

# Predgovor

Ovo je knjiga o korporativnim financijama. Usredotočuje se na pitanja kako kompanije investiraju u realnu imovinu te kako prikupljaju novac za financiranje tih investicija.

Financijsko upravljanje je bitno, zanimljivo i izazovno. *Bitno* je zato što današnje odluke o kapitalnim investicijama mogu odrediti poslove kojima će se kompanija baviti za 10, 20 ili više godina. Također, uspjeh ili neuspjeh tvrtke ovisi velikim dijelom o njezinoj sposobnosti da pronađe kapital koji joj je potreban.

Financije su *zanimljive* zbog nekoliko razloga. Financijske odluke često podrazumijevaju velike iznose novca. Veliki investicijski projekti ili stjecanja mogu imati vrijednost milijardi dolara. Također, financijsko društvo postaje internacionalno i brzo rastuće, s mnogo junaka i varalica.

Financije su *izazovne*. Financijske odluke nisu vječne, ni suhoparne jer se financijska tržišta u sklopu kojih kompanije posluju brzo mijenjaju. Dobri menadžeri se mogu snalaziti s rutinskim problemima, no samo najbolji menadžeri mogu odgovoriti na promjene. Kako biste se uhvatili u koštac s novim problemima, potrebno vam je više od osjećaja; morate razumjeti zašto se kompanije i financijska tržišta ponašaju na način na koji se ponašaju te kada općeprihvaćeni postupci ne moraju biti i najbolji postupci. Jednom kad imate stabilan plan za donošenje financijskih odluka, rješavanje složenih problema postaje lakše.

Ova knjiga pruža uvid u takav plan. Ovo nije financijska enciklopedija. Fokusira se na postavljanje temeljnih *počela* financijskog menadžmenta i na njihovu primjenu pri donošenju odluka s kojima se financijski menadžeri susreću. Knjiga objašnjava zbog čega vlasnici kompanija žele da menadžer poveća vrijednost kompanije i pokazuje kako menadžeri vrednuju investicije koje postaju isplative u različitim razdobljima ili imaju različit stupanj rizičnosti. Također, knjiga opisuje glavne karakteristike financijskih tržišta i razmatra zbog čega kompanije daju prednost određenom izvoru financiranja.

Neke knjige se bojažljivo klone modernih financija, držeći se radije tradicionalnih, proceduralnih ili institucionalnih pristupa. One su, navodno, lakše ili praktičnije. Mi se ne slažemo s tim. Koncepti modernih financija, ako su pravilno objašnjeni, predmet čine jednostavnijim a ne težim. Istovremeno su i praktičnije. Alate financijskog menadžmenta je lakše shvatiti i primijeniti kad ih se predstavlja u dosljednom konceptualnom okviru. Moderne financije pružaju takav okvir.

Moderni financijski menadžment nije „znanost o raketama“. To je set ideja koje su objašnjive riječima, grafovima te brojčanim primjerima. Ideje su ono „zbog čega“ se dobri financijski menadžeri koriste alatima pri donošenju investicijskih i financijskih odluka.

Ovu smo knjigu napisali kako bismo financijski menadžment učinili jasnim, korisnim, zanimljivim i zabavnim studentu početniku. Želimo pokazati da moderne financije i dobra financijska praksa idu zajedno.

## Osnove i počela korporativnih financija

Ova knjiga dijelom proizlazi iz sestrinskog teksta *Principles of Corporate Finance*. Obje su knjige slično pisane. Obje primjenjuju moderne financije kako bismo studentima pružili radnu sposobnost pri donošenju financijskih odluka. Međutim, među knjigama postoje i bitne razlike.

Prvo, u ovoj knjizi posvećujemo puno više pažnje razmatranju principa i djelovanja vremenske dimenzije vrijednosti novca. Ovaj koncept prožima gotovo cijeli tekst, pa smo tom konceptu posvetili jedno dugačko poglavlje.

Drugo, ovdje se puno više koristimo brojčanim primjerima nego u *Počelima*. Svako poglavlje sadrži nekoliko detaljnih brojčanih primjera koji čitatelju pomažu u svladavanju materije.

Treće, pojednostavnili smo obradu većine tema. Dok *Principi* imaju 35 poglavlja, *Osnove* imaju samo 25 poglavlja. Relativna jezgrovitost *Osnova* zahtijeva površniju obradu nekih tema, no držimo da je to prednost za početnike.

Četvrto, pretpostavljamo da čitatelj nema veliko predznanje. Dok će većina čitatelja odslušati predmet Uvod u računovodstvo, u 3. poglavlju ponavljamo računovodstvene koncepte bitne za financijskog menadžera.

*Počela* su poznata po svom neformalnom stilu pisanja, a tu tradiciju nastavljamo i u *Osnovama*. I na kraju, koristimo se što manjim brojem matematičkih izraza. Čak i kad prezentiramo formulu, obično je pišemo slovima umjesto simbolima. Ovaj pristup ima dvije prednosti - ne djeluje toliko zastrašujuće, a i pažnja se zadržava na konceptu umjesto na formuli.

## Organizacijski izgled knjige

*Osnove* su sastavljene od osam dijelova.

**Prvi dio (Uvod)** predstavlja bitnu pozadinu cijele materije. U prvom poglavlju obrađujemo načine organizacije poslovnih subjekata, ulogu financijskog menadžera te financijska tržišta na kojima financijski menadžer posluje. Objašnjavamo kako dioničari žele da financijski menadžeri povećaju vrijednost njihova uloga i opisujemo neke mehanizme koji služe usklađivanju interesa dioničara i vlasnika. Naravno, zadaća maksimiziranja vrijednosti ne opravdava korupciju i neetično ponašanje. Zbog toga razloga obrađujemo neke etičke probleme s kojima se menadžeri susreću.

Drugo poglavlje istražuje i obrađuje funkcije financijskih tržišta i institucija. Pokazuje na koji se način financijski menadžeri koriste tim tržištima i institucijama te prikazuje kako tržišta daju korisne signale glede održivosti potencijalnih investicijskih projekata.

Velika korporacija znači timski rad, stoga kompanije objavljuju financijske izvještaje koji sudionicima pomažu u praćenju njihova napretka. Treće poglavlje daje kratak pregled financijskih izvještaja i predstavlja dvije bitne razlike – između tržišne i knjigovodstvene vrijednosti te između novčanog tijeka i dobiti. U poglavlju se također raspravlja i o nekim nedostacima računovodstvene prakse koji su postali očigledni tijekom skandala u razdoblju 2000. – 2002. Poglavlje zaključujemo sažetkom o saveznim porezima.

**Drugi dio (Vrijednost)** bavi se procjenom vrijednosti. U četvrtom poglavlju predstavljamo koncept vremenske vrijednosti novca te s obzirom na to da će neki čitatelji biti upućeniji u vlastite financije nego financije velikih kompanija, raspravu nastojimo učiniti zanimljivijom obrađujući prvo neke odluke vezane uz osobne financije. Pokazujemo kako se vrednuju dugoročni novčani tijekovi i analiziramo korake u određivanju vrijednosti beskonačnih tijekova i anuiteta. Četvrto poglavlje sadrži i kratki sažetak koji obrađuje inflaciju i razliku između nominalnih i realnih povrata.

U petom i šestom poglavlju prikazujemo osnovne karakteristike obveznica i dionica te studenti imaju priliku primijeniti koncepte iz četvrtog poglavlja pri procjeni vrijednosti ovih vrijednosnih papira. Pokazujemo kako utvrditi vrijednost obveznice uz zadani prinos te razmatramo kako cijene obveznica fluktuiraju s promjenama kamatnih stopa. Analiziramo što određuje cijene dionica te kako se formule za procjenu vrijednosti dionica mogu koristiti za donošenje zaključka o tome koliki povrat očekuju investitori. Na posljetku, uviđamo kako se mogućnosti investiranja odražavaju na cijene dionice te zašto se analitičari fokusiraju na odnos cijene i zarade (P/E). Šesto poglavlje razmatra i koncept učinkovitosti tržišta. Ovaj koncept je presudan za tumačenje procjene vrijednosti dionice; pruža i okvir za kasniju obradu situacija koje nastaju kad kompanije izdaju vrijednosne papire ili donose odluke vezane uz dividendu ili strukturu kapitala.

Ostatak poglavlja u drugom dijelu odnosi se na investicijske odluke kompanije. U sedmom poglavlju uvodimo koncept neto sadašnje vrijednosti (NSV) i pokazujemo kako izračunati NSV jednostavnoga investicijskog projekta. Također analiziramo i druge pokazatelje atraktivnosti neke investicije – pravila interne stope povrata i razdoblja povrata. Nakon toga se bavimo složenijim investicijskim problemima, uključujući mogućnost izbora između alternativnih projekata, odluke o zamjeni opreme te odluka o tome u kojem trenutku investirati. Na kraju pokazujemo na koji način se može koristiti indeks profitabilnosti za odabir projekata u situaciji ograničenoga kapitalnog proračuna.

Prvi korak u svakoj NSV kalkulaciji je odluka o tome što diskontirati. Stoga u osmom poglavlju rješavamo realistični primjer analize budžetiranja kapitala i naglašavamo kako menadžer mora znati kako investirati u obrtni kapital te kako porezi i amortizacija utječu na novčane tijekomove.

Deveto poglavlje započinjemo razmatranjem načina na koji kompanije organiziraju investicijski proces i kako osiguravaju da svi teže ostvarenju zajedničkog cilja. Nastavljamo prikazivanjem raznih tehnika kojima se menadžeri koriste za identifikaciju ključnih pretpostavki u svojim procjenama, kao što su analiza osjetljivosti, analiza scenarija te analiza točke pokrića. Također pokazujemo i kako se menadžeri mogu koristiti pojmom dodane ekonomske vrijednosti za vrednovanje projekata. Poglavlje zaključujemo opisivanjem načina na koji menadžeri pokušavaju ugraditi dodatnu fleksibilnost u projekt tako da mogu iskoristiti povoljne okolnosti, a ublažiti posljedice nepovoljnih okolnosti.

**Treći dio (Rizik)** bavi se troškom kapitala. Deseto poglavlje započinje pregledom povijesnih prinosa na obveznice i dionice te nastavlja opisivanjem razlika između jedinstvenog rizika i tržišnog rizika pojedine dionice. Jedanaesto poglavlje prikazuje na koji način mjeriti tržišni rizik te razmatra odnos između rizika i očekivanog prinosa. Dvanaesto poglavlje predstavlja vagani prosječni trošak kapitala te pruža praktičnu ilustraciju načina na koji se može procijeniti.

**Četvrti dio (Financiranje)** otvara našu raspravu o odlukama o financiranju. Trinaesto poglavlje razmatra ulogu dioničara u velikim korporacijama te uspoređuje korporativno upravljanje u SAD-u i drugim zemljama. Uz to daje se i pregled vrijednosnih papira koje kompanije izdaju i njihovu relativnu važnost kao izvora financiranja. U četrnaestom poglavlju razmatramo načine na koje kompanije izdaju vrijednosne papire te pratimo kompaniju od njezine prve potrebe za kapitalom preko inicijalne javne ponude dionica, do stalnih potreba za zaduživanjem ili dokapitalizacijom.

**Peti dio (Dug i politika isplate dividendi)** fokusira se na standardne odluke o dugoročnom financiranju. Petnaesto poglavlje obrađuje pitanje koliko se kompanija treba zadužiti, dok se šesnaesto poglavlje bavi pitanjem određivanja politike dividendi. U oba slučaja polazimo od Miller-Modiglianijevog teorema (MM) da na tržištima koja dobro funkcioniraju ta odluka nije bitna, no ovom se koristimo kako bismo čitatelju pomogli shvatiti zbog čega financijski menadžeri u praksi ipak vode računa o ovim odlukama.

**Šesti dio (Financijska analiza i planiranje)** započinje analizom financijskih izvještaja u sedamnaestom poglavlju te pokazuje kako analitičari sažimaju veliku količinu računovodstvenih informacija izračunavanjem bitnih financijskih omjera. U osamnaestom poglavlju se razmatra dugoročno financijsko planiranje te se objašnjava kako financijski menadžer razmatra kombinirane učinke investicijskih odluka i financijske odluke cijele kompanije. Isto tako, pokazujemo kako mjere internog i održivog rasta pomažu menadžerima u provjeri je li planirani rast kompanije u skladu s njezinim financijskim planovima. Devetnaesto poglavlje je uvod u kratkoročno financijsko

planiranje. Pokazuje kako menadžeri vode brigu o tome da kompanija ima dovoljno gotovine za podmirenje svojih obveza tijekom sljedeće godine i opisuje osnovne izvore kratkoročnog zaduživanja.

**Sedmi dio (Posebne teme)** obrađuje nekoliko važnih, ali naprednih tema – spajanja (21. poglavlje), međunarodno financijsko upravljanje (22. poglavlje), opcije (23. poglavlje) te upravljanje rizikom (24. poglavlje). Neke od ovih tema smo dotaknuli u prethodnim poglavljima. Primjerice, koncept opcija smo predstavili u devetom poglavlju u kojem prikazujemo kako kompanije osiguravaju fleksibilnost u kapitalnim projektima. Međutim, 23. poglavlje generalizira tu materiju, pojednostavljeno objašnjava način vrednovanja opcija te daje neke primjere koji pokazuju zbog čega bi financijski menadžer trebao voditi računa o opcijama. Međunarodne financije, također, nisu ograničene na 22. poglavlje. S obzirom na to da je knjigu napisala međunarodna skupina autora, primjeri iz različitih država i financijskih sustava nalaze se posvuda u knjizi. Međutim, 22. poglavlje se bavi specifičnim problemima koji nastaju kad se transakcije kompanije obavljaju u nekoliko različitih valuta.

**Osmi dio (Zaključak)** sadrži zaključno poglavlje (25. poglavlje) u kojem ponavljamo najvažnije ideje obrađene u knjizi. Predstavljamo i neka zanimljiva pitanja na koja u knjizi nije dan odgovor ili su još uvijek zagonetka za financijsku profesiju. Stoga, zadnje poglavlje je uvod u buduće i zaključak ovoga financijskog predmeta.

### Putokaz knjige

Uvijek je mnogo načina na koje se može organizirati predmet iz korporativnih financija, odnosno onoliko koliko je i predavača. Zbog toga smose pobrinuli da ovaj tekst bude modularan kako bi se teme mogle izlagati različitim redoslijedom.

Mi volimo razmotriti načela vrednovanja prije ulaska u detaljnu analizu financijskih izvješća ili prije problematike financijskog planiranja. Unatoč tome, shvaćamo da mnogi predavači preferiraju izravni prelazak s trećeg poglavlja (Računovodstvo i financije) na sedamnaesto poglavlje (Analiza financijskih izvješća) kako bi ostvarili blagi prijelaz s tipičnoga računovodstvenog predmeta koji je preduvjet za korporativne financije. Pobrinuli smo se za to da šesti dio (Financijsko planiranje) može bez problema slijediti prvi dio.

Slično tome, dajemo prednost raspravi o obrtnom kapitalu nakon što student usvoji osnovne principe vrednovanja i financiranja, no svjesni smo da mnogi predavači vole ići obrnutim putem. Ne bi trebalo biti teškoća u ranijoj obradi dvadesetog dijela.

Pri razmatranju procjene vrijednosti projekta u drugom dijelu naglašavamo kako oportunitetni trošak kapitala ovisi o riziku projekta. Međutim, ne raspravljamo kako se taj rizik mjeri niti koja je poveznica između rizika i prinosa sve do trećeg dijela. Ovaj redoslijed je lako promijeniti. Na primjer, poglavlja o riziku i prinosu mogu se obraditi prije, kasnije ili tijekom razmatranja procjene vrijednosti projekta.

## Promjene u petom izdanju

Najočitije promjene u ovom novom izdanju *Osnova* kontinuirano je jačanje i korištenje pedagoških alata kao što su izvori na Internetu, tablice u Excelu i slučajevi na kraju poglavlja. Povećali smo liste predloženih internetskih stranica i ažurirali i proširili izvore na Internetu koji omogućavaju studentima daljnje istraživanje izvora. Osim toga, dajemo studentima mnoge zadatke za vježbanje na kraju poglavlja korištenjem proširene web edukacijske verzije Standard & Poor'sova Market Insighta. Ovaj izvor daje različite podatke iz financijskih izvješća, povijesne podatke o prinosima na burzama, analizu stotina dionica, što ih čini studentima pogodnim za veće projekte na temu pojedinih tvrtki ili analize industrije.

Također smo unijeli više tablica u poglavlja. Te tablice zahtijevaju samo osnovno znanje Excel programa, ali pokazuju koliko moćne mogu biti tablice za financijske analize. Svaka tablica u tekstu sada je dostupna na internetskoj stranici knjige [www.mhhe.com/bmm5e](http://www.mhhe.com/bmm5e).

Neke promjene u naslovima odražavaju teme koje su bile aktualne u nedavnim događajima. Npr. skandali tijekom 2001. i 2002. godine povećali su interes za pitanja upravljanja i kontrole, dok je razvoj internetskih tvrtki usredotočio našu pažnju na bihevioristički aspekt financija. Stoga u ovom izdanju stavljamo veći naglasak na upravljanje i biheviorizam financija. Drugi naslovi koji su bili pod posebnom pažnjom u prethodnim izdanjima su vrednovanje kompanije, opcije na realnu imovinu i uloga financijskih institucija i tržišta.

U revidiranju svakoga pojedinog poglavlja nastojali smo poboljšati čitljivost i ažurirati tekst. Značajno smo izmijenili prvo i drugo poglavlje kako bi se poboljšao interes i omogućio bolji pregled financija općenito. Koristili smo se povijesnim podacima stvarnih tvrtki kao što je Apple kako bismo pokazali kako financijska tržišta pomažu mladim tvrtkama da se razviju. Osim toga, obrađujemo pitanja sukoba interesa i ugleda u kontekstu nedavnih skandala te predstavljamo uvod u ideju oportunitetnih troškova kapitala koji služi za kasnije razumijevanje sadašnje vrijednosti.

Treće poglavlje (Računovodstvo i financije) sadrži ažuriranu raspravu o pitanjima izvještavanja u sklopu aspekata nedavnih računovodstvenih skandala i reformi koje su uslijedile.

Četvrto, peto i šesto poglavlje je ažurirano i redizajnirano kako bi se poboljšao logički slijed. Koristimo se podacima stvarnih tvrtki kako bismo pokazali koncept i važnost mogućnosti rasta u vrednovanju tvrtke (Google), te primjenu vrednovanja korištenjem modela diskontiranja dividendi (Pepsi).

Rasprava o analizi projekta u sedmom i devetom poglavlju jasnija je nego prije. Tekst o vrednovanju projekta ponovno je napisan i sadrži nove tablice i veći naglasak na svakoj pojedinoj komponenti novčanog tijeka.

Deseto, jedanaesto i dvanaesto poglavlje o riziku i vrednovanju tvrtke je ažurirano. U dvanaestom poglavlju pokazujemo praktični primjer kako se koristi vagani prosječni trošak kapitala za vrednovanje cijele tvrtke. Naslov poglavlja je promijenjen u „Vagani prosječni trošak kapitala i vrednovanje tvrtke“.

Pregled financijskih metoda u četvrtom dijelu sadrži ažuriranu raspravu o pitanjima upravljanja i Sarbanes-Oxleyjevom zakonu, kao i tekst o događajima na tržištu inicijalne javne ponude dionica.

Peti dio o zaduživanju i politici isplate dividendi također je ažuriran. Dio o procedurama stečaja sada je uključen u petnaesto poglavlje o politici zaduživanja, a šesnaesto poglavlje sada se zove „Politika isplate dividendi“ kako bi odražavalo širi fokus reotkupa vlastitih dionica kao politike isplate dividendi.

Tekst o financijskom planiranju u šestom dijelu dodatno je objašnjen. Tekst o obrtnom kapitalu i upravljanju gotovinom sažet je u jedno poglavlje. Dajemo nove pristupe u upravljanju gotovinom, a skratili smo tekst koji je postao suvišan u smislu brzoga tehnološkog napretka.

Konačno, sedmi dio o posebnim temama ažuriran je novim slučajevima spajanja (npr. People Soft – Oracle) i izdvajanjima tvrtki (Palm-3Com), kao i dodatnom raspravom u poglavljima o opcijama i upravljanju rizikom pri korištenju izvedenica i zaštitnih instrumenata.