000,00	-34.000,00	-211.000,00
c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri poslovanju (a + b)	80.200,00	111.000,00	115.200,00	209.000,00	3.200,00	80.200,00	598.800,00
B. Denarni tokovi pri investiranju							
a) Prejemki pri investiranju	40.000,00	60.000,00	20.000,00	-	155.600,00	-	275.600,00
Prejemki od dobljenih obresti in deležev v dobičku drugih, ki se nanašajo na investiranje							-
Prejemki od odtujitve neopredmetenih sredstev							-
Prejemki od odtujitve opredmetenih osnovnih sredstev							-
Prejemki od odtujitve naložbenih nepremičnin							-
Prejemki od odtujitve finančnih naložb	40.000,00	60.000,00	20.000,00		155.600,00		275.600,00
b) Izdatki pri investiranju	-60.600,00	-111.600,00	-76.000,00	-150.000,00	-	-21.600,00	-419.800,00
Izdatki za pridobitev neopredmetenih sredstev							-
Izdatki za pridobitev opredmetenih osnovnih sredstev	-40.000,00	-60.000,00	-20.000,00				-120.000,00
Izdatki za pridobitev naložbenih nepremičnin							-
Izdatki za pridobitev finančnih naložb	-20.600,00	-51.600,00	-56.000,00	-150.000,00	-	-21.600,00	-299.800,00
c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri investiranju (a + b)	-20.600,00	-51.600,00	-56.000,00	-150.000,00	155.600,00	-21.600,00	-144.200,00
C. Denarni tokovi pri financiranju							
a) Prejemki pri financiranju	-	-	-	-	-	-	-
Prejemki od vplačanega kapitala							-
Prejemki od povečanja finančnih obveznosti							-
b) Izdatki pri financiranju	-59.600,00	-59.400,00	-59.200,00	-59.000,00	-158.800,00	-58.600,00	-454.600,00
Izdatki za dane obresti, ki se nanašajo na financiranje	-9.600,00	-9.400,00	-9.200,00	-9.000,00	-8.800,00	-8.600,00	-54.600,00
Izdatki za vračila kapitala							-
Izdatki za odplačila finančnih obveznosti	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-50.000,00	-300.000,00
Izdatki za izplačila dividend in drugih deležev v dobičku					-100.000,00		-100.000,00
c) Pozitivni ali negativni denarni izid pri financiranju (a + b)	-59.600,00	-59.400,00	-59.200,00	-59.000,00	-158.800,00	-58.600,00	-454.600,00
Č. Končno stanje denarnih sredstev	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00
x) Denarni izid v obdobju (seštevek denarnih izidov Aa, Bc in Cc)	-	-	-	-	-	-	-
y) Začetno stanje denarnih sredstev	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00	50.000,00

PRILOGA 9: Sistemi planiranja proizvodnje

Slika 4: Koncept MRP-II



Vir: T. Ljubič, Planiranje in vodenje proizvodnje: metode, modeli, tehnike, 2001, str. 9.

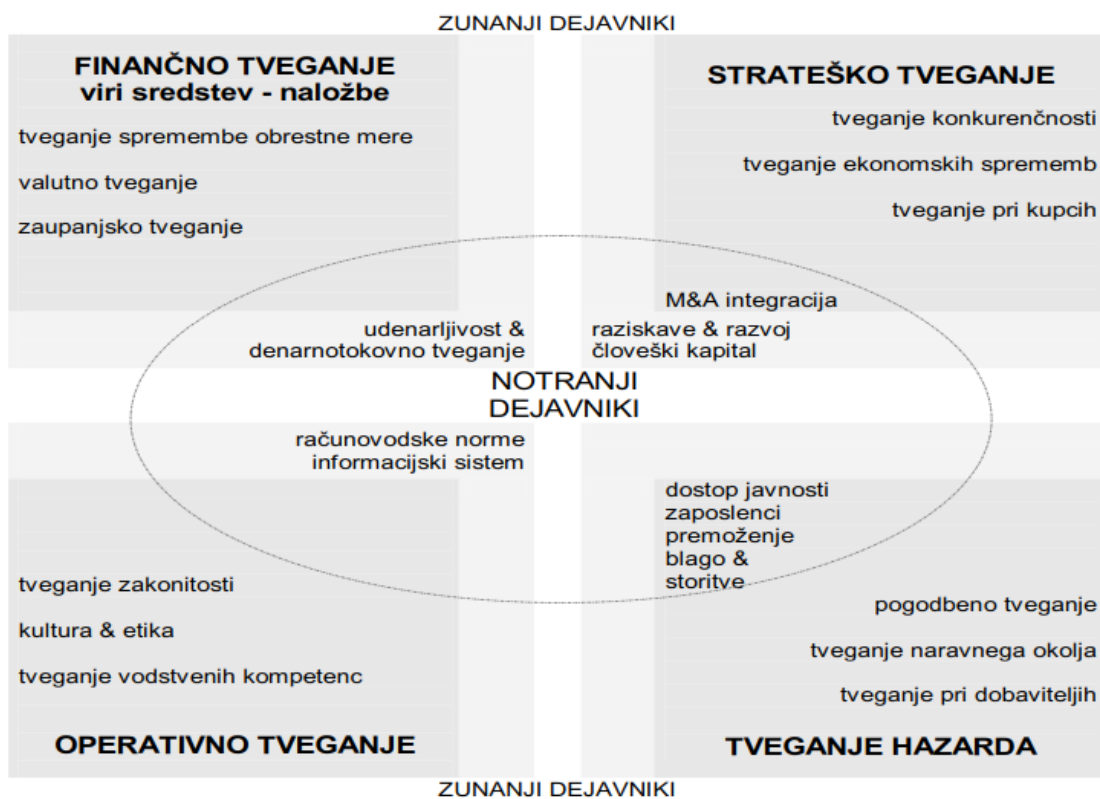
Slika 5: Koncept APS



Vir: T. Ljubič, Planiranje in vodenje proizvodnje: metode, modeli, tehnike, 2001, str. 9.

PRILOGA 10: Vrste poslovnih tveganj

Slika 6: Vrste poslovnih tveganj



Vir: J. Dvoršak Bugarija, Varovanje poslovanja ali obvladovanje tveganja, 2006, str. 5.