

UNIVERZA V LJUBLJANI
EKONOMSKA FAKULTETA

DIPLOMSKO DELO

STRUKTURA FINANČNEGA PREMOŽENJA
NEFINANČNIH PODJETIJ

Ljubljana, april 2002

UROŠ KAVČNIK

IZJAVA

Študent/ka Uroš Kavčnik izjavljam, da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom dr. Ivana Ribnikarja in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne 15. 4. 2002.

Podpis:

KAZALO

UVOD	1
1 BILANCA STANJA	2
1.1 Obveznosti do virov sredstev.....	3
1.2 Sredstva.....	3
2 FINANČNO IN NEFINANČNO PREMOŽENJE	5
2.1 Nastanek finančnega premoženja	5
2.2 Primerjava finančnega in realnega premoženja.....	6
2.3 Finančno premoženje v finančnih in nefinančnih institucijah.....	7
3 VRSTE FINANČNEGA PREMOŽENJA	9
3.1 Denar.....	10
3.1.1 Baumolov model	12
3.1.2 Miller-Orrov model.....	14
3.1.3 Stoneov model.....	15
3.2 Ostale finančne naložbe	17
3.2.1 Kratkoročne finančne naložbe.....	17
3.2.2 Dolgoročne finančne naložbe.....	20
3.3 Blagovni krediti	21
3.3.1 Pogoji prodaje na kredit	22
3.3.2 Ocena prosilcev	23
3.3.3 Odločitev o kreditiranju	24
3.3.4 Politika izterjave.....	25
4 PRIMERJAVA FINANČNEGA PREMOŽENJA NEFINANČNIH PODJETIJ PO DRŽAVAH	26
4.1 Delež finančnega premoženja.....	27
4.2 Struktura finančnega premoženja v nefinančnih podjetjih.....	28
4.2.1 Denar in depoziti	28
4.2.2 Vrednostni papirji.....	29
4.2.3 Posojila	31
4.2.4 Blagovni krediti	32
4.3 Razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim finančnim premoženjem	33
4.4 Primerjava s slovenskimi podjetji.....	34
4.4.1 Delež finančnega premoženja.....	34
4.4.2 Struktura finančnega premoženja.....	35
4.4.3 Razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim finančnim premoženjem	37
SKLEP	38
LITERATURA.....	40
VIRI.....	41

UVOD

Nujen predpogoj za kakršnokoli gospodarsko dejavnost so določena sredstva, s katerimi oseba ali podjetje gospodari in ustvarja dodatno vrednost. Sredstva, s katerimi podjetje ali oseba upravlja in so v njegovi lasti, so premoženje. Premoženje je lahko v dveh oblikah, finančni in nefinančni oziroma realni. Obe vrsti premoženja sta nujni za nemoteno in normalno poslovanje podjetja. Od vrste podjetja pa je odvisno, kolikšno je razmerje med obema oblikama in kakšna je njuna struktura.

Namen diplomskega dela je prikazati oblike finančnega premoženja podjetij in delež tega premoženja v celotni aktivi ter ugotoviti strukturo tega premoženja v nefinančnih podjetjih primerjalno po različnih državah.

V prvem poglavju je prikazana bilanca stanja podjetja s poudarkom na aktivih, oblikah sredstev in različnih delitvah sredstev v podjetju.

Namen drugega poglavja je primerjava finančnega in nefinančnega premoženja ter primerjava finančne aktive v finančnih in nefinančnih podjetjih.

Tretje poglavje je razdeljeno na tri dele in opisuje posamezne oblike finančnega premoženja. Prvi del je namenjen denarnim sredstvom, motivom za njihovo držanje in modelom, ki določajo optimalno količino te oblike premoženja v podjetju. V drugem delu so opisane kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe in vzroki za njihov obstoj. Zadnji del pa je namenjen terjatvam in upravljanju z njimi.

Zadnje, četrto poglavje prikazuje statistične podatke o deležu finančnega premoženja v celotni aktivi in strukturo tega premoženja. Prikazani so podatki za Združene države Amerike, Japonsko, Nemčijo, Avstrijo, Francijo, Italijo in Veliko Britanijo. Zadnji del tega poglavja je namenjen prikazu finančnega premoženja slovenskih podjetij in primerjavi strukture tega s strukturami v ostalih primerjanih državah.

1 BILANCA STANJA

Bilanca stanja je po Slovenskih računovodskih standardih temeljni računovodski izkaz, ki prikazuje strukturo in višino sredstev ter obveznosti do virov sredstev podjetja na točno določen dan ob koncu obračunskega obdobja. Običajno je to ob koncu koledarskega leta. Nadaljnjo členitev sredstev in obveznosti vidimo v Tabeli 1. Bilanca stanja torej prikazuje premoženje, s katerim podjetje gospodari (sredstva) na določen dan, in vire financiranja (obveznosti), s katerimi podjetje financira to premoženje. Če na bilanco stanja gledamo s finančnega stališča, nam sredstva predstavljajo naložbe, obveznosti do virov sredstev pa vire financiranja teh naložb (Hočevar, 2000, str. 234). Levo stran bilance oziroma sredstva ali premoženje podjetja poimenujemo tudi aktiva, medtem ko lahko za desno stran oziroma obveznosti podjetja uporabimo izraz pasiva.

Tabela 1: Bilanca stanja po slovenskih računovodskih standardih

SREDSTVA	OBVEZNOSTI DO VIROV SREDSTEV
Stalna sredstva	Kapital
Neopredmetena dolgoročna sredstva	Dolgoročne rezervacije
Opredmetena osnovna sredstva	Dolgoročne obveznosti iz financiranja
Dolgoročne finančne naložbe	Dolgoročne obveznosti iz poslovanja
Popravek kapitala	Kratkoročne obveznosti iz financiranja
	Kratkoročne obveznosti iz poslovanja
	Pasivne časovne razmejitev
Gibljava sredstva	
Zaloge	
Dolgoročne terjatve iz poslovanja	
Kratkoročne terjatve iz poslovanja	
Kratkoročne finančne naložbe	
Denarna sredstva	
Aktivne časovne razmejitev	

Vir: Slovenski računovodski standardi, 1997, SRS 24, str. 4-8.

1.1 Obveznosti do virov sredstev

Na desni strani bilance stanja so obveznosti do virov sredstev. To so obveznosti, ki jih ima podjetje do pravnih in fizičnih oseb in so mu omogočile, da je prišlo do svojega premoženja. Obveznosti podjetja lahko v grobem razdelimo na kapital in dolg (kratkoročen in dolgoročen).

V kratkoročni dolg sodijo kratkoročne obveznosti iz financiranja (dobljena posojila pri bankah, podjetjih itd. ter kratkoročno izdani vrednostni papirji) in kratkoročne obveznosti iz poslovanja (obveznosti do dobaviteljev, zaposlenih in države). Dolgoročni dolg pa predstavljajo dolgoročne obveznosti iz financiranja (dobljena posojila) in dolgoročne obveznosti iz poslovanja (dobljeni krediti) (Slovenski računovodski standardi, 1997, SRS 24, str. 7). Kakor pove že samo ime, se kratkoročni dolg nanaša na obdobje krajše, dolgoročni pa na obdobje, ki je daljše od enega leta oziroma od obračunskega obdobja.

Kapital ali lastniški kapital je razlika med sredstvi in dolgom in je v največji meri sestavljen iz zadržanega dobička podjetja in prispevkov lastnikov podjetja (Chasten, 1995, str. 207).

V tem delu pa nas bolj zanima premoženje, in sicer finančno premoženje, zato si bolj podrobno pogledjmo levo stran bilance stanja.

1.2 Sredstva

Za opravljanje poslovnega procesa, mora podjetje razpolagati s sredstvi oziroma s premoženjem. Pojavna oblika teh sredstev pa je različna. Iz denarne oblike se spreminjajo v materialno in preko obračunske zopet v denarno (Škerbic, 1990, str. 412). Vidimo torej, da je lahko premoženje podjetja v treh oblikah:

- denarni obliki,
- stvarni ali materialni ali nedenarni obliki (material, zaloge) in
- obračunski obliki (terjatve do kupcev).

Kadar govorimo o premoženju podjetja, moramo imeti v mislih točno določen dan, saj se oblika premoženja nenehno spreminja in preoblikuje.

Sredstva podjetja lahko razčlenimo na več načinov. Eden, prikazan že v Tabeli 1, je tudi zakonsko določen pri izdelavi letnih poročil. Vendar pa obstaja še veliko drugih razdelitev.

Glede na hitrost preoblikovanja delimo sredstva na *osnovna* in *obratna*. Z osnovnimi sredstvi razumemo stvari in pravice, ki zaradi sodelovanja v poslovnem procesu postopno prenašajo

svojo vrednost na poslovne učinke in ki se v svojo prvotno pojavno obliko praviloma vračajo v obdobju daljšem od enega leta. Za razliko od teh pa so obratna sredstva stvari, pravice in denar, ki se zaradi sodelovanja v poslovnem procesu porabijo, prehajajo iz ene pojavne oblike v drugo in se v prvotno pojavno obliko vračajo v obdobju krajšem od enega leta (Hočevar, 2000, str. 37). Delitev sredstev na osnovna in obratna je tesno povezana s proizvodno funkcijo podjetja in nastankom prihodkov od poslovanja, zato v to delitev niso vključene finančne naložbe, ki so povezane z nastankom prihodkov od financiranja.

Naslednja delitev sredstev je na *kratkoročna* in *dolgoročna*. Vsa sredstva, ki se nanašajo na obdobje daljše od enega leta, so dolgoročna, ostala pa so kratkoročna. Edini kriterij pri tej delitvi je ročnost, ne glede na vrsto sredstva.

Tabela 2: Različne delitve sredstev v podjetju

	Stalna	Giblji- va	Dolgo- ročna	Kratko- ročna	Osnov- na	Obrat- na	Finan- čna	Nefi- nančna
Neopredmetena dolg. sredstva	4		4		4			4
Opredmetena osn. Sredstva	4		4		4			4
Dolgoročne finančne naložbe	4		4				4	
Zaloge		4		4		4		4
Dolgoročne terjatve iz poslovanja		4	4			4	4	
Kratkoročne terjatve iz poslovanja		4		4		4	4	
Kratkoročne finančne naložbe		4		4			4	
Denarna sredstva		4		4		4	4	
Aktivne časovne razmejitev		4		4		4	4	

Naslednja, in za nas najpomembnejša, izmed teh delitev premoženja oziroma sredstev je razdelitev na *finančno* in *nefinančno (realno) premoženje*. Če izhajamo iz Tabele 1, lahko v nefinančno premoženje podjetja uvrstimo neopredmetena dolgoročna sredstva, opredmetena osnovna sredstva in zaloge, medtem ko finančno premoženje podjetja sestavljajo kratkoročne in dolgoročne finančne naložbe, kratkoročne in dolgoročne terjatve iz poslovanja ter denarna

sredstva. Ta razdelitev je tudi v skladu z že prej omenjeno pojavno obliko sredstev v podjetju. V finančno premoženje sodijo sredstva v denarni in obračunski obliki, medtem ko realno premoženje predstavljajo sredstva v stvarni obliki.

Lahko tudi rečemo, da realno aktivo tvorijo osnovna sredstva in zaloge, medtem ko finančno aktivo predstavljajo terjatve podjetja (Ribnikar, 1989, str. 268). Terjatve pa tu niso mišljene le v računovodskem smislu kot terjatve iz poslovanja, temveč širše. Tako depoziti predstavljajo terjatve do poslovnih bank, gotovina terjatev do centralne banke, vrednostni papirji so terjatev do izdajateljev teh papirjev, obstajajo pa tudi terjatve do kupcev v obliki blagovnih (komercialnih) kreditov.

2 FINANČNO IN NEFINANČNO PREMOŽENJE

2.1 Nastanek finančnega premoženja

Ko govorimo o finančnem premoženju oziroma aktivih, ne moremo brez omembe še enega pojma - financ.

Če opazujemo posamezno gospodarsko celico v določenem časovnem obdobju, lahko ugotovimo, ali je njena tekoča investicijska poraba enaka njenemu ustvarjenemu dohodku ali ne. Če je, je za finance nezanimiva, saj pri tem ne nastajajo presežki ali primanjkljaji, ki so podlaga za nastanek finančnega premoženja in dolgov. Podjetje, pri katerem je tekoča potrošnja večja od prihrankov, je gospodarska celica s finančnim primanjkljajem. Ta finančni deficit je lahko posledica negativnega prihranka (tekoča poraba je večja od dohodka) ali pa večjih investicij od prihrankov. Gospodarska celica, za katero je značilno obratno (tekoča in investicijska poraba sta manjši od dohodka), ima finančni presežek. Finance pa omogočajo, da podjetja finančne presežke investirajo v druge gospodarske celice, ki imajo primanjkljaj. S tem pridejo do finančnih naložb, ki predstavljajo premoženje za podjetja, ki investirajo, in dolg za podjetja, ki si ta sredstva izposodijo.

Finančni presežek in primanjkljaj omogočata gospodarskim celicam na eni strani povezavo med varčevanjem in naložbami v realno premoženje (varčevanje – naložbe = finančni presežek ali primanjkljaj) ter spremembe v finančnem premoženju na drugi. Celica s presežnim varčevanjem je v položaju, ko lahko pridobi dodatno finančno premoženje ali pa odplača del dolga, celica s finančnim primanjkljajem pa si mora finančna sredstva izposoditi ali pa zmanjšati obstoječe finančno premoženje (Bain, 1981, str. 25).

S prihranki se povečuje čisto premoženje gospodarske celice, ki se v bilanci kaže kot večanje realnega (stvarnega) in finančnega premoženja. Premoženjska bilanca se poveča za velikost prihrankov, in sicer se pasiva poveča za čisto premoženje, aktiva pa za realno in finančno premoženje. Povečanje finančnega premoženja je enako velikosti finančnega presežka (Ribnikar, 1995, str. 42).

Seveda je večina podjetij na obeh straneh: na eni strani imajo finančne presežke, ki se spremenijo v finančno premoženje, po drugi strani pa si sredstva tudi izposojajo in s tem povzročajo nastanek dolgov. Iz povedanega sledi, da so določena finančna sredstva enkrat premoženje in drugič dolg. Seveda imajo različna podjetja v svoji bilanci različne količine finančnega premoženja in dolgov.

2.2 Primerjava finančnega in realnega premoženja

Podjetja imajo realno in finančno premoženje zaradi enakih vzrokov, to je z njihovo uporabo doseči dobiček. Vendar imata realno in finančno premoženje nekatere značilnosti, po katerih se razlikujeta. Nekatere najbolj pomembne in najočitnejše razlike so naslednje (Moore, 1968, str. 11; Bodie, 1999, str. 3):

1. Realno premoženje predstavljajo materialne stvari, ki imajo točno določeno obliko in namen uporabe. Da bi jih lahko preoblikovali v drugačno premoženje ali dohodek, jih moramo prodati. Finančno premoženje pa predstavlja splošne terjatve do tekoče proizvodnje, njegova vrednost je izražena v nominalnih denarnih enotah ali pa je odvisna od prihodnjega dohodka podjetij¹.
2. Podjetja imajo v lasti realno premoženje predvsem zaradi njegove fizične uporabe in proizvodne funkcije, finančna sredstva pa jim služijo kot finančne naložbe, ki naj bi ohranile ali povečale njihovo (finančno) premoženje.
3. Za realno aktivo je značilna komplementarnost, saj so za izdelavo proizvoda, ki nam nato s prodajo prinese dohodek, nujno potrebni še drugi produkcijski faktorji. Iz finančne aktive pa lahko ustvarimo dohodek brez odvisnosti in povezanosti z drugimi sredstvi. Potencialni donos od finančnega premoženja torej ni tako odvisen od lastnika in njegovih produkcijskih faktorjev, kot je to pri realnem premoženju (na primer materialu, ki ga je treba spremeniti v proizvod, da prinese dohodek).
4. Ko je realno premoženje (proizvodi) prodano in je realiziran dohodek, je ta prenesen na lastnike podjetja glede na njihov delež finančnega premoženja, ki ga imajo v tem podjetju. Imetniki obveznic so upravičeni do obresti in nominalne vrednosti obveznice, lastniki delnic (delničarji oziroma lastniki podjetja) pa so upravičeni do dohodka, ki ostane po odplačilu dolgov in obveznosti do lastnikov obveznic. Vrednost finančnega premoženja

¹ Nominalno je vrednost izražena v primeru posojila, blagovnega kredita in drugih pogodbeno določenih sporazumih, medtem ko je vrednost, npr. delnic, odvisna od poslovne uspešnosti podjetja.

torej izhaja in je odvisna od realnega premoženja podjetja, v katerem je določeno finančno premoženje naloženo.

5. Realno premoženje nastaja postopoma prek realnih investicij. Če hočemo doseči njegovo pravo vrednost, je potreben določen čas. Realno premoženje se lahko uniči le v nesreči ali v času uporabe (se izrabi ali porabi). Finančna aktiva je lahko preko posojanja in odplačevanja dolgov večinoma ustvarjena in odpravljena takoj.
6. Likvidnost realnega premoženja je v primerjavi s finančnim manjša.
7. Finančno premoženje na globalni ravni ne predstavlja družbenega bogastva. Vrednostni papirji, terjatve itd. neposredno ne prispevajo k proizvodni zmožnosti gospodarstva tako kot surovine, stroji itd. Njihov prispevek je posreden, saj omogočajo delitev funkcije lastnika in upravitelja ter olajšujejo prehod sredstev v podjetja, ki jih potrebujejo (deficitne gospodarske celice). Na individualni ravni pa finančno premoženje prispeva k bogastvu podjetja ali posameznika, ki ga ima v lasti, saj je finančno premoženje, kot sem že prej omenil, terjatev do dohodka, ki ga povzroči realno premoženje.
8. Finančnega premoženja, če ničesar ne pobotamo, je v današnjih gospodarstvih nekajkrat več kot realnega (Ribnikar, 2001, str. 71).
9. Razlika med obema vrstama premoženja se pojavi tudi v bilanci stanja. Medtem ko je realno premoženje le na levi strani bilance, se finančno premoženje vedno pojavlja na obeh straneh. Določeno finančno premoženje (npr. obveznica) se pri enem podjetju pojavlja med sredstvi (kot finančna naložba) pri drugem pa med obveznostmi do virov sredstev (izdane obveznice kot dolg). Če bi obravnavali vse bilance stanj in bi jih agregirali oziroma združili, bi se finančna sredstva izničila, ostala bi le realna sredstva in neto premoženje agregatnega gospodarstva.

2.3 Finančno premoženje v finančnih in nefinančnih institucijah

V osnovi lahko podjetja razdelimo na dve osnovni skupini: finančna podjetja oziroma institucije in nefinančna podjetja. Prva so predvsem finančni posredniki, ki nastopajo med celicami s finančnim suficitom in celicami s finančnim deficitom². Strukturo bilance stanja finančnega podjetja vidimo na Sliki 1.

Finančne institucije so torej hkrati posojilojemalci in posojilodajalci. To je značilno za vsako podjetje. Posebnost finančnih podjetij (ki je posledica njihove dejavnosti) je, da v njihovih premoženjskih bilancah nastopajo predvsem finančna sredstva in dolgovi, medtem ko je realnega premoženja in kapitala, v primerjavi z nefinančnimi organizacijami, izredno malo. Finančne institucije se delijo na *depozitne*, kamor sodijo poslovne banke, hranilnice in

² Posredništvo opravljajo tako, da zbirajo presežna finančna sredstva prek depozitov ali pogodbenih dogovorov in jih posredujejo deficitnim gospodarskim subjektom.

kreditne zadruge, ter *nedepozitne*, ki se delijo na investicijske sklade (vzajemni skladi in investicijske družbe) ter pogodbene finančne institucije (pokojninski skladi in zavarovalnice).

Slika 1: Bilanca stanja finančnih institucij v ZDA v obdobju 1945-94

AKTIVA	PASIVA
Realno premoženje 3,6%	Dolgovi 92,6%
Finančno premoženje 96,4%	
	Kapital 7,4%

Vir: Bodie, 1999, str. 10.

Bistvo nefinančnih podjetij ni v finančnem posredništvu, temveč v proizvodnji izdelkov in storitev. Za opravljanje te funkcije potrebujejo določena sredstva, ki jim omogočajo proizvodnjo, to so stroji, surovine in druga materialna sredstva, ki sodijo v realno premoženje. Bistvo pri teh podjetjih so torej materialna sredstva, ki omogočajo proizvodnjo, finančno premoženje pa je drugotnega pomena, saj podjetjem le pomaga pri njihovi osnovni funkciji in ni predmet primarnega delovanja teh podjetij, tako kot je finančno premoženje pri finančnih institucijah. Finančna sredstva nefinančnim podjetjem omogočajo, da pridejo do realnih sredstev, s katerimi nato proizvajajo končne izdelke. Ponazoritev bilance stanja nefinančnega podjetja si lahko ogledamo na Sliki 2.

Če primerjamo bilanci na Slikah 1 in 2 vidimo, da imajo nefinančna podjetja v povprečju kar osemnajstkrat več realnega premoženja kot nefinančna, hkrati pa 2,7-krat manj finančnega premoženja. To je razumljivo, saj finančne institucije za svoje delovanje (finančno posredništvo) ne potrebujejo tako veliko realnega premoženja kot nefinančna podjetja, hkrati

so finančna sredstva edini vir pridobivanja prihodkov. Pri nefinančnih podjetjih je glavni vir prihodka prodaja končnih proizvodov, ki so jih pridobila v procesu proizvodnje.

Slika 2: Bilanca stanja nefinančnih podjetij v ZDA v obdobju 1945-94

AKTIVA	PASIVA
<p>Realno premoženje</p> <p>64,6%</p>	<p>Kapital</p> <p>48,7%</p>
<p>Finanačno premoženje</p> <p>35,4%</p>	<p>Dolgovi</p> <p>51,3%</p>

Vir: Bodie, 1999, str. 8.

3 VRSTE FINANČNEGA PREMOŽENJA

Kot smo videli, imajo podjetja v svoji premoženjski bilanci različne obsege finančne aktive, kar je odvisno od tega, za katero vrsto podjetja gre. Podjetja se med seboj razlikujejo tudi glede na to, katere oblike finančnega premoženja imajo v svojih bilancah. V grobem lahko finančno premoženje razdelimo na denar (denarnana sredstva), ostale finančne naložbe (dolgoročne in kratkoročne) ter blagovne kredite (oziroma terjatve do kupcev po računovodski terminologiji). Struktura tega premoženja se od podjetja do podjetja razlikuje (tudi znotraj ene dejavnosti), saj je hitrost obračanja in stopnja izkoriščanja posameznih sredstev različna (Crnković, 1988, str. 51). Podjetja, ki svoje storitve ali proizvode prodajajo v celoti za gotovino³, nimajo blagovnih kreditov. Podjetje ima lahko večje ali manjše finančne

³ Prodaja podjetij izključno za gotovino je v današnjih tržnih gospodarstvih prej izjema kot pravilo.

naložbe, kar je odvisno od njegove finančne politike. Količina denarja je odvisna od predvidenih potreb in prilivov iz naložb in prodaje. Ti in drugi dejavniki⁴ oblikujejo strukturo finančnega premoženja podjetja, ki je lastna le njemu. V nadaljevanju si pogledjmo vrste finančnega premoženja in dejavnike, ki določajo njihovo velikost v podjetju, bolj podrobno.

3.1 Denar

Denar je najbolj likvidno premoženje podjetja in predstavlja začetno in končno točko v delovnem ciklu podjetja, v katerem je zajeta nabava materiala, storitev in strojev, proizvodnja in z njo povezani stroški, ter prodaja, ki povzroči nov pritek denarja (Bernstein, 1989, str. 125). Sicer pa je denar sredstvo, ki ne prinaša donosa. Z njim podjetja večinoma izplačujejo delavcem plače, kupujejo material in ostala osnovna sredstva, plačujejo davke, dividende na svoje delnice, odplačujejo dolg itd..

Podjetje del denarja investira, del pa ga porabi, saj ga del vloži v osnovna in obratna sredstva, drugi del pa porabi za potrošnjo. Razmerje med tema dvema namenoma uporabe denarja je od podjetja do podjetja različno. Ker denarna sredstva na prinašajo nobenega zaslužka⁵, je cilj podjetja, da ima čim manj denarja, vendar vseeno toliko, da njegovo normalno delovanje ni ogroženo. Denarna sredstva v povprečju predstavljajo 1,5% celotne aktive proizvodnih podjetij (Brigham, 1990, str. 689). Podjetje investira denarne viške v vrednostne papirje ali pa v rast podjetja.

Denar v podjetju predstavljata gotovina v blagajni, ki je le manjši del te oblike premoženja, in knjižni denar na transakcijskih računih, ki niso namenjeni investiranju temveč plačilnemu prometu med gospodarskimi celicami.

Podjetje ima določeno raven denarnih sredstev zaradi različnih motivov, ki se medsebojno dopolnjujejo. Denar zadovoljuje vse te motive podjetja hkrati in ga ne bi mogli razdeliti glede na posamezne vzroke, zakaj ga podjetje ima. Celotna denarna sredstva naj bi bila obravnavana enotno. Med motivi pa lahko izločimo vsaj tri najpomembnejše (Levy, 1988, str. 450):

- transakcijski motiv,
- previdnostni motiv,
- špekulativni motiv.

⁴ Predpisi o minimalnih oz. obveznih sredstvih, davčna politika, kreditno-monetarna politika, donosnost posameznih naložb, urejenost plačilnega prometa itd.

⁵ To velja predvsem za gotovino, medtem ko knjižni denar na transakcijskih računih prinaša določene obresti, ki pa so z vidika zaslužka podjetja zanemarljive.

Največji del denarnih sredstev podjetja je posledica *transakcijskega motiva*. Denarni prilivi in odlivi največkrat niso časovno usklajeni, zato podjetje potrebuje določene denarne rezerve, da uravnava razlike med prihodki in odhodki. Zaradi teh denarnih rezerv ima podjetje vsak trenutek dovolj sredstev za poravnavo svojih dolgov. Za ugled in nadaljnje poslovno sodelovanje je to zelo pomembno. Transakcijski motiv torej izvira iz samega delovanja podjetja.

Previdnostni motiv izhaja iz dejstva, da nekatere terjatve, ki jih ima podjetje do ostalih, ne bodo pravočasno poravnane ali da se bo prodaja zmanjšala in tako podjetje ne bo imelo dovolj pritoka denarja, da bi lahko nemoteno poravnalo svoje obveznosti. Obstaja torej nevarnost, da se načrtovani denarni tokovi ne bodo uresničili v načrtovanem obdobju ali načrtovanem obsegu. Zaradi posledic, ki bi jih tak izpad lahko imel, ima podjetje nekoliko več denarnih sredstev, kot bi bilo potrebno le zaradi transakcijskega motiva. Ta dodatna denarna sredstva so lahko naložena tudi v obliki zelo likvidnih kratkoročnih finančnih naložb.

Špekulativni motiv se nanaša na držanje denarja zaradi prihodnjih donosnih investicijskih priložnosti. Tako naj bi podjetje zadržalo denarna sredstva v primeru, da želi kupiti lastniški delež nekega drugega podjetja in pričakuje padec njegovih delnic, ali pa podjetje načrtuje razvoj novega proizvoda in potrebuje določen obseg denarja.

Kot je bilo že omenjeno, je denar sredstvo, ki ne prinaša dobička. Zato je zelo pomembno, da ima podjetje le toliko denarja, kolikor ga resnično potrebuje in da nima presežnih količin tega premoženja. To bi bilo nespametno, ker bi lahko denar, ki ga podjetje ne potrebuje, investirali, podjetju pa bi prinesel dodatno premoženje. Zato je potrebno z denarjem upravljati. Osnovni cilji upravljanja z denarjem so (Meigs, 1995, str. 326; Levy, 1988, str. 464):

- natančna evidenca denarnih prejemkov in izplačil ter razpoložljivost denarnih sredstev;
- preprečiti oziroma do skrajnosti zmanjšati izgube denarnih sredstev zaradi poneverb in kraj;
- predvideti potrebe po zadolževanju in zagotoviti ustrezen obseg denarja za opravljanje poslovnih funkcij;
- zmanjšati prevelike količine denarnih sredstev, ki predstavlja »mrtvo premoženje«, saj ne prinašajo dohodka;
- povečati donosnost investiranih presežnih sredstev, brez da bi bila ogrožena likvidnost podjetja.

Podjetje torej ne sme imeti niti premalo niti preveč denarja⁶. Pri določanju optimalne količine denarja, ki naj bi jo podjetje imelo, si lahko pomagamo z različnimi modeli upravljanja z

⁶ Premajhna količina denarja pomeni potencialno plačilno nesposobnost, prevelik obseg denarja pa predstavlja potencialno izgubljen donos, ki bi ga podjetje lahko realiziralo z investiranjem presežka denarja.

denarjem. V večini teh modelov kot alternativa za denarna sredstva nastopajo kratkoročne finančne naložbe, v katera podjetje plasira denarne presežke oziroma iz njih pridobi potrebna denarna sredstva.

V nadaljevanju si pogledjmo tri take modele: Baumolov model, Miller-Orrov model in Stoneov model.

3.1.1 Baumolov model⁷

William Baumol je model, ki je bil sprva namenjen le določanju najugodnejše količine zalog, dodelal in ga uporabil pri ugotavljanju optimalnega obsega denarja, ki naj ga ima podjetje v svojem premoženju. Baumolov model temelji na treh osnovnih predpostavkah (Brigham, 1990, str. 695):

- poraba denarja v podjetju je stabilna in predvidljiva,
- denarni pritoki so stabilni in predvidljivi,
- kot posledica prejšnjih dveh predpostavk so tudi neto presežki oz. primanjkljaji denarnih sredstev stabilni in predvidljivi.

Model izhaja iz predpostavke, da ima podjetje določen obseg denarja, ki ga potrebuje v določenem obdobju. Preostala denarna sredstva ima naložena v kratkoročne vrednostne papirje, ki prinašajo določen dohodek. Denar sam po sebi predstavlja določene stroške, ki naj bi bili pri določitvi optimalne količine denarja, minimalni. Stroški so dveh vrst: *oportunitetni stroški*, ki predstavljajo izgubljene potencialne obresti, in *transakcijski stroški*, ki so stroški prodaje vrednostnih papirjev v primeru denarnega primanjkljaja. Celotne stroške (TC) lahko izrazimo takole (Levy, 1988, str. 460):

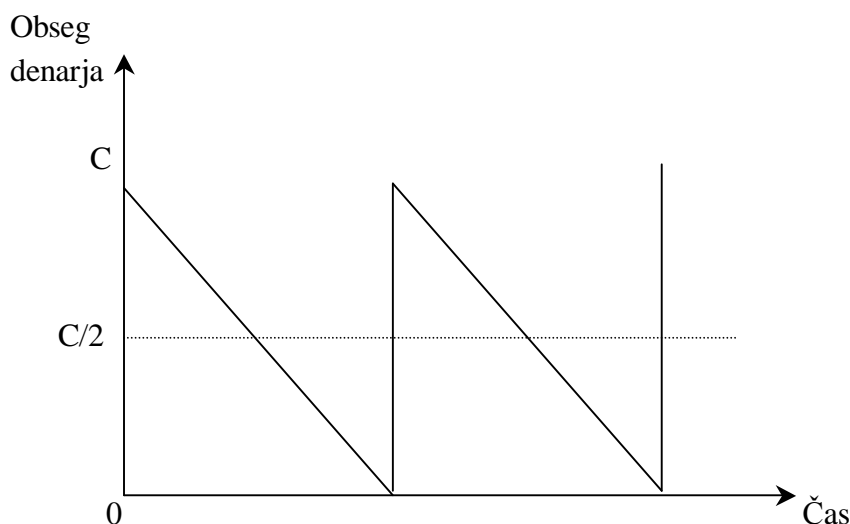
$$TC = \frac{C}{2} \times i + \frac{T}{C} \times F$$

$(C/2)$ predstavlja povprečno stanje denarnih sredstev v podjetju v določenem obdobju. Če jih pomnožimo z obrestno mero (i), dobimo oportunitetne stroške hranjenja denarja. (F) so fiksni transakcijski stroški, ki so neodvisni od velikosti transakcije, (T/C) predstavlja število transakcij v obdobju. Dobimo jih tako, da celotne potrebe po denarju (T) delimo z vsakokratno količino pridobljenega denarja s prodajo vrednostnih papirjev (C).

⁷ To je eden prvih modelov na področju upravljanja z denarnimi sredstvi. Ker je bil razvit iz modela za upravljanje z zalogami, ima določene slabosti, ki izvirajo iz tega modela (linearna poraba denarja, stabilni denarni tokovi, popolna gotovost napovedovanja plačil itd.).

S Slike 3 sta razvidna potek nabave in trošenje denarja. Na začetku podjetje proda kratkoročne vrednostne papirje in pridobi denarna sredstva v višini C . V opazovanem obdobju se ta sredstva linearno porabljujejo do trenutka, ko je podjetje zopet prisiljeno prodati del kratkoročnih vrednostnih papirjev ali se zadolžiti. Proces lahko poteka tudi obratno in je denarnih sredstev linearno vedno več. V tem primeru podjetje presežke nalaga v vrednostne papirje.

Slika 3: Proces porabe in nabave denarja



Vir: Levy, 1988, str. 459.

Kolikšen pa je optimalen obseg denarja, ki za podjetje predstavlja najnižje stroške? Iz prejšnje enačbe se lahko izpelje enačba, ki pove, kolikšen je optimalen obseg denarnih sredstev (C^*), ki naj jih ima podjetje v svojem premoženju.

$$C^* = \sqrt{\frac{2TF}{i}}$$

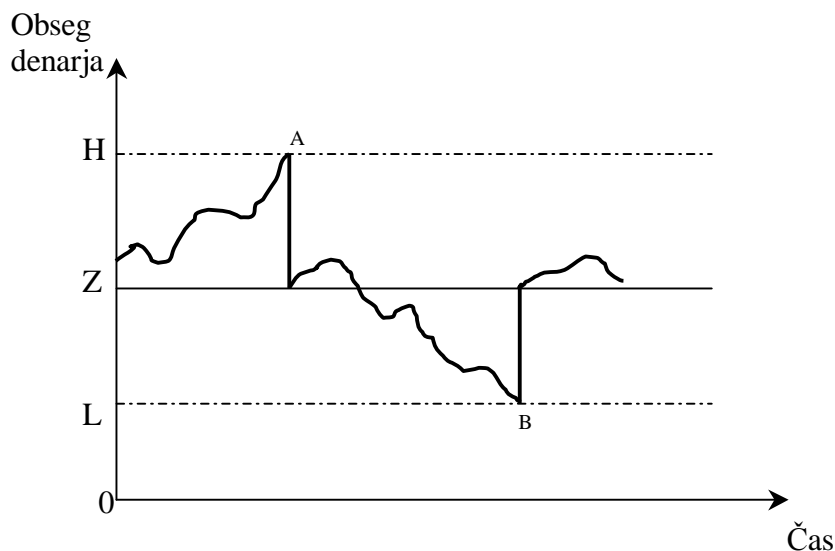
Optimalen obseg denarja naj bi torej bil sorazmeren z velikostjo fiksnih transakcijskih stroškov in obratno sorazmeren z višino obrestne mere. Enačba tudi nakazuje, da povečanje potreb po denarju, kar je lahko posledica rasti podjetja, ni enako povečanju optimalnega obsega denarja. Če se na primer velikost podjetja podvoji in s tem tudi njegova potreba po denarnem premoženju (T), se optimalni obseg denarja poveča le za 41%.

3.1.2 Miller-Orrov model⁸

Merton Miller in Daniel Orr sta razvila model za določitev optimalnega obsega denarja, ki upošteva negotovost denarnih tokov⁹ (tako pritokov kot odtokov). Podjetje se še vedno odloča med denarnimi sredstvi in naložbami v kratkoročne vrednostne papirje. Obstajajo transakcijski stroški (F), ki so enaki ob nakupu in prodaji vrednostnih papirjev, in oportunitetni stroški, ki predstavljajo potencialne prihodke od obresti na vrednostne papirje (k).

V modelu nastopata dve kontrolni meji, spodnja (L) in zgornja (H), ter meja ciljnega obsega denarja (Z). Ko obseg denarja doseže mejno vrednost H (točka A v Sliki 4), podjetje zmanjša količino denarja v vrednosti (H-Z) in ta sredstva usmeri v nakup vrednostnih papirjev. Obratno je v točki B, ko obseg denarja v podjetju doseže spodnjo kontrolno mejo. V tem primeru podjetje proda vrednostne papirje v vrednosti (Z-L) in tako poveča obseg denarja. Sprejemljiv obseg denarja je torej med obema kontrolnima mejama L in H, medtem ko je optimalen obseg na ravni Z.

Slika 4: Miller-Orrov model



Vir: Brigham, 1990, str. 698.

Spodnjo mejo L določi vodstvo podjetja glede na velikost tveganja, ki ga je podjetje sposobno nositi v primeru nelikvidnosti. Tveganje je odvisno od sposobnosti podjetja, da se hitro

⁸ Zaradi predpostavke stohastičnega povpraševanja po denarju se imenuje tudi stohastični model.

⁹ S tem je odpravljena pomanjkljivost Baumolovega modela, ki za denarne tokove predpostavlja popolno gotovost.

zadolži in posledic potencialne nelikvidnosti. Ciljni obseg denarja in zgornja meja se lahko izračunata s pomočjo spodnje kontrolne meje (Brigham, 1990, str. 699).

$$Z = \left(\frac{3F\sigma^2}{4k} \right)^{1/3} + L$$

$$H = 3 \times \left(\frac{3F\sigma^2}{4k} \right)^{1/3} + L = 3Z - 2L$$

(F) predstavlja stalne transakcijske stroške, (σ^2) varianco dnevni neto denarnih tokov, (k) pa oportunitetne stroške držanja denarja na dnevni ravni. Izračuna se lahko tudi povprečen obseg denarja v podjetju in sicer z enačbo $((4Z-L)/3)$.

Iz modela je razvidno, da je povezanost med ciljnim obsegom denarja in dnevno obrestno mero kratkoročnih vrednostnih papirjev (k), negativna. Ciljni in posledično tudi sprejemljivi obseg denarja v podjetju se povečuje z rastjo transakcijskih stroškov in večjo spremenljivostjo denarnih sredstev (σ^2) ter s tem povezanim tveganjem plačilne nesposobnosti. Prav zaradi slednjega je optimalna višina denarja v podjetju pri tem modelu višja kot pri Baumolovem modelu. Linija ciljnega obsega ni enako oddaljena od zgornje in spodnje linije, temveč je bližje spodnji, zato se ji bo obseg denarja približal večkrat kakor zgornji liniji. Spodnja meja je lahko enaka nič, lahko pa je tudi višja, če podjetje oceni, da potrebuje določeno varnostno višino denarnih sredstev.

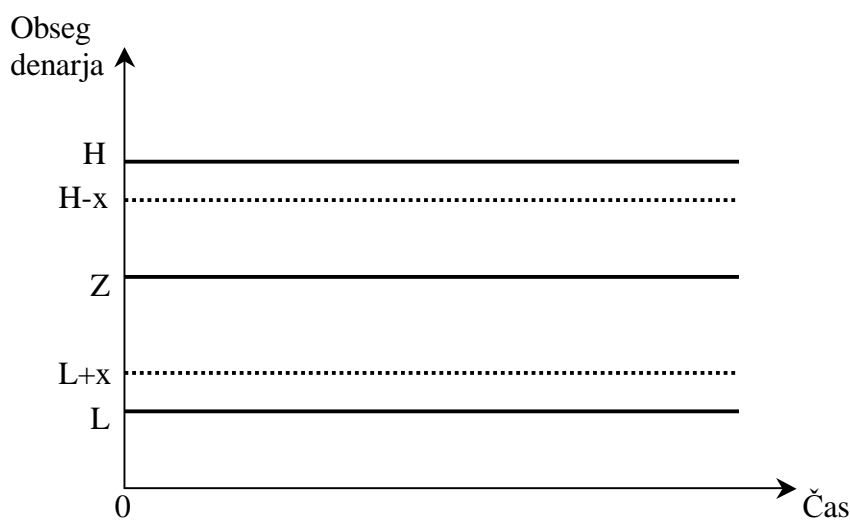
3.1.3 Stoneov model¹⁰

Model Bernella Stonea je podoben Miller-Orrovem modelu, vendar zgornjo in spodnjo mejo upošteva le kot kazalca, ki ju je treba upoštevati pri denarnem toku v naslednjih nekaj dnevih. Na Sliki 5 vidimo, da ima tudi ta model linijo ciljnega obsega denarja ter zgornjo in spodnjo kontrolno mejo. Poleg teh dveh zunanjih linij (Z in H) ima tudi dve notranji meji: (H-x) in (L+x). Medtem ko kontrolne meje v prejšnjem modelu sprožijo takojšen odziv, v Stoneovem modelu ni tako.

¹⁰ Znan je tudi pod imenom verjetnostni model, saj predpostavlja, da lahko podjetje z določeno gotovostjo ugotovi, kakšni bodo prihodnji denarni tokovi. Po tem se ta model tudi razlikuje od prejšnjih dveh: Baumolov model predvideva enakomerno linearno zmanjševanje denarnih sredstev, Miller-Orrov model pa njihovo popolno nepredvidljivost.

Če količina denarja v podjetju doseže linijo H, bi se v Miller-Orrovem modelu denar v vrednosti (H-Z) takoj prenesel v vrednostne papirje. Pri Stoneovem modelu ni tako. Podjetje v tem primeru pogleda, kakšni bodo neto denarni tokovi v naslednjih nekaj dnevih. Če bo na koncu tega nekajdnevnega obdobja obseg denarja nad linijo H-x, podjetje kupi vrednostne papirje v obsegu, ki zmanjša količino denarja na koncu obdobja na optimalno raven Z. Če pa bi obseg denarnih sredstev v naslednjih nekaj dneh padel pod notranjo mejno linijo, podjetje ne bi opravilo nobene transakcije, tudi če je trenutna višina denarnih sredstev nad mejo H. Podobno se dogaja pri spodnji kontrolni meji L. Bistvo modela je, da z upoštevanjem prihodnjih denarnih tokov zmanjša število transakcij. Ta model ne ponuja enačb za izračun kontrolnih mej, vendar lahko uporabimo Miller-Orrov model. Pri tem moramo upoštevati ciklične in sezonske trende, ki vplivajo na velikost spremenljivk H, L in Z. X podjetje določi po lastni presoji.

Slika 5: Stoneov model



Vir: Brigham, 1990, str. 701.

Ti trije modeli določajo, kakšna naj bi bila optimalna višina denarnih sredstev v podjetjih. Zaradi negotovosti in previdnosti, ki sta odvisni od obsega poslovanja, stopnje negotovosti v napovedovanju prihodnjih denarnih tokov in sposobnosti podjetja po zadolževanju oziroma hitre prodaje kratkoročnih vrednostnih papirjev (če jih podjetje seveda ima), imajo podjetja v dejanskem premoženju pogosto večji obseg denarja, kot ga predvidevajo ti modeli. Poleg tega tudi banke zahtevajo določeno minimalno količino denarja na bančnih računih podjetij.

3.2 Ostale finančne naložbe¹¹

Del denarja se porabi za tekočo potrošnjo, preostanek pa ga podjetje nalaga v realne in finančne naložbe. Pri obeh vrstah naložb mora paziti, da bo investicija donosna. Z realnimi naložbami podjetje investira v materialna sredstva, tako osnovna kot obratna. Sem sodijo investicije v opremo, material, zaloge, izgradnjo novih proizvodnih prostorov itd. Realnih naložb podjetja ne financirajo le z lastnimi sredstvi (v denarni ali drugi obliki), temveč se tudi zadolžijo.

Finančne naložbe zajemajo posojila, dana drugim podjetjem, investicije v vrednostne papirje in naložbe denarnih sredstev v obliki različnih depozitov pri bankah. Struktura vseh vlaganj mora biti takšna, da zagotavlja likvidnost organizacije, upoštevajoč, da se različne naložbe različno hitro pretvarjajo iz nelikvidne v likvidno (denarno) obliko (Crnković, 1988, str. 52). Glede na vračilni rok posamezne investicije ločimo *kratkoročne finančne naložbe*, pri katerih je dospelost krajša od enega leta, in *dolgoročne finančne naložbe*, ki imajo vračilni rok daljši od enega leta ali pa ta obsega nedoločen čas. Podjetje mora finančne naložbe prikazovati ločeno glede na ročnost in ločeno po vrstah. Tako mora posebej izkazovati finančne naložbe v kapital drugih podjetij, dana posojila, depozite in naložbe v odkupljene lastne delnice (Slovenski računovodsko Standardi, 1997, SRS 6, str. 3).

3.2.1 *Kratkoročne finančne naložbe*

Ko podjetje s pomočjo prej opisanih modelov ali kako drugače ugotovi, koliko denarja dejansko potrebuje, je pred odločitvijo, kaj narediti z denarnim presežkom. Običajno podjetja del presežka naložijo v vrednostne papirje denarnega trga z visoko likvidnostjo ali v vezane vloge pri bankah za določeno obdobje (krajše od enega leta). Zaradi potrebe po likvidnosti in stabilnosti teh naložb so vlaganja v dolgoročne obveznice in navadne delnice prej izjema kot pravilo.

Za izbiro ustreznih vrednostnih papirjev, ki predstavljajo rezervno likvidnost, podjetja preučijo lastnosti teh papirjev, ki so hkrati tudi kriteriji za njihovo izbiro (Van Horne, 1995, str. 388; Brigham, 1990, str. 711):

1. ***Tveganje neizplačila***: To je tveganje, da izdajatelj vrednostnega papirja ne bo mogel izpolniti pogodbene obveznosti (ne bo plačal obresti in/ali glavnice). Večje kot je to tveganje, večja je nevarnost neporavnanih obveznosti, zato investitorji zahtevajo dodatno premijo v obliki višje zahtevane stopnje donosa. Najnižje tveganje izplačila, ki je praktično enako nič, imajo zakladne menice in državni kratkoročni vrednostni papirji.

¹¹ Ostale zato, ker je tudi denar ena od oblik finančnih naložb.

Tveganje drugih vrednostnih papirjev, ki jih izdajajo podjetja, pa se ocenjuje glede na verjetnost neizplačila.

2. **Tveganje dogodka:** To tveganje obstaja, če lahko nek dogodek (npr. dokapitalizacija) zmanjša vrednost vrednostnega papirja ali pa ta dogodek poveča tveganje neizplačila. Vrednostni papirji proizvodnih in storitvenih podjetij imajo večje tveganje dogodka kot bančni vrednostni papirji, prav tako je pri dolgoročnih vrednostnih papirjih to tveganje večje kot pri kratkoročnih.
3. **Tržnost in likvidnost:** To je sposobnost, da se določena količina vrednostnih papirjev proda hitro in po ceni, ki ne odstopa od običajne vrednosti tega vrednostnega papirja. Na splošno morajo imeti vrednostni papirji z manjšo tržnostjo večji donos, da pritegnejo investitorje.
4. **Dospelost:** Daljše kot je obdobje dospelosti, večje je tveganje spremembe tržne vrednosti vrednostnega papirja. Zaradi tega zahtevajo investitorji za vrednostne papirje z daljšo dospelostjo premijo za tveganje.
5. **Obrestne mere:** S spreminjanjem obrestnih mer nihajo tudi cene vrednostnih papirjev. Dolgoročni vrednostni papirji so bolj občutljivi na spremembe obrestnih mer, zato je tveganje spremembe obrestne mere pri njih večje kot pri kratkoročnih.
6. **Kuponska obrestna mera:** Nižja kot je kuponska obrestna mera, večja je sprememba cene vrednostnega papirja ob dani spremembi obrestnih mer. Vzrok temu je, da je v primeru nižjih kuponskih izplačil, večji del celotnega vračila zajet v odplačilu glavnice ob dospetju. Investitorji torej pričakujejo hitrejše povračilo v primeru visokih kuponskih obrestnih mer.
7. **Inflacija:** V primeru inflacije obstaja tveganje, da se kupna moč denarja, ki je bil vložen v nakup vrednostnega papirja, zmanjša. Temu se podjetja izognejo tako, da investirajo v instrumente s spremenljivo in ne v instrumente s stalno obrestno mero.
8. **Obdavčitev:** Na razliko v donosnosti vpliva tudi davčna politika. Obdavčitve so običajno oproščeni le donosi državnih vrednostnih papirjev, medtem ko so donosi ostalih vrednostnih papirjev obdavčeni.

Glede na zgoraj našteje lastnosti se podjetje odloči, kateri vrednostni papirji bodo sestavljali portfelj, v katerega bo investiralo presežna denarna sredstva. Pri tem je pomembna tudi stopnja gotovosti pri napovedovanju prihodnjih denarnih tokov. Če je verjetnost denarnih pritokov dokaj velika, je dospelost najpomembnejša lastnost vrednostnega papirja. Če so prihodnji denarni tokovi dokaj negotovi, je pomembna lastnost vrednostnega papirja njegova tržnost oziroma likvidnost in tveganje, ki je povezano s spremembo tržne vrednosti. V primeru nujnih likvidnostnih potreb je za podjetje najbolje, da ima v premoženju zakladne menice. Z nenačrtovanimi prodajami vrednostnih papirjev so povezani tudi transakcijski stroški, ki zmanjšajo neto donos vrednostnega papirja.

Podjetja se morajo pri investiranju odločati med varnimi vrednostnimi papirji z nizkim tveganjem in vrednostnimi papirji z večjim tveganjem, ki imajo tudi večji donos. Zakladne

menice bodo prevladale v portfelju podjetij, ki so nenaklonjena tveganju. Bolj pogumna podjetja se bodo odločila za večji delež visokodonosnih eurodepozitov. Sicer pa imajo podjetja širok izbor instrumentov, v katere lahko investirajo. V premoženju podjetij so tudi dolgoročni vrednostni papirji, predvsem tisti, ki so tik pred zapadlostjo. Večina podjetij investira v instrumente denarnega trga, ki so zelo likvidni in imajo majhno tveganje neizplačila. Naj naštejemo le nekatere: zakladne menice, reodkupni sporazumi - repo, državni vrednostni papirji, bančni akcepti, blagajniški zapisi, komercialni zapisi podjetij, potrdila o depozitih, eurodepoziti itd.

Nekateri vrednostni papirji in drugi instrumenti so tako likvidni, da jih lahko imenujemo tudi ustrezni (ekvivalenti) denarja. Sem sodijo predvsem bančne vloge s krajšim odpovednim rokom, kratkoročno vezane vloge in nekateri zelo kvalitetni kratkoročni vrednostni papirji z dospelostjo krajšo od 90 dni, ki kotirajo na borzi.

Pomembno vlogo pri investiranju presežnih denarnih sredstev ima tudi *krivulja donosnosti*¹². Če je ta krivulja naraščajoča, potem bo podjetje sestavilo svoj portfelj tako, da bo dospelost vrednostnih papirjev usklajena s potrebami po denarnih sredstvih. Če je krivulja donosnosti padajoča, bo podjetje investiralo v vrednostne papirje, katerih dospelost je krajša od obdobja, v katerem ne potrebuje denarnih sredstev, zato bo podjetje ob dospetju sredstva ponovno investiralo v nove vrednostne papirje (Van Horne, 1995, str. 394).

Čeprav je diverzifikacija portfelja kratkoročnih vrednostnih papirjev enako željena kot pri portfelju navadnih delnic, pa je manj mogoča. Če imamo diverzificiran portfelj sta njegov donos in tveganje manj odvisna od posameznega vrednostnega papirja v tem portfelju. To dosežemo tako, da imamo v portfelju vrednostne papirje z nizko stopnjo kovariance. V gibanju donosov kratkoročnih vrednostnih papirjev je visoka stopnja soodvisnosti, zato je težko sestaviti diverzificiran portfelj. Cilj večine podjetij je zato maksimizirati celoten donos, ki naj služi ohranjanju zadostne likvidnosti podjetja (Van Horne, 1995, str. 395).

Kratkoročne finančne naložbe prinašajo nefinančnim podjetjem dosti manjše donose (v obliki obresti, dividend ali kapitalskega dobička) kakor realno premoženje, katerega namen je proizvodnja.¹³ Zakaj torej podjetja investirajo v kratkoročne vrednostne papirje? Vzroka sta dva. Prvi je bil že omenjen, in sicer so to varnostne rezerve. Ko ima podjetje preveč denarja,

¹² Krivulja donosnosti je krivulja, ki prikazuje donose vrednostnih papirjev (predvsem obveznic) z različno zapadlostjo, vendar enakim tveganjem, likvidnostjo in obdavčitvijo. Ko je krivulja donosnosti naraščajoča, so dolgoročne obrestne mere nad kratkoročnimi, v primeru vodoravne krivulje so kratkoročne in dolgoročne obrestne mere enake, ko pa je krivulja padajoča, so dolgoročne obrestne mere nižje kot kratkoročne. Krivulja ima večinoma naraščajočo obliko (Mishkin, 1997, str. 152).

¹³ Leta 1989 je imel IBM kratkoročnih vrednostnih papirjev v vrednosti 6,1 milijarde dolarjev. Donosnost tega premoženja je bila 8 odstotna, medtem ko je bil donos od premoženja, ki je sodelovalo v proizvodnji, 18% (Brigham, 1990, str. 709).

ki ne prinaša nobenih donosov, ga del investira. Tako podjetje lahko poveča ali pa v najslabšem primeru samo ohrani svoje premoženje. Poleg tega pa so kratkoročni vrednostni papirji zelo likvidni in jih lahko podjetje v primeru nepričakovane in nenadne potrebe po denarju hitro proda. Drugi vzrok je, da nakup kratkoročnih vrednostnih papirjev predstavlja začasno naložbo. Podjetja, ki se soočajo s cikličnimi in sezonskimi nihanji in ki so nenaklonjena sposojanju denarja, bodo v času blaginje del sredstev naložila v vrednostne papirje. To premoženje jim bo v času upadanja dejavnosti predstavljalo denarni vir. Začasno naložbo predstavlja tudi nakup vrednostnih papirjev z namenom zbrati dovolj sredstev za nakup ali izgradnjo novega oddelka ali pa za prevzem drugega podjetja.

3.2.2 Dolgoročne finančne naložbe

Dolgoročne finančne naložbe so naložbe podjetja v druga podjetja in organizacije za obdobje, ki je daljše od enega leta. Namenjena so pridobivanju prihodkov od financiranja, povečevanju ali ohranjanju vrednosti vloženih sredstev ali pa drugim koristim, ki izhajajo iz povezanosti z drugimi podjetji. Dolgoročne naložbe lahko zajemajo tudi instrumente, ki so zelo likvidni in jih druga podjetja smatrajo kot kratkoročna. Razlika je le v tem, da jih podjetja obravnavajo kot naložbe za nedoločen čas ali pa za čas, ki je daljši od enega leta. Dolgoročne naložbe običajno predstavljajo investicije v dolgoročne dolžniške in lastniške vrednostne papirje ali pa gre za povezovanje podjetij z dolgoročnimi cilji, v katere so lahko vključeni tudi prevzemi in združitve podjetij (Bernstein, 1989, str. 161).

Ločimo več vrst dolgoročnih finančnih naložb (Slovenski računovodski standardi, 1997, SRS 3, str. 3):

- dolgoročne finančne naložbe v kapital drugih podjetij,
- dolgoročna dana posojila,
- dolgoročni depoziti in varščine,
- dolgoročne naložbe v odkupljene lastne delnice.

Dolgoročno dana posojila zajemajo predvsem posojilne pogodbe in kupljene obveznice drugih podjetij. Dolgoročni depoziti in varščine predstavljajo denarna sredstva v bankah in drugih depozitnih finančnih institucijah, ki bodo podjetju na voljo v roku, daljšem od enega leta. Pri obeh postavkah gre za sredstva, ki jih podjetje investira, da bi povečalo svoje dosedanje premoženje. Pri tipično proizvodnih podjetjih lahko predpostavimo, da je takih naložb sorazmerno malo, saj je cilj podjetja dobiček, ki je ustvarjen s prodajo proizvodov in ne dobiček, ki bi izviral iz finančnih transakcij.

Odkup lastnih delnic je lahko način izplačila dividend¹⁴. S tem se podjetje lahko zavaruje pred prevzemom, saj odkupi delnice od tistih lastnikov, ki jih lastništvo ne zanima preveč.

Največji delež dolgoročnih finančnih naložb predstavljajo naložbe v kapital drugih podjetij. Razlogov, da podjetja dolgoročno kupujejo lastniške vrednostne papirje drugih podjetij, je lahko več (Belverd, 1989, str. 717):

- pričakovanje zaslužka od investicije;
- želja po vzpostavitvi boljših poslovnih vezi s podjetjem, s katerim podjetje sodeluje;
- doseči nadzor nad podjetjem, ki ima za investitorja zanimiva sredstva ali ima druge prednosti, kot so kupci, trgi, proizvodi, strokovna znanja itd., ki zanimajo podjetje, ki kupi delnice;
- če podjetje želi razširiti svojo dejavnost, je včasih lažje investirati v drugo podjetje, kot razviti novo dejavnost znotraj svojega podjetja;
- stroški nakupa celotnega ali dela drugega podjetja so lahko manjši, kot da bi podjetje skušalo ustanoviti povsem novo podjetje;
- v nekaterih državah obstajajo davčne olajšave za investicije v že obstoječa podjetja.

3.3 Blagovni krediti

Vsako podjetje bi svoje proizvode najraje prodalo ob takojšnjem plačilu za gotovino. Zaradi vedno večje konkurence poskušajo podjetja pridobiti kupce na različne načine. Eden izmed teh načinov je tudi odloženo plačilo oziroma prodaja na kredit. Pri tem nastajajo pri prodajalcu terjatve do kupca oziroma blagovni (komercialni) krediti, ki bodo izničeni, ko bo kupec poravnal svojo obveznost.

Višina blagovnih kreditov je odvisna od tega, v katerem sektorju gospodarstva je podjetje. Tako v večini trgovskih podjetij blagovni krediti predstavljajo največji delež finančnega premoženja. Leta 1986 so z raziskavo ugotovili, da terjatve do kupcev predstavljajo 21% celotne aktive v proizvodnih podjetjih v ZDA (Mian, 1992, str. 169).

Na višino blagovnih kreditov najbolj vplivajo obseg prodaje in pogoji kreditiranja. Če podjetje povečuje prodajo, kar je odvisno od trenutnega gospodarskega položaja, agresivnosti trženjske politike, proizvoda oz. storitve, cene itd., se večja tudi delež prodaje na kredit in s tem obseg terjatev do kupcev. Ko so pogoji, ki jih podjetje določi za prodajo na kredit, lažje (težje) izpolnjivi, bo obseg prodaje večji (manjši) in terjatve do kupcev večje (manjše). Med manj stroge pogoje kreditiranja, ki spodbujajo prodajo, lahko uvrščamo podaljšanje dobe kreditiranja, denarne popuste za plačila pred iztekom roka in manj stroge kriterije za

¹⁴ Tisti, ki prodajo delnico, prejmejo plačilo, drugim pa je dividenda izplačana v obliki povečanja tržne vrednosti delnice, saj se bo prihodnji skupni donos delil na manj delnic.

odobritev kredita. Vendar so poleg prednosti, ki so vidne v večji prodaji, prisotne tudi slabosti: podaljševanje dobe kreditiranja in popusti so enakovredni zmanjšanju prodajnih cen, poleg tega se lahko pojavijo tudi dvomljive terjatve do kupcev¹⁵, to so blagovni krediti, za katere obstaja možnost, da ne bodo plačani v celoti oziroma v določenem roku (Slovenski računovodski standardi, SRS 5, str. 5). Zato moramo pri oceni uspešnosti kreditne politike poleg dohodka od dodatne prodaje upoštevati tudi dodatne stroške, ki jo ta politika povzroči.

Višina terjatev do kupcev, kot postavke v bilanci stanja, je odvisna tudi od politike izterjave dolga. Potrebno je poudariti, da kreditna politika in politika izterjave dolga enega podjetja nista neodvisni ob politik drugih podjetij v panogi. Če obstaja na trgih kapitala in proizvodov velika konkurenca, so pogoji kreditiranja in izterjave enega podjetja podobni drugim, saj bi v nasprotnem primeru kupci (v primeru enakih ali podobnih cen izdelkov in kakovosti) kupovali pri podjetju z boljšimi kreditnimi pogoji.

Obseg blagovnih kreditov v podjetju je torej funkcija panoge gospodarstva, v kateri je podjetje, njegove celotne prodaje ter politike kreditiranja in izterjave.

Celoten postopek kreditiranja in izterjave se lahko razdeli na štiri dele, od katerih prvi trije pripadajo kreditni politiki¹⁶ (Pinches, 1994, str. 704):

- določitev pogojev prodaje na kredit,
- ocena prosilcev za kredit,
- odločitev o kreditiranju,
- politika izterjave.

3.3.1 Pogoji prodaje na kredit

Obseg terjatev do kupcev je močno odvisen od kreditnih pogojev, ki jih določi podjetje. Glavna pogoja sta predvsem dva: rok, v katerem mora kupec poravnati blagovni kredit in morebitni popust, če pride do plačila pred zapadlostjo. Na oba pogoja ima podjetje v primeru popolne konkurence le omejen vpliv, saj so ti pogoji v določeni panogi tako rekoč dani in se jih brez posledic (izgube kupcev ali povratnih ukrepov konkurence) lahko le malo spreminja. Podjetje ponudi popust zaradi dveh vzrokov:

1. da bi pridobilo nove kupce, ki v popustu vidijo predvsem nižjo prodajno ceno in

¹⁵ Včasih imenovane tudi slabe terjatve do kupcev.

¹⁶ Ko je kreditna politika v podjetju določena in izoblikovana, se ne spreminja zelo pogosto, saj spremembe povzročijo dodatne stroške in napore, poleg tega pa so podjetja večinoma nenaklonjena spremembam. Do teh pride le ob močno spremenjenih okoliščinah na trgu, katerim se mora podjetje prilagoditi, da ohrani svojo konkurenčno prednost ali pa zmanjša tveganje neplačevanja kupcev.

2. da bi znižalo povprečno obdobje vezave sredstev v terjatvah do kupcev, saj bodo nekateri kupci zaradi popusta plačali prej.

V obdobju mrtvila lahko podjetja prodajajo svoje proizvode tudi z odplačilom, daljšim od običajnega (nekaj mesecev). Ta vrsta kreditne prodaje je ustrezna tudi za kupce, ki so izpostavljeni sezonskim nihanjem in nihanjem v denarnem toku. Pri tem mora podjetje paziti, da ti blagovni krediti ne postanejo dvomljive terjatve do kupcev. Glede na dolžino obdobja, za katero podjetje kupcu odobri kredit, ločimo kratkoročne in dolgoročne terjatve do kupcev. Kratkoročne so tiste, ki zapadejo v plačilo v roku enega leta ali pa v roku obratovalnega cikla podjetja, če je ta daljši od enega leta. Terjatve, ki zapadejo kasneje, so dolgoročne. Večina blagovnih kreditov v nefinančnih podjetjih je kratkoročnih.

Glede na pogoje, ki jih podjetje določi za prodajo na kredit, lahko določimo tri vrste kreditne politike in z njo povezane vzorce plačevanja (Bond, 1993, str. 248):

1. restriktivna politika (obstaja velika nenaklonjenost negotovosti, zato je delež blagovnih kreditov majhen, prav tako je majhna tudi rast podjetja);
2. zmerna politika (podjetje s tako politiko ima v aktivih tako dobre in povprečne, kot tudi nekaj slabih blagovnih kreditov);
3. liberalna politika (kreditna politika je podvržena hitri rasti prodaje in s tem velikosti podjetja, pri tem je prisotno veliko tveganje, delež dvomljivih terjatev do kupcev pa je tu največji).

3.3.2 Ocena prosilcev

Blagovni kredit je obračunska oblika premoženja in postane dejansko premoženje, ko je poravnano. Podjetje z njim lahko razpolaga šele, ko dolжник plača, in se v bilanci terjatev do kupca preoblikuje v denar. Zaradi tega nobeno podjetje ne bo prodajalo na kredit kupcu, ki ne bo sposoben poravnati svojega dolga. Da se to ne bi zgodilo, imajo nekatera podjetja v ta namen oblikovane posebne oddelke, ki ocenjujejo kreditno sposobnost vsakega kupca. Kljub še tako ostremu nadzoru pa ni možno, da bi se popolnoma izognili blagovnim kreditom, ki jih kupci nočejo ali ne morejo poravnati. Določen delež teh kreditov je celo znak dobre kreditne politike, saj bi lahko v primeru prevelike previdnosti podjetje z zavrnitvijo določene stranke izgubilo posel, čeprav ta stranka še vedno predstavlja neko razumno tveganje. Da bi se podjetja temu izognila, ocenjujejo kreditno sposobnost svojih kupcev, ki odraža verjetnost, da kupec ne bo plačal kredita.

Ocena prosilcev vključuje dve dejavnosti: pridobivanje podatkov o prosilcu in analiziranje podatkov z namenom ocene kreditne sposobnosti.

Virov, iz katerih podjetja pridobivajo podatke, je več. Pri tem morajo biti pozorna, da stroški pridobitve informacij niso večji, kot so koristi. Predvsem za majhna podjetja so stroški zelo pomembni. Poleg tega morajo biti podatki hitro na voljo. Najpogostejši viri so (Van Horne, 1995, str. 412):

- **Finančna poročila** so eden najbolj zaželenih virov podatkov. Dobro je pridobiti tudi mesečna ali polletna poročila, saj je iz njihove analize razvidna tudi prisotnost sezonske komponente. Iz finančnih poročil podjetja ugotovijo nekatere kazalce, ki kažejo plačilno sposobnost kupca. Med najbolj pogosto uporabljenima sta *kratkoročni oz. tekoči koeficient*¹⁷ in *pospešeni oz. likvidnostni koeficient*¹⁸ (Bond, 1993, str. 84). Informacije, ki izvirajo iz finančnih poročil, se nanašajo na preteklo poslovanje, zato je treba biti pri teh podatkih pozoren, saj je pri oceni kreditne sposobnosti pomembna prihodnja plačilna sposobnost.
- **Poročila o oceni kreditne sposobnosti** izdelujejo posebna za to specializirana podjetja. Podatki, pridobljeni na ta način, so zelo kakovostni, vendar jih mora podjetje plačati.
- **Banke** so lahko pomemben vir podatkov o kreditni sposobnosti podjetja, vendar vse banke teh podatkov niso pripravljene razkriti. Podjetja zato zbirajo informacije predvsem s pomočjo bank, s katerimi že drugače sodelujejo.
- **Ocene trgovskih združenj** so lahko vir podatkov o kupcih, s katerimi imajo združenja redne stike.
- **Lastne izkušnje** so nepogrešljiv, najboljši in najcenejši vir informacij.

S pomočjo zbranih podatkov podjetja ocenijo vsakega prosilca. Za oceno imajo izdelane posebne modele, v katere so vključeni različni podatki; od različnih finančnih kazalcev, do podatkov o številu zaposlenih in starosti podjetja. Za vsak podatek je izbran ponder, ki določa pomembnost tega podatka.

3.3.3 Odločitev o kreditiranju

Na podlagi ugotovljene ocene o kreditni sposobnosti se podjetje odloči, ali kupec predstavlja sprejemljivo tveganje, da se mu odobri prodaja na kredit, ali ne, in bo moral plačati ob dostavi blaga oziroma ob koncu opravljene storitve ali pa celo vnaprej. V tem primeru podjetje ne bo imelo nobene terjatve do tega kupca. Če se kupcu odobri kredit, se pogosto določi tudi njegova *kreditna linija*, to je maksimalna količina terjatev, ki jo je podjetje pripravljeno sprejeti do določenega kupca. Ocene kreditne sposobnosti se izdelujejo večkrat in podjetje lahko prehaja iz razreda z dobro oceno (in odobrenim kreditom) v razred podjetij, ki morajo

¹⁷ Razmerje med kratkoročnimi sredstvi in kratkoročnimi obveznostmi.

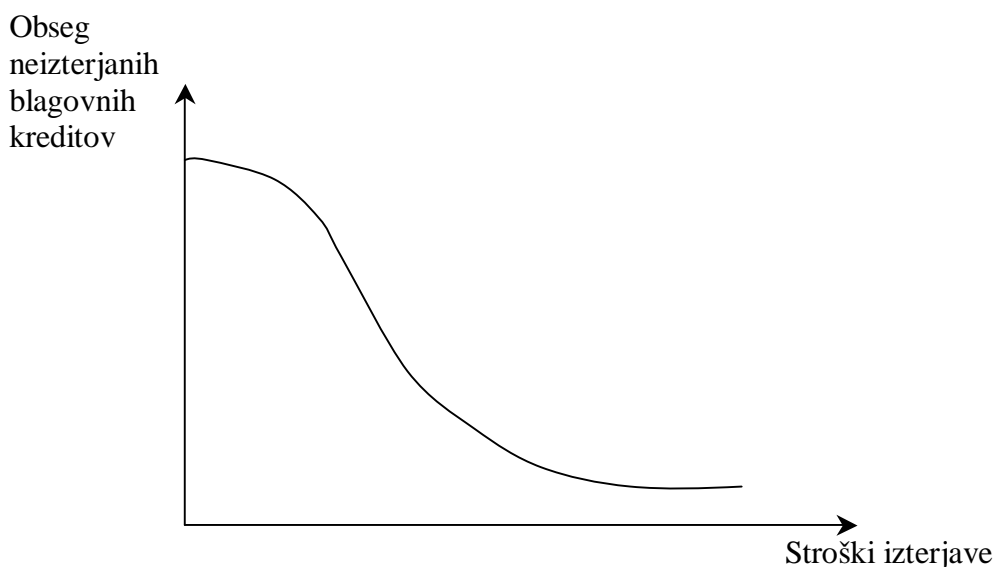
¹⁸ Razmerje med likvidnimi sredstvi in kratkoročnimi terjatvami do kupcev ter kratkoročnimi obveznostmi. Pri razlagi tega kazalca se moramo zavedati, da ni rečeno, da kratkoročne terjatve do kupcev zapadejo v enakih rokih kot kratkoročni dolgovi, zato je težko z gotovostjo ugotoviti morebitno plačilno nesposobnost.

blago ali storitev plačati vnaprej. Kdaj se bo to zgodilo, je odvisno od podjetja in njegove kreditne politike, vendar mora pri tej odločitvi paziti, ali je kupec v težavah le začasno in so plačilni problemi prehodni, ali pa se je kupec znašel v večjih likvidnostnih težavah. V tem primeru je potrebno sprejeti ostrejšše ukrepe.

3.3.4 Politika izterjave

Politika izterjave se nanaša na postopke, ki jih podjetje izvaja pri izterjavi zapadlih terjatev. Ti postopki vključujejo opominjanje preko telefonskih pogovorov in pisnih opominov, podjetje lahko pošlje kopijo računa, lahko pa vloži tudi tožbo za neplačane račune. Slednji ukrep je najmanj pogost, saj se zaradi tožbe poslovni odnosi med podjetjema lahko prekinejo in podjetje lahko izgubi velikega kupca. Običajno že grožnja s tožbo zadošča, da stranka poravna zapadle obveznosti. V večini podjetij so glavno orožje zoper neplačnike le strožji kreditni pogoji (zmanjšanje kreditne linije, skrajšanje roka plačila, odprava popusta na plačilo pred iztekom roka itd.) in morebitna odpoved kredita ter zahteva po vnaprejšnjem plačevanju obveznosti. Za razliko od finančnih institucij, nefinančna podjetja redko zaračunavajo obresti in za zavarovanje dolga redko zahtevajo poroštvo.

Slika 6: Povezanost stroškov izterjave in obsegom neizterjanih zapadlih terjatev



Vir: Van Horne, 1995, str. 409.

Nekatera podjetja blagovne kredite, katerih zapadlost je pretekla za več mesecev, prodajo ali predajo posebnim podjetjem, ki se ukvarjajo z izterjavo. Vendar se mora podjetje pri tem zavedati, da znašajo provizije takih podjetij tudi do 50% celotne terjatve. Na splošno mora podjetje paziti, da stroški izterjave ne presega korist, ki jih podjetje z izterjavo pridobi. Na

Slike 6 vidimo, da so na določenem intervalu višji stroški izterjave povezani z nižjim deležem neizterjanih zapadlih terjatev do kupcev. Vendar odvisnost med stroški in neizterjanimi terjatvami ni linearna. Začetni stroški izterjave povzročijo le majhno zmanjšanje obsega dvomljivih terjatev, dodatni stroški pa imajo mnogo večji vpliv na zmanjšanje obsega blagovnih kreditov, toda le do neke meje, ko s povečevanjem stroškov skorajda ne moremo več zmanjšati neporavnanih kreditov.

V okviru politike kreditiranja in izterjave mora torej podjetje sprejeti več odločitev (Van Horne, 1995, str. 441):

- kakšni naj bodo kriteriji, da bodo kreditov deležni le kvalitetni kupci, ki bodo poravnali terjatve, ki jih ima podjetje do njih;
- kako dolgo naj bo obdobje do zapadlosti plačila, da bo imelo podjetje dovolj velik obseg prodaje in da obseg blagovnih kreditov ne bo prevelik;
- kakšni naj bodo ponujeni popusti za plačila pred iztekom roka kreditiranja;
- ali naj podjetje ponudi kakšne posebne pogoje odplačevanja (to velja predvsem za podjetja, ki so podvržena sezonskim nihanjem);
- kolikšni naj bodo stroški izterjave.

Uspešnost politike kreditiranja in izterjave je odvisna od vseh teh odločitev, zato je potrebno za vsako odločitev ugotoviti, kakšne koristi in stroške bo povzročila za podjetje. Optimalna politika bo vzpostavljena, ko bo mejna korist, ki jo podjetju prinašata obe politiki, enaka mejnim stroškom, ki ju povzročata.

4 PRIMERJAVA FINANČNEGA PREMOŽENJA NEFINANČNIH PODJETIJ PO DRŽAVAH

V tem poglavju primerjamo statistične podatke o finančnem premoženju nefinančnih podjetij v osmih državah: Združenih državah Amerike (ZDA), Japonski, Nemčiji, Avstriji, Franciji, Italiji, Veliki Britaniji (VB) in Sloveniji.

Vir podatkov za tuja nefinančna podjetja so publikacije OECD¹⁹, evropski statistični zavod Eurostat in japonski zavod za statistiko. Podatki za slovenska podjetja pa so vzeta iz vsakoletnih publikacij Agencije za plačilni promet, kjer so podatki objavljeni v obliki bilance stanja.

¹⁹ Organization for Economic Cooperation and Development (Organizacija za gospodarsko sodelovanje in razvoj)

Za večino držav se podatki nanašajo na leto 1999, razen za ZDA (1995). Za slovenska podjetja so prikazani tudi nekateri podatki za leto 2000.

Podatki izhajajo iz različnih virov, vendar so prikazani tako, da so primerljivi. Na začetku poglavja je prikazana primerjava posameznih vrst finančnega premoženja nefinančnih podjetij v tujini, v nadaljevanju pa so podani še podatki za slovenska podjetja.

4.1 Delež finančnega premoženja

Velikost finančne aktive, ki jo imajo podjetja v svojih bilancah stanja, se od podjetja do podjetja razlikuje, na splošno pa velja, da imajo finančna podjetja veliko večji delež finančnega premoženja kot nefinančna.

V Tabeli 3 vidimo deleže finančnega premoženja v celotnem premoženju za celoten sektor nefinančnih podjetij za sedem držav. Iz tabele je razvidno, da je delež finančne aktive v ameriških nefinančnih podjetjih v celotnem obdobju najnižji, kljub temu da se je od leta 1980 pa do leta 1995 v povprečju povečal za več kot tretjino (natančneje za 34,1%), kar predstavlja največji porast med opazovanimi gospodarstvi.

Delež finančnega premoženja v skupnih sredstvih se je povečeval tudi v nemških, italijanskih in avstrijskih podjetjih. Pri slednjih je zanimivo, da je v zadnjem obdobju prišlo do drastičnega zmanjšanja tega deleža, tako da je bil na koncu še nižji kot leta 1980 (na začetku opazovanega obdobja).

Tabela 3: Delež finančnega premoženja v celotnem premoženju nefinančnih podjetij v obdobju od 1980 do 1999 v %

	1980	1985	1990	1995	1999
ZDA	26,4	28,1	31,8	35,4	
Japonska	58,2	57,2	58,1	53,0	50,3
Nemčija	44,8	47,7	50,2	55,0	56,0
Avstrija	41,0	45,7	52,2	52,2	39,5
Francija			54,3	51,4	54,2
Italija	44,6	47,2	49,2	48,6	50,1
Velika Britanija		36,2	37,2	37,2	35,2

Vir: <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>,

Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6,

OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str.: 9, 35, 39, 55, 49, 115, 119.

Opazovani delež je bil v francoskih in britanskih podjetjih v povprečju dokaj stabilen, je pa res, da je tudi opazovano obdobje (predvsem za podjetja v Franciji) nekoliko krajše. V obeh primerih se je delež v opazovanem obdobju nekoliko zmanjšal, v francoskih podjetjih za 0,1 odstotne točke, v britanskih pa za 1 odstotno točko.

Iz Tabele 3 sta razvidni dve skupini držav. Prvo tvorita Velika Britanija in ZDA. V tej skupini imajo nefinančna podjetja v povprečju od 25% do 40% finančnega premoženja. Drugo skupino sestavljajo Japonska, Nemčija, Francija in Italija. V tej skupini imajo nefinančna podjetja v povprečju od 45% do 55% celotnega premoženja v finančni obliki. Avstrijska podjetja so vse do leta 1995 sodila v drugo skupino, v obdobju od leta 1995 do leta 1999 pa se je delež finančne aktive v skupnem premoženju zmanjšal za 24,3%, tako da sedaj bolj pripadajo skupini angloameriških podjetij.

4.2 Struktura finančnega premoženja v nefinančnih podjetjih

4.2.1 Denar in depoziti

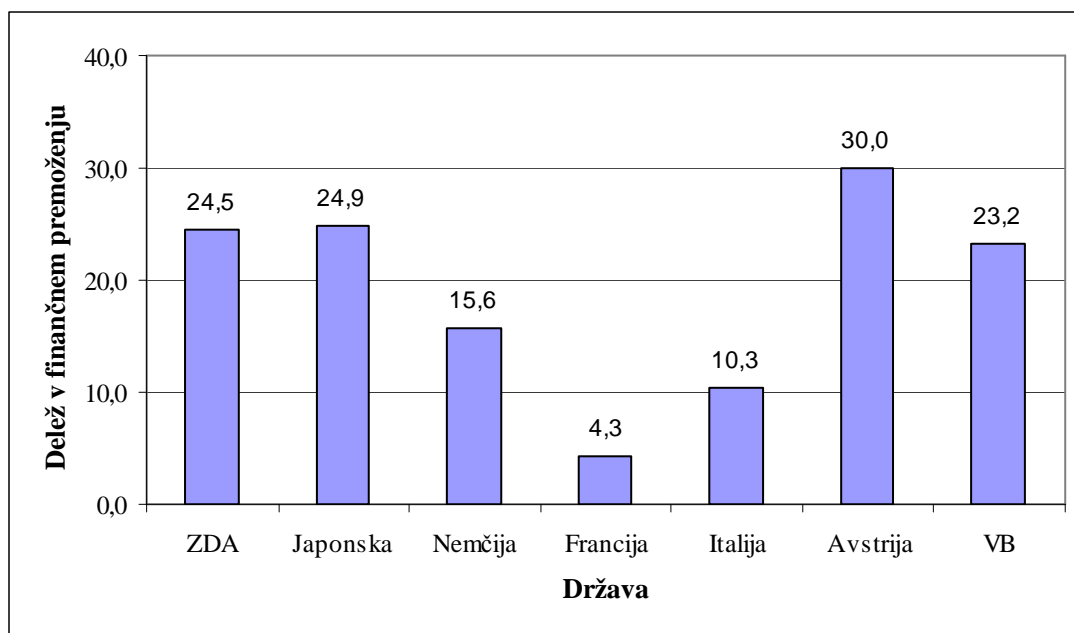
Denar je najmanj zaželena oblika finančnega premoženja, saj ne prinaša nobenega donosa, hkrati je tudi nujna vrsta sredstev, ki jih mora podjetje imeti, če hoče normalno poslovati. Zaradi tega je delež tega premoženja v finančni aktivni najmanjši, hkrati pa mora biti dovolj velik, da podjetja zadostujejo pogojem likvidnosti.

Nekoliko bolj zaželena oblika finančnih sredstev so depoziti naloženi pri bankah, ki podjetju prinašajo določen donos, ki resda ni tako velik, da bi podjetja s tem povečevala svoje premoženje, temveč se z obrestmi predvsem ohranja realna vrednost denarja naloženega pri bankah. Depoziti povečini predstavljajo predvsem rezervno likvidnost za podjetja.

Na Sliki 7 je razvidno, da se delež denarja in depozitov v finančnem premoženju nefinančnih podjetij po državah zelo razlikuje. Največji je v avstrijskih podjetjih, najmanjši pa v francoskih, kjer je v povprečju skoraj sedemkrat manjši. S 4,3-odstotnim deležem so francoska podjetja tudi edina v Evropski uniji, ki imajo tako majhen odstotek teh dveh oblik finančnih sredstev. Po tem deležu so jim še najbolj podobna nefinančna podjetja na Finskem (6,7%) in Švedskem (8,9%). Po drugi strani pa v okviru Evropske unije tudi avstrijska podjetja s povprečno 30-odstotnim deležem predstavljajo ekstrem, sledijo jim portugalska nefinančna podjetja s povprečno 24,4% denarja in depozitov v finančnem premoženju (Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6).

V prikazu so zajeti tako kratkoročni kot dolgoročni depoziti, ki imajo večjo donosnost, vendar je slednjih v nefinančnih podjetjih znatno manj kot prvih.

Slika 7: Delež denarja in depozitov v finančnem premoženju nefinančnih podjetij v letu 1999 (za ZDA v letu 1995) v %



Vir: <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>,

Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6,

OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str. 119.

Deleži denarja in depozitov v nefinančnih podjetjih ZDA, Japonske in Velike Britanije so si dokaj podobni (od 23% do 25%), tako da bi lahko ta podjetja združili v eno skupino, drugo pa bi sestavljala podjetja iz evropskih kontinentalnih gospodarstev, kjer delež niha med 10% in 20% celotnega finančnega premoženja. Kot že rečeno, predstavljajo podjetja v Franciji in Avstriji v povprečju ekstremne vrednosti preučevanega deleža.

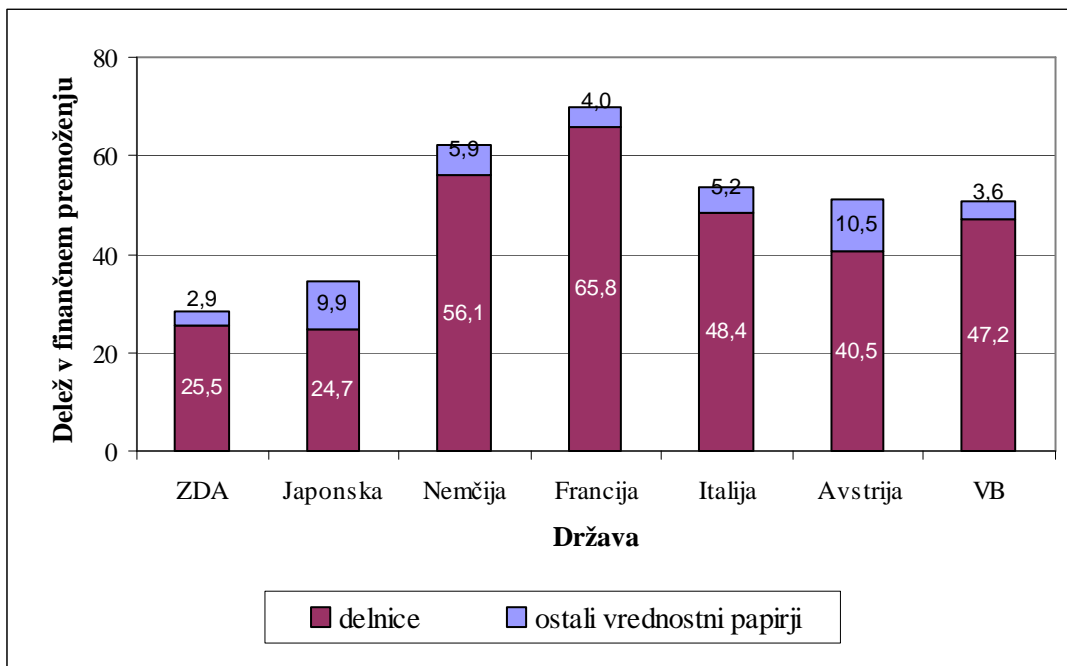
4.2.2 Vrednostni papirji

Velikokrat se s pojmom finančno premoženje misli le na tisti del sredstev podjetja, ki odpade na vrednostne papirje, upravljanje s finančnim premoženjem pa pomeni upravljanje z vrednostnimi papirji. Dejansko so vrednostni papirji le del širše opredeljenega finančnega premoženja, ki lahko v podjetju predstavlja pomemben delež finančnih sredstev.

Poznamo več vrst vrednostnih papirjev. V osnovi jih lahko razdelimo na dolgoročne in kratkoročne ter na lastniške in dolžniške vrednostne papirje.

Ker funkcija nefinančnih podjetij ni finančno posredništvo in ustvarjanje dobička s pomočjo finančnih špekulacij²⁰, bodo ta podjetja imela manj vrednostnih papirjev, ki predstavljajo večje tveganje, poleg tega pa tudi le tiste dolgoročne vrednostne papirje, ki so zanje strateškega pomena.

Slika 8: Delež delnic in ostalih vrednostnih papirjev v finančnem premoženju nefinančnih podjetij v letu 1999 (za ZDA v letu 1995) v %



Vir: <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>,

Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6,

OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str. 119.

Na Sliki 8 vidimo, da veliko večino vrednostnih papirjev, ki jih imajo nefinančna podjetja v svojem premoženju, predstavljajo delnice. V večini držav 90 in več odstotkov vrednostnih papirjev odpade na delnice, manjši delež lastniških vrednostnih papirjev je le na Japonskem (71%) in v Avstriji (79%). V teh dveh državah je delež ostalih vrednostnih papirjev (kamor sodijo obveznice in kratkoročni vrednostni papirji) v celotnem finančnem premoženju v primerjavi z ostalimi največji, saj znaša v obeh državah okoli 10% celotne finančne aktive. V nefinančnih podjetjih ostalih držav je te vrste premoženja le za od 3% do 6% skupne finančne aktive.

²⁰ To velja vsaj v osnovi, čeprav špekulirajo praktično vsa podjetja in tako skušajo s prostimi finančnimi sredstvi vsaj nekoliko povečati svoj prihodek.

Za razliko od prej omenjenega premoženja, lastniški vrednostni papirji predstavljajo pomemben delež ne le med vsemi vrednostnimi papirji, temveč tudi med celotnim finančnim premoženjem. Seveda se tudi pri tem gospodarstva med seboj močno razlikujejo. Francoska nefinančna podjetja imajo v povprečju v svojem finančnem premoženju skoraj tretjino delnic, medtem ko v ameriških in japonskih podjetjih ta delež znaša v povprečju komaj četrtino.

Zaradi visokega deleža delnic v strukturi finančnega premoženja nefinančnih podjetij lahko sklepamo, da je glavni namen vrednostnih papirjev, ki jih imajo podjetja v svoji aktivi, predvsem kapitalsko povezovanje z ostalimi podjetji, manj pomembno je investiranje v vrednostne papirje zaradi morebitnih špekulativnih donosov. Za slednje se uporabljajo predvsem obveznice in kratkoročni vrednostni papirji.

4.2.3 Posojila

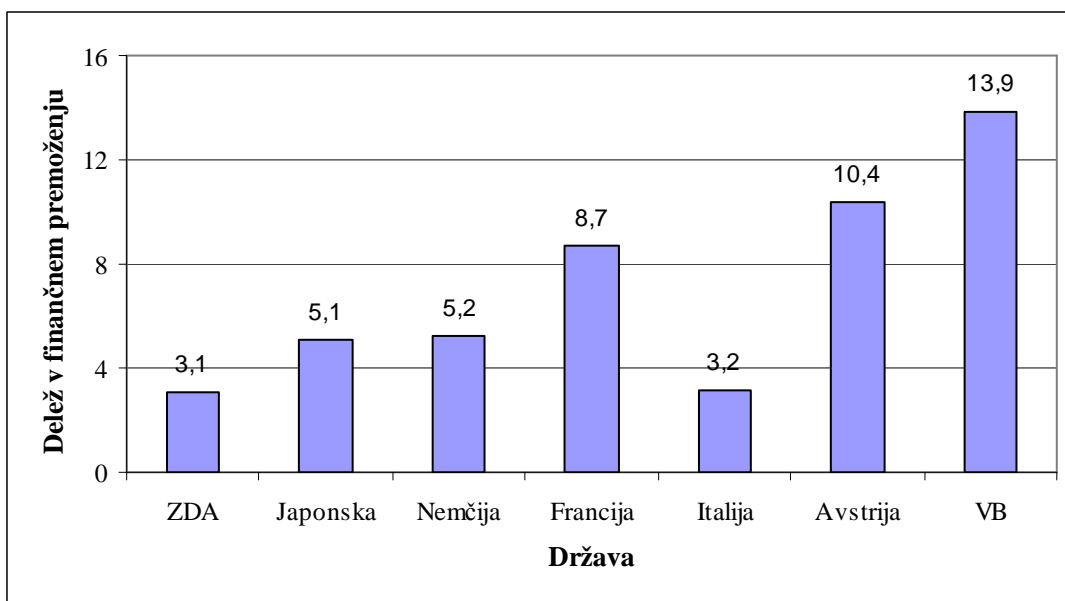
Ena izmed oblik finančnega premoženja so tudi posojila, ki jih da podjetje drugim podjetjem ali institucijam. Običajno gre tu za kratkoročna posojila, saj nefinančna podjetja sredstva dolgoročno raje plasirajo v proizvodni proces.

Iz Slike 9 je razvidno, da se deleži posojil v skupnem finančnem premoženju nefinančnih podjetij med gospodarstvi močno razlikujejo. Najnižji delež imajo podjetja v ZDA in Italiji, kjer v povprečju znaša 3,1% oziroma 3,2%, največji pa je v Veliki Britaniji, kjer je skoraj 4,5-krat večji (v povprečju znaša 13,9% celotne finančne aktive).

Tudi tu lahko države razdelimo v dve skupini. V prvi so ZDA, Japonska, Nemčija in Italija. Tu znaša delež posojil v nefinančnih podjetjih v povprečju manj kot 5% celotnega finančnega premoženja. V drugo skupino, kjer je ta delež večji od 8%, pa sodijo Francija, Avstrija in Velika Britanija.

Enotnosti glede deleža posojil v finančnem premoženju ni niti med podjetji v Evropski uniji. Tu je razpon zelo velik: od 1% v portugalskih podjetjih pa do 27% celotne finančne aktive nizozemskih podjetij (Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6). Največ držav v Evropski uniji sodi v skupino, kjer imajo nefinančna podjetja v celotni finančni aktivi v povprečju od 9% do 17% posojil.

Slika 9: Delež posojil nefinančnih podjetij v celotnem finančnem premoženju v letu 1999 (za ZDA v letu 1995) v %



Vir: <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>,

Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6,

OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str. 119.

4.2.4 Blagovni krediti

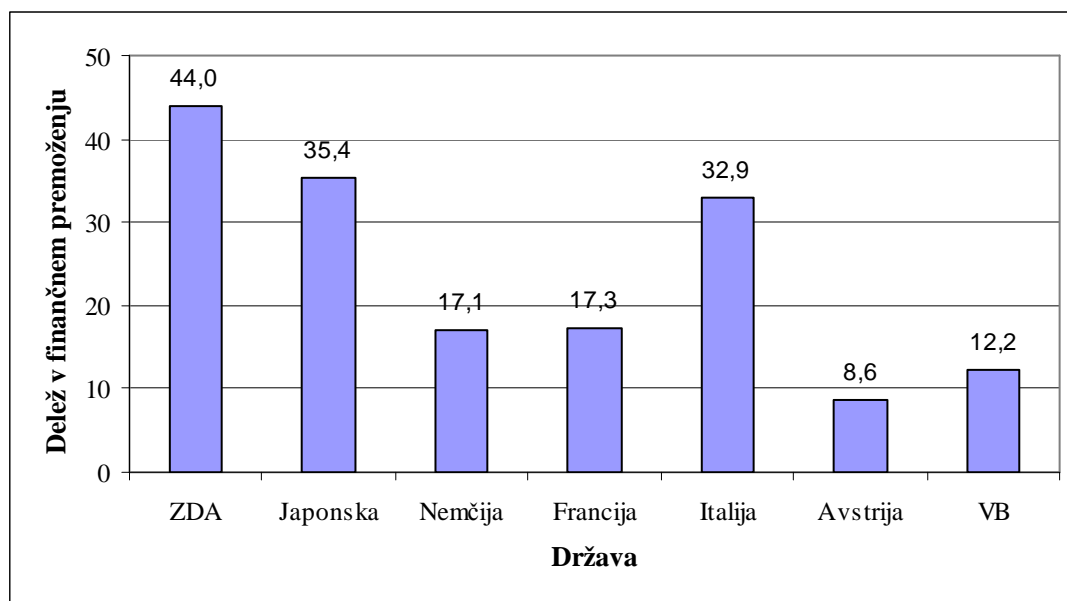
Višina terjatev, ki izhajajo iz danih blagovnih kreditov, nakazuje, kakšna je plačilna disciplina v državi, poleg tega nam ta podatek pove tudi, s kolikšnim delom premoženja podjetja ne morejo razpolagati (razen če terjatve do kupcev prodajo ali odstopijo).

Slika 10 prikazuje deleže blagovnih kreditov oziroma terjatev do kupcev v finančnem premoženju nefinančnih podjetij. Razvidno je, da je ta delež v evropskih državah znatno nižji kot v ZDA in Japonski (izjema so le italijanska podjetja).

Visoki deleži lahko nakazujejo slabo plačilno disciplino, lahko pa so tudi posledica dolgoročnih plačilnih odlogov in velike prodaje na kredit. Izmed držav v EU presegajo 30-odstotni delež le italijanska, španska in portugalska nefinančna podjetja (Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6). V drugih državah se delež giblje v povprečju med 10% in 20% finančne aktive.

Prevelik delež finančnih sredstev v obliki blagovnih kreditov ni zaželen, saj morajo podjetja, zaradi visoke nelikvidnosti te oblike premoženja, morebitna potrebna finančna sredstva pridobivati iz drugih virov, namesto da ta bi prihajala po normalni poti iz prodaje.

Slika 10: Delež blagovnih kreditov oziroma terjatev do kupcev v finančnem premoženju nefinančnih podjetij v letu 1999 (za ZDA v letu 1995) v %



Vir: <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>,

Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6,

OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str. 119.

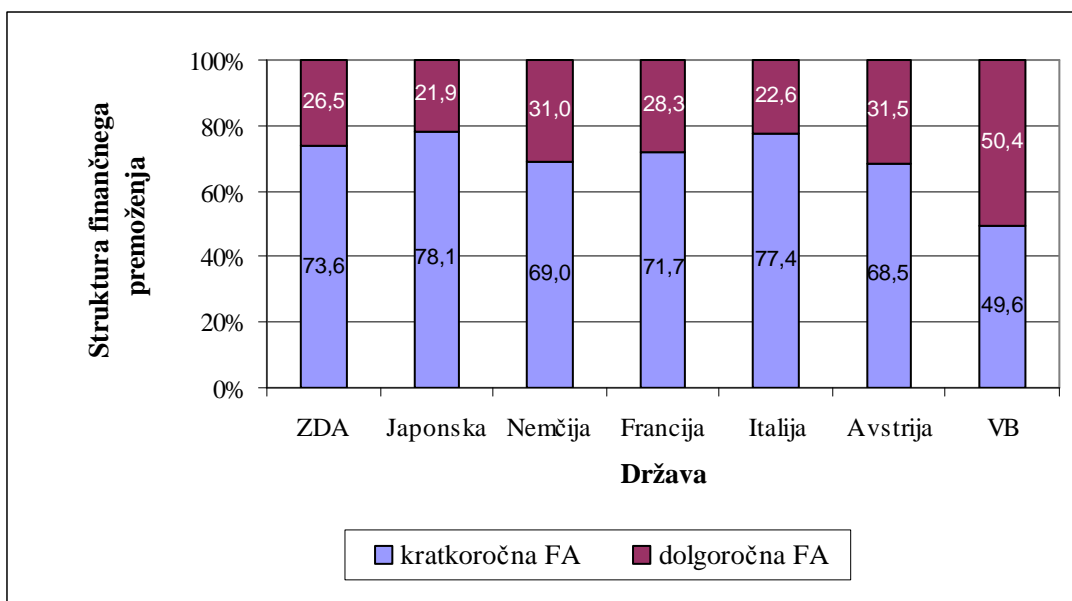
4.3 Razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim finančnim premoženjem

Finančno premoženje se lahko glede na ročnost razdeli na kratkoročno in dolgoročno. Pri tej razdelitvi je pomemben predvsem namen podjetja, ali bo določeno obliko premoženja obdržalo za daljši ali krajši čas. Tako lahko delnica, ki je sama po sebi dolgoročen vrednostni papir, sodi med kratkoročno (podjetje jo je kupilo zaradi špekulativnih razlogov in jo bo v najkrajšem času zopet prodalo) ali pa med dolgoročno premoženje (nakup delnice z namenom kapitalske povezave ali prevzema).

Glede na zgoraj povedano, lahko v kratkoročno finančno premoženje uvrščamo: denar, prenosne in ostale kratkoročne depozite, kratkoročne vrednostne papirje, kratkoročna posojila, kratkoročne blagovne kredite (dolgoročni so redkejši) ter delnice in obveznice, ki jih podjetje v svojem premoženju ne namerava imeti dolgoročno. Dolgoročno finančno premoženje pa sestavljajo dolgoročna posojila in depoziti ter delnice in obveznice, ki jih je podjetje kupilo z namenom, da jih ima v lasti daljši čas.

Takšna razdelitev finančnih sredstev nefinančnih podjetij je prikazana na Sliki 11.

Slika 11: Struktura finančnega premoženja glede na ročnost sredstev v nefinančnih podjetjih leta 1995 v %



Vir: OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str.: 9, 35, 39, 55, 49, 115, 119.

Glede na ročnost finančnega premoženja so si države dokaj podobne. V večini primerjanih držav so imela nefinančna podjetja v povprečju od 70% do 80% svojega finančnega premoženja v kratkoročni obliki. Izjema je le Velika Britanija, kjer so imela podjetja v povprečju celo nekaj več dolgoročne kot kratkoročne finančne aktive.

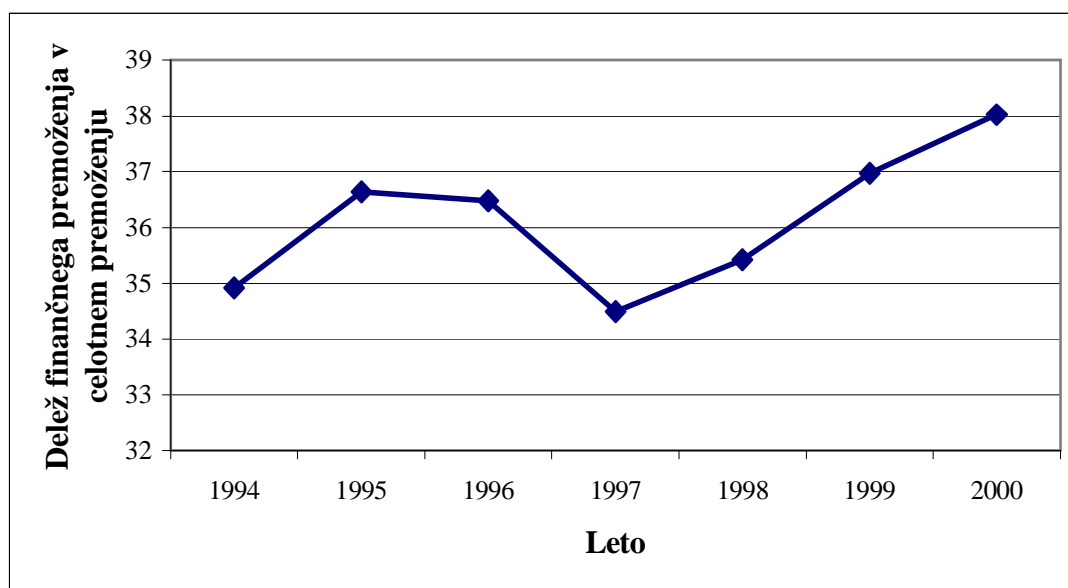
4.4 Primerjava s slovenskimi podjetji

4.4.1 Delež finančnega premoženja

Delež finančnega premoženja v celotnem premoženju slovenskih podjetij se je v obdobju od leta 1994 do leta 2000 povečal za 8,9%, vendar še vedno močno zaostaja za deleži podjetij iz večine primerjanih držav. Delež je najbolj podoben deležu, ki ga imajo ameriška in britanska podjetja (v primerjavi s tema dvema je delež finančnega premoženja slovenskih podjetij celo nekoliko večji).

Iz Slike 12 je razvidno, da se je v letih 1996 in 1997 delež finančne aktive slovenskih podjetij v povprečju celo zmanjšal, vendar pa je od takrat do konca leta 2000 v porastu.

Slika 12: Delež finančnega premoženja v celotnem premoženju nefinančnih podjetij v Sloveniji v obdobju od leta 1994 do leta 2000 v %



Vir: Informacija o poslovanju gospodarskih družb Republike Slovenije v letu 2000, 2001, str. 26,

Podatki in kazalniki iz statističnih podatkov bilance stanja in bilance uspeha gospodarskih družb Republike Slovenije za leto 1996, 1997, str. 2-4,

Poročilo o poslovnem izidu, sredstvih in obveznosti do virov sredstev gospodarskih družb v Republiki Sloveniji v letu 1995, 1996, str. 29,

Poročilo o poslovnem izidu, sredstvih in obveznosti do virov sredstev gospodarskih družb v Republiki Sloveniji v letu 1998, 1999, str. 34.

4.4.2 *Struktura finančnega premoženja*

V Tabeli 4 je prikazana struktura finančnega premoženja slovenskih podjetij, ki se zaradi drugega vira podatkov razlikuje od prikaza finančnega premoženja nefinančnih podjetij v prej primerjanih državah.

Iz tabele je razvidno, da se je delež denarja v opazovanem obdobju povečal. Do leta 1999 se je povečal kar za 0,8 odstotne točke, kasneje pa se je nekoliko zmanjšal (za 0,1 odstotne točke), vendar ne toliko, da bi bila skupna rast negativna. Podobno se je dogajalo s kratkoročnimi finančnimi naložbami. Delež dolgoročnih finančnih naložb in kratkoročnih terjatev do kupcev sta se do leta 1999 v povprečju nekoliko zmanjšala, konec leta 2000 pa povečala, vendar sta se v celotnem opazovanem obdobju v povprečju zmanjšala (prvi za eno odstotno točko, drugi pa za 0,7 odstotne točke).

Tabela 4: Struktura finančnega premoženja slovenskih podjetij v letih 1995, 1999 in 2000 v %

	1995	1999	2000
Denar	4,0	4,8	4,7
Kratkoročne finančne nal.	14,5	16,7	16,2
Kratkoročne terjatve	47,7	45,9	46,4
Dolgoročne terjatve	4,0	4,1	3,9
Dolgoročne finančne nal.	29,8	28,5	28,8
Skupaj	100,0	100,0	100,0

Vir: Informacija o poslovanju gospodarskih družb Republike Slovenije v letu 2000, 2001, str. 26,

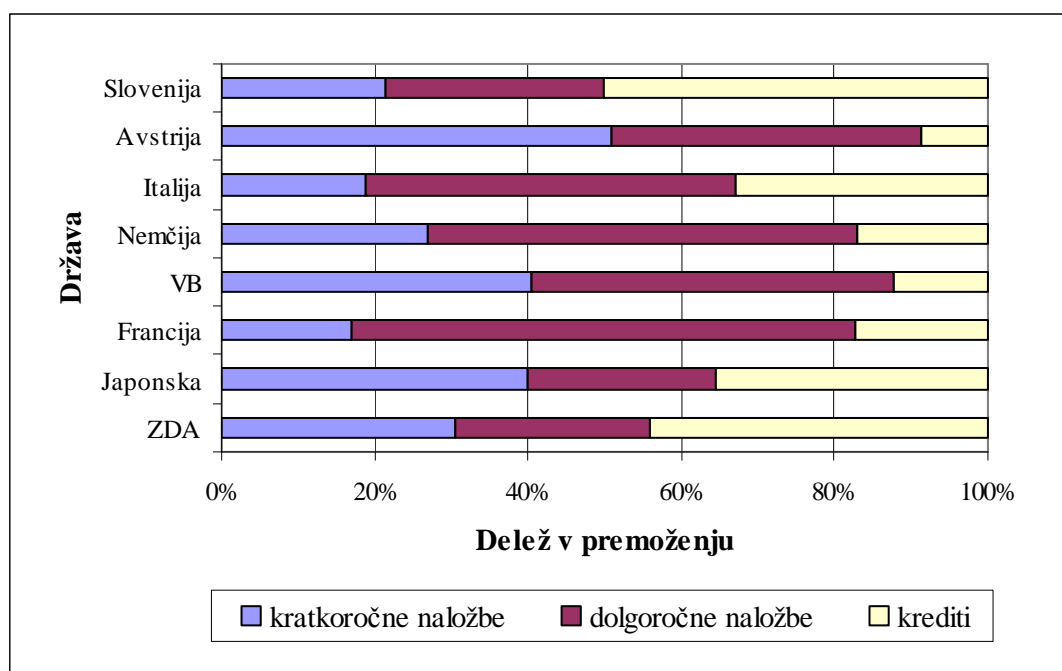
Poročilo o poslovnem izidu in premoženjsko-finančnem položaju gospodarskih družb v letu 1995, 1996, str. 29.

Da bi bila struktura finančnega premoženja primerljiva s strukturo nefinančnih podjetij v tujini, so kratkoročne in dolgoročne terjatve do kupcev združene v postavki krediti, denar pa je vključen v postavko kratkoročne finančne naložbe. Pri finančnem premoženju tujih podjetij so kot dolgoročne finančne naložbe razumljene samo delnice, ostale oblike premoženja (obveznice, posojila, denar in depoziti) pa so združene v kategorijo kratkoročnih finančnih naložb. Ta razdelitev ni čisto pravilna, saj ni nujno, da so vse delnice dolgoročne finančne naložbe, pa tudi za posojila ni nujno, da so kratkoročna. Ker so odstopanja tako med kratkoročnimi kot dolgoročnimi naložbami (del naložb tujih nefinančnih podjetij, ki so uvrščene med kratkoročne, bi lahko bil dolgoročen in obratno), je napaka v celoti nekoliko manjša. Primerjava med slovenskimi in ostalimi podjetji je zato le groba. Dobljeni rezultati so prikazani na Sliki 13.

Glede na kratkoročne finančne naložbe so slovenska podjetja v povprečju še najbolj podobna nemškimi, francoskim in italijanskimi, po dolgoročnih finančnih naložbah pa japonskim in ameriškim. Najbolj se od vseh razlikujejo po deležu terjatev. Edino slovenska podjetja imajo leta 1999 v povprečju 50% celotne finančne aktive v obliki terjatev (blagovnih kreditov).

Konec leta 2000 se je stanje še poslabšalo, saj je delež terjatev znašal že več kot polovico finančnega premoženja (natančneje 50,3%, kar pa je še vedno manj kot leta 1995, ko so terjatve do kupcev predstavljale kar 51,7% celotnega finančnega premoženja). Za 0,5 odstotne točke so se v letu 2000 (v primerjavi z letom 1999) zmanjšale tudi kratkoročne finančne naložbe, medtem ko so se dolgoročne finančne naložbe povečale za 0,3 odstotne točke.

Slika 13: Struktura finančnega premoženja v nefinančnih podjetjih primerjalno po državah za leto 1999 (za ZDA za leto 1995) v %



Vir: <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>,

Financial balance sheets in the EU, 2000, str. 6,

Informacija o poslovanju gospodarskih družb Republike Slovenije v letu 2000, 2001, str. 26,

OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises, 1996, str. 119.

4.4.3 Razmerje med kratkoročnim in dolgoročnim finančnim premoženjem

Če primerjamo še povprečni obseg dolgoročnega finančnega premoženja slovenskih in tujih nefinančnih podjetij, lahko ugotovimo, da se ta v Sloveniji v obdobju 1994-2000 giblje v povprečju okoli tretjine celotne finančne aktive (Informacija o poslovanju gospodarskih družb Republike Slovenije v letu 2000, str. 26), medtem ko v tujini ta delež znaša nekje med 20% in 30%, razen v Veliki Britaniji, kjer presega 50% celotnega finančnega premoženja. V tem pogledu torej slovenska podjetja v povprečju ne odstopajo preveč od drugih podjetij v primerjanih državah.

SKLEP

Finančno premoženje je oblika premoženja, ki jo imajo vsa podjetja, ne glede na panogo, v kateri nastopajo. Obstaja v več oblikah: denarju, naložbah in terjatvah do kupcev, ki so posledica danih blagovnih kreditov. Denar je razmeroma majhen del finančne aktive, večji del predstavljajo terjatve do kupcev, največji del pa pripada finančnim naložbam, ki jih sestavljajo investicije v delnice, obveznice, instrumente denarnega trga in izvedene finančne instrumente.

S skupnim imenom lahko finančno premoženje poimenujemo terjatev. Denar je terjatev do izdajatelja, finančne naložbe so terjatev do posameznika oziroma organizacije, katere vrednostni papir je bil kupljen, terjatve do kupcev pa so že po imenu terjatve, ki nastanejo s prodajo na kredit. Če je to premoženje po eni strani terjatev, pa je po drugi tudi obveznost in če ga medsebojno pobotamo, se izniči. Če pa tega ne naredimo, ga je kar nekajkrat več kot realnega.

Nefinančna podjetja imajo manj finančnega premoženja kakor finančna. To je razumljivo, saj je njihovo področje dela drugačno.

Prav tako je različna struktura tega premoženja po posameznih panogah gospodarstva. Če pogledamo celoten sektor nefinančnih podjetij, lahko opazimo, da so najpomembnejša oblika finančnega premoženja finančne naložbe. Kolikšen obseg zavzemajo, pa je odvisno od blagovnih kreditov in njihove učinkovite izterjave.

Med državami obstajajo razlike v sami strukturi premoženja. Te nastajajo zaradi različnih pogojev gospodarjenja, različnih zakonskih podlag, različnih plačilnih navad, finančnih razmer in podobno. Vendar pa se je kljub različnosti izoblikovala podobnost med nemškimi, francoskimi in italijanskimi nefinančnimi podjetji na eni strani (visok delež dolgoročnih finančnih naložb) ter ameriškimi in japonskimi podjetji na drugi (dokaj enakovreden obseg dolgoročnih in kratkoročnih finančnih naložb ter blagovnih kreditov). Nekje vmes pa nastopajo še nefinančna podjetja iz Avstrije in Velike Britanije (visoka deleža naložb in nizek delež blagovnih kreditov).

Slovenska podjetja so po eni strani podobna nemškim, francoskim in italijanskim (podobni deleži kratkoročnih finančnih naložb), po drugi strani pa ameriškimi in japonskim (podoben delež dolgoročnih finančnih naložb). Vendar pa jih ne moremo vključiti v nobeno od zgoraj omenjenih skupin, zaradi visokega deleža blagovnih kreditov oziroma terjatev do kupcev, ki je največji v primerjavi z vsemi primerjanimi državami. Vzrok temu je verjetno velika

plačilna nedisciplina med podjetji v Sloveniji, kar predstavlja velik problem za učinkovito poslovanje. V prihodnosti bo potrebno delež terjatev do kupcev, ki predstavljajo mrtvo premoženje, v strukturi finančnega premoženja zmanjšati.

LITERATURA

1. Bain D. Andrew: The Economics of the Financial System. Southampton : The Camelot Press Ltd., 1981. 291 str.
2. Belverd E. Needles jr.: Financial Accounting. 3. izdaja. Boston : Houghton Mifflin Company, 1989. 791 str., 6 pril.
3. Bernstein Leopold A.: Financial Statement Analysis: Theory, Application and Interpretation. 4. izdaja. Homewood : Richard D. Irwin, Inc., 1989. 1003 str.
4. Bodie Zvi, Kane Alex, Marcus Alan J.: Investments. 4. izdaja. Boston : The McGraw-Hill Companies, Inc., 1999. 967 str.
5. Bond Cecil J.: Credit Management Handbook – A Complete Guide to Credit and Accounts Receivable Operations. New York : McGraw-Hill, 1993. 724 str.
6. Brigham Eugene F., Gapenski Louis C.: Intermediate Financial Management. 3. izdaja. Chicago : The Dryden Press, 1990. 923 str., 3 pril.
7. Chasteen Lanny G., Flaherty Richard E., O`Connor Melvin C.: Intermediate Accounting. 5. Izdaja. New York : Mcgraw-Hill, Inc., 1995. 1201 str.
8. Crnković Rudi: Gospodarske finance. Maribor : Visoka ekonomsko-komercialna šola Maribor, 1988. 174 str.
9. Hočevar Marko, Igličar Sandi, Zaman Maja: Osnove računovodstva. Ljubljana : Ekonomska fakulteta, 2000. 469 str.
10. Levy Haim, Sarnat Marshal: Principles of Financial Management. New Jersey : Pentice Hall, 1988. 617 str.
11. Mayo Herbert B.: Investments: An Introduction. 2. izdaja. Chicago : The Dryden Press, 1988. 680 str.
12. Meigs Robert F., Meigs Walter B., Meigs Mary A.: Financial Accounting. 8. izdaja. New York : McGraw-Hill, 1995. 685 str., 6 pril.
13. Mian Shehzad L., Smith Clifford W. Jr.: Accounts Receivable Management Policy: Theory and Evidence. The Journal of Finance, XLVII (1992), 1, str. 169-200.
14. Mishkin Frederic S.: The economics of Money, Banking and Financial Markets. 5. izdaja. Reading : Addison-Wesley, 1998. 732 str.
15. Morre Basil J.: An Introduction to the Theory of Finance. New York : The Free Press, 1968. 299 str.
16. Pinches George E.: Financial Management. New York : HarperCollins College Publishers, 1994. 968 str., 3 pril.
17. Ribnikar Ivan: Finance. Bančni vestnik, Ljubljana, 2001, 1-2, str. 69-71.
18. Ribnikar Ivan: Finančno premoženje in dolgovi. Bančni vestnik, Ljubljana, 1995, 12, str. 41-43.
19. Ribnikar Ivan: Uvod v finančno ekonomijo. Ljubljana : Pegaz, 1989. 355 str.

20. Škerbic Majda: Opredelitev premoženja podjetja in njegovih virov v luči pluralizma lastninskih odnosov. Naše gospodarstvo, Maribor, 1990, 5-6, str. 412-417.
21. Van Horne James C.: Financial Management and Policy. 10. izdaja. New Jersey : Prentice Hall, 1995. 858 str.

VIRI

1. Financial balances sheets in the EU (comparative structure at the end of 1999). [http://europa.eu.int/comm/eurostat/Public/datashop/print-catalogue/EN?catalogue=Eurostat&product=KS-NJ-01-033-__-I-EN], Eurostat, 1.8.2001.
2. <http://www.stat.go.jp/english/1431-13.htm>
3. Informacija o poslovanju gospodarskih družb Republike Slovenije v letu 2000. Ljubljana : Agencija Republike Slovenije za plačilni promet, 2001. 52 str.
4. OECD Statistics Part 3; Financial Statements of Non-financial Enterprises. Paris : OECD, 1996. 132 str.
5. Podatki in kazalniki iz statističnih podatkov bilance stanja in bilance uspeha gospodarskih družb Republike Slovenije za leto 1996. Ljubljana : Agencija Republike Slovenije za plačilni promet, 1997. 860 str.
6. Poročilo o poslovnem izidu, sredstvih in obveznosti do virov sredstev gospodarskih družb v Republiki Sloveniji v letu 1995. Ljubljana : Agencija Republike Slovenije za plačilni promet, 1996. 45 str.
7. Poročilo o poslovnem izidu, sredstvih in obveznosti do virov sredstev gospodarskih družb v Republiki Sloveniji v letu 1998. Ljubljana : Agencija Republike Slovenije za plačilni promet, 1999. 48 str.