

FINANCIJSKA OBILJEŽJA HRVATSKOG HOTELIJERSTVA TIJEKOM PRIVATIZACIJE²

SAŽETAK

Tijekom perioda tranzicije hrvatski turistički sektor stagnirao je. Analizom bilanci hrvatskih hotela, utjecaja na promjene stanja i tijekom bilance, autor naglašava sve veću ozbiljnost situacije u hotelijerstvu mjereno odnosom imovine, dugova i vlasničkog kapitala. Veza financijske strukture pasivnih pozicija bilance i diverzificiranost instrumenata imovinske strukture iste utvrđuje optimalnu financijsku podešenost tvrtki u turizmu. U današnjim hrvatskim hotelskim poduzećima neizvjesni profitni izgledi čine poduzeće rizičnim, ne samo s aspekta dugova, već i «equity» kapitala, a što se ogleda u nezadovoljavajućim rezultatima poslovanja. Istraživanja ovakvog tipa ključni su putovi ka globalnom saznanju privatizacije u turizmu Hrvatske danas.

Ključne riječi: turizam, privatizacija, bilanca, struktura kapitala, kapitalna podešenost, profitabilnost

1. Uvod

Iako je u Hrvatskom turističkom sektoru privatizacija započela najkasnije i još je uvijek u tijeku, pokušavaju se identificirati razlozi do sada loše provedenog privatizacijskog procesa u turističkoj djelatnosti Hrvatske.

Financijska struktura te struktura financijskih oblika imovinske bilance imaju presudnu ulogu u definiranju izbora načina financiranja promjena iste. Prisutnost vlasničkog kapitala pruža poduzeću široku fleksibilnost u podešavanju koeficijenta financijske poluge (Debt/Equity), a vlasnicima kapitala preuzimanje preferiranog rizika.

¹ Asistent Fakulteta ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“ Pula Sveučilišta u Rijeci

² Članak primljen: 19. 04. 2004.; Članak prihvaćen: 11. 10. 2004.

U današnjim hrvatskim hotelskim poduzećima neizvjesni profitni izgledi čine poduzeće rizičnim, ne samo s aspekta dugova, već i «equity» kapitala, a što se ogleda u nezadovoljavajućim rezultatima poslovanja. Proces privatizacije turističkih gospodarskih subjekata Republike Hrvatske nije rezultirao povećanjem ekonomske učinkovitosti, već se može govoriti o neefikasnoj strukturi financiranja. Privatizirana poduzeća nisu utjecala na oblike držanja imovine (tj. bit u bilancama poduzeća nije poboljšana). Rad nalazi svrhom dokazati gore navedene hipoteze.

U prvom dijelu rada dolazi se do zaključaka izračunom financijskih pokazatelja, dok drugi dio rada pokušava usporediti stanje hrvatskog hotelijerstva sa stanjem europske hotelske industrije. Rad završava ocjenom da pozitivno može biti ocjenjena samo ona privatizacija tj. privatizacijski proces koji je okrenut financijskom sređivanju odnosa u imovinskim bilancama, a ne isključivo transferu vlasništva.

Privatizacijski proces hrvatskog turizma činio se interesantnim za analizu iz razloga što se radi o vrlo osjetljivom i zahtjevnom procesu s jedne strane, te vrlo atraktivnom sektoru s druge. S obzirom na činjenicu da je privatizacijski proces u hrvatskom hotelijerstvu započeo kasnije od ostalih djelatnosti, koristeći povijesnu metodu, autor obuhvaća privatizacijski proces hrvatskog hotelijerstva za razdoblje od 1996-2001. godine.

2. Pojam i obilježja hotelskog poduzeća

Hotelsko poduzeće vrlo je kompleksan sustav. Prema Ceroviću «Hotelsko poduzeće je pravna osoba, koja obavlja ugostiteljsko-hotelijersku djelatnost, na tržištu, radi stjecanja profita i realizacije postavljenih ciljeva.»³

Hrvatski Zakon o ugostiteljskoj djelatnosti propisao je uvjete pod kojima fizičke i pravne osobe mogu obavljati ugostiteljsku djelatnost.

Zakon o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti određuje uvjete poslovanja, razvrstavanja i kategorizacije ugostiteljskih objekata. Pod slovom H obuhvaćene djelatnosti su «Hoteli i restorani». Prema «Zakonu o nacionalnoj klasifikaciji djelatnosti» Hoteli (točka 55.1.) uključuju kampove, privatni smještaj te sve druge komercijalne vrste smještaja.

Hotelsko poduzeće kao i svako drugo potrebno je sagledati ne samo s pravnog i ekonomskog aspekta već i onog organizacijskog i sociološkog. Prožimanjem ova četiri aspekta samostalni gospodarski subjekt može opstati na tržištu.

Hotelijerstvo je vrlo specifično te se u ovom radu promatra izdvojeno. Obilježje hotela je spoj usluga i roba, s posebnim tehničkim i tehnološkim zahtjevima.

³ Cerović, Z., *Hotelski menadžment*, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za hotelski i turistički menadžment Opatija, str. 105.

3. Privatizacijski proces i hrvatski turizam

Polazeći od činjenice da turizam čini djelatnost multiplikativnog i akceleratorskog potencijala vlasničke i sveukupne gospodarske tranzicije hrvatskog gospodarstva i društva u cjelini, te da je uz brodogradnju glavna komparativna prednost Hrvatske, ovom se segmentu trebao pridati veći značaj.⁴

Pretvorba ili privatizacija u turizmu Hrvatske bila je i ostala u znaku naglašene nedorečenosti. Privatizacija hotelijerstva još uvijek je spora s dominantnim udjelom države tj. minimalnim priljevom svježeg kapitala.

Naime, u velikome, možda najvećem dijelu našega hotelijerstva i dalje je maglovita i nejasna struktura vlasništva. Danas u Hrvatskoj javno govorimo o hotelima sljedećih stupnjeva privatizacije:⁵

- hoteli koji su ostali samo na promjeni društvenog vlasništva u državno;
- hoteli u vlasništvu raznih dioničara, s i bez udjela raznih fondova;
- hoteli koji su u potpunosti privatizirani, a radi se o manjem broju.

Iako se polazilo od teze da će se privatizacijskim procesom stvoriti konkurentska prednost hrvatskih turističkih poduzeća uz zadovoljavajuće razine profita veći dio hotela još nije zahvatila privatizacija, a veći se dio nalazi u nedefiniranim portfeljima. Hrvatsko hotelske kuće krajem 1997. godine karakterizira sljedeća vlasnička struktura u kojoj sudjeluju:⁶

- hrvatski fond za privatizaciju 36%,
- poslovne banke 25%,
- PIF-ovi 14%,
- privatni vlasnici 25%.

Polazeći od činjenice da turizam čini djelatnost multiplikativnog i akceleratorskog potencijala vlasničke i sveukupne gospodarske tranzicije hrvatskog gospodarstva i društva u cjelini, te da je uz brodogradnju glavna komparativna prednost Hrvatske, ovom se segmentu trebao pridati veći značaj.⁷

Privatizacija hotelijerstva još uvijek je spora s dominantnim udjelom države tj. minimalnim priljevom svježeg kapitala. Naime, u velikome, možda najvećem dijelu našega hotelijerstva i dalje je maglovita i nejasna struktura vlasništva. Danas u Hrvatskoj javno govorimo o hotelima sljedećih stupnjeva privatizacije:⁸

⁴ Perić, J., (1997), „Privatizacija hrvatskog hotelijerstva, značaj – stanje – problemi“, Znanstveni i stručni skup, *Turizam u Hrvatskoj*, Opatija, str. 290 - 303.

⁵ www.hfp.hr

⁶ HFP, studeni, 2002.

⁷ Perić, J., (1997), „Privatizacija hrvatskog hotelijerstva, značaj – stanje – problemi“, Znanstveni i stručni skup, *Turizam u Hrvatskoj*, Opatija, str. 290 - 303.

⁸ www.hfp.hr

- hoteli koji su ostali samo na promjeni društvenog vlasništva u državno;
- hoteli u vlasništvu raznih dioničara, s i bez udjela raznih fondova;
- hoteli koji su u potpunosti privatizirani, a radi se o manjem broju.

Iako se polazilo od teze da će se privatizacijskim procesom stvoriti konkurentna prednost hrvatskih turističkih poduzeća uz zadovoljavajuće razine profita veći dio hotela još nije zahvatila privatizacija, a veći se dio nalazi u nedefiniranim portfeljima. Hrvatsko hotelske kuće krajem 1997. godine karakterizira slijedeća vlasnička struktura u kojoj sudjeluju:⁹

- hrvatski fond za privatizaciju 36%,
- poslovne banke 25%,
- PIF-ovi 14%,
- privatni vlasnici 25%.

Hoteli koji su ostali samo na promjeni društvenog vlasništva u državno brojni su. Od ukupnog dioničarskog kapitala u turizmu od 1.918.286.928 kn državni portfolio čini 695.244.756 kn.¹⁰ (Vidjeti tablicu 2).

Hotelijerstvo je kao izrazito sezonska djelatnost, pod velikim utjecajem tržišnih i netržišnih čimbenika okarakteriziran kroz visok rizik ulaganja i niske stope prinosa na uloženi kapital.

Tablica 1.

Specifičnosti hotelskog poslovanja

Karakteristike turističke djelatnosti
Ne postojanje kontinuiranog tijeka radnih procesa
Kratak period trajanja proizvodnih i uslužnih procesa
Korištenje materijala relativno visoke vrijednosti (skupe živežne namirnice i pića)
Nužnost praćenja suvremene tehnologije
Nemogućnost precizna planiranja
Neprenosivost usluga i ugostiteljskih proizvoda
Visok udio fiksnih troškova
Krutost opsega i strukture sredstava
Visoko zahtijevani prinosi na «equity» kapital zbog visoko propulzivne djelatnosti
Potreba diferenciranja prodajnih cijena hotelskih usluga
Promjenjivost ulaznih cijena
Promjenjivost novčanog tijeka i zarada

Izvor: Zaključci autora prema: Avelini Holjevac, I., (2002), *Upravljanje kvalitetom u turizmu i hotelskoj industriji*, Sveučilište u Rijeci, Fakultet za hotelski i turistički mенаџment, Opatija.

⁹ HFP, studeni, 2002.

¹⁰ Kobašić, A., (1998), "Ulaganja u hotele primorskih destinacija - limiti i poticaji", *Tourism and hospitality management*, (Opatija: Sveučilište u Rijeci, Hotelijerski fakultet), str. 192.

Poduzeća se u različitim granama gospodarstva razlikuju po tome što se imovina i poslovne aktivnosti financiraju različitim udjelom dužničkog kapitala u odnosu na ukupne izvore o čemu će biti riječi u narednim poglavljima.

4. Financijski pokazatelji poslovanja hrvatskog hotelijerstva

Likvidnost je jedan od najtežih problema hrvatskih hotelijera. Nepovoljna ročnost povrata tuđih sredstava i još uvijek niske poslovne aktivnosti hrvatskih hotelijera kroz promatrani period razlog su takvog stanja.

Tablica 2.

Pokazatelji likvidnosti hotela

- tekuće cijene
 - u kunama

OPIS	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Novac i potraživanja	704.239.861	849.247.824	946.826.690	925.907.646	874.995.511	1.027.346.533
Kratkoročne obveze	2.385.430.718	2.213.213.119	2.032.890.676	2.575.973.321	2.519.187.095	2.753.827.869
KUL	0,03	0,04	0,05	0,04	0,03	0,04

Izvor: Izračun autora prema: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine», (Zagreb: FINA).

Koeficijent ubrzane likvidnosti hrvatskih hotelijera u periodu od 1996. do 2001. godine manji je od 1 što ukazuje na činjenicu da je likvidnost hotela daleko od optimalne, tj. da postoji veliki rizik pravovremenog podmirenja kratkoročnih obveza (raskorak između dobivenog koeficijeta 0,03 do 0,05). Nepovoljan koeficijent likvidnosti rezultat je nepovoljne ročnosti povrata tuđih sredstava i još uvijek niske poslovne aktivnosti koja rezultira poslovanjem sa gubitkom uzastopno niz godina.

Tablica 3.

Odnos dugoročne imovine i obveza

- tekuće cijene
 - u kunama

OPIS	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Dugotrajna imovina	20.698.782.256	21.692.688.424	21.019.859.419	21.871.339.528	20.698.782.256	20.608.799.904
Glavnica i dugoročne obveze	20.431.964.962	21.228.271.135	20.859.170.232	21.176.149.194	19.987.156.175	20.431.964.962
KFS	1,01	1,02	1,01	1,03	1,03	1,01

Izvor: Izračun autora prema: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine», (Zagreb: FINA).

Više od 100% ukupnog dugoročnog kapitala vezano je za dugotrajnu imovinu. Iz prezentiranog zaključujemo da ne preostaje dio dugoročnih izvora za financiranje kratkotrajne imovine.

Tablica 4.
 Koeficijent zaduženosti

- tekuće cijene
 - u kunama

OPIS	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Ukupne obveze	3.674.394.139	4.711.171.644	6.110.501.149	7.675.473.559	7.579.689.691	7.554.867.023
Ukupna imovina	22.965.415.900	23.663.876.381	23.044.663.275	23.878.249.632	22.597.439.781	22.612.569.556
KZ	0,15	0,21	0,28	0,33	0,33	0,33

Izvor: Izračun autora prema: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine», (Zagreb: FINA).

Koeficijent zaduženosti i koeficijent vlastitog financiranja, komplementarni su pokazatelji što znači da im je zbroj jednak 1. Nezadovoljavajući stupanj pokrivača označava da nije ispunjeno potpuno ili veće pokriće dugotrajne imovine vlastitim kapitalom. Na temelju podataka prikazanih u tablicama vidljivo je da je KZ pokazatelj 1996. godine 0,15 (15%), što znači da se 15% ukupne aktive financiralo iz tuđih izvora, a 85% iz vlastitog kapitala na što ukazuje KVF pokazatelj od 0,83 (0,83%), dok se 2001. godine 33% ukupne aktive financirano tuđim izvorima, a vlastitim kapitalom 66%. Kroz sve promatrane godine koeficijent zaduženosti ima tendenciju rasta.

Visok udio obveza prema kreditnim institucijama u strukturi dugoročnih obveza (vidjeti grafikon 1.) znači da su hotelijeri morali izdvajati velika novčana sredstva za troškove kamate te zbog opterećenja poslovanja, više i nisu mogli posuđivati nova novčana sredstva tj. dodatno se zaduživati.

Tablica 5.
 Koeficijent vlastitog financiranja

- tekuće cijene
 - u kunama

OPIS	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Glavnica	19.143.001.541	18.730.312.610	16.781.559.759	16.076.648.956	14.926.653.579	14.968.679.823
Ukupna imovina	22.965.415.900	23.663.876.381	23.044.663.275	23.878.249.632	22.597.439.781	22.612.569.556
KVF	0,85	0,79	0,72	0,67	0,66	0,66

Izvor: Izračun autora prema: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine», (Zagreb: FINA).

Koeficijent vlastitog financiranja ukazuje na nepotpuno tj. nepostojanje većeg pokrivača imovine vlastitim kapitalom. Svakih 100 novčanih jedinica imovine pokriveno je s manje od 100 novčanih jedinica vlastitog kapitala. Takav odnos upućuje na poremećaj u bilančnoj strukturi. Može se zaključiti da s obzirom na likvidnost i solventnost imovina hotela nije homogena. Hoteli najčešće imaju najveći udio potraživanja u tekućoj imovini pa je gotovinski rizik izvan utjecaja turističkog subjekta. Rizik likvidnosti i solventnosti potraživanja ovisan je o samom poduzeću.

Tablica 6.

Struktura dugoročnih obveza hotelijerskih poduzeća 2001. godine

- dugoročne obveze = 100

Dugoročne obveze	struktura (%)
Prema kreditnim institucijama	87,77
S osnove zajma	9,11
Prema povezanim poduzećima	1,9
Ostale dugoročne obveze	0,8
Obveze o osnove vrijednosnih papira	0,42

Izvor: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine, (Zagreb: FINA).

Visoki koeficijent financijske poluge trebao bi potvrđivati da je equity kapital pravi rizični kapital. Veća rizičnost u pravilu pretpostavlja i nagradu u vidu većeg prinosa tj. povećanje profitabilnosti poslovanja.

Niska razina vlastitog financiranja ilustrirana je rastom opisanog koeficijenta. Veći koeficijent financijske poluge (od 7% do 32%),¹¹ ukazuje na nisku razinu vlastitog financiranja.

Da bi se moglo utvrditi da li je porast D/E opravdan u ovom slučaju potrebno je u odnos staviti profitnu stopu i kamatnjak. Na equity prinos utječe očekivana profitna stopa prema kojoj poduzeća podešavaju koeficijent financijske poluge. Kako je equity kapital pravi rizični kapital, to je ostvareni profit veći od troškova tog kapitala.¹²

Tablica 7.

Kretanje profitne stope¹³ za hrvatske hotele (1996. – 2001.)

- u postocima (%)

Godine	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
Profitna stopa	2,2	5,7	2,3	1,2	5,6	5,5

Izvor: Izračun autora prema: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine», (Zagreb: FINA).

¹¹ Pod uvjetom da u odnosu promatramo dugoročne obveze.

¹² Božina, L., (1993), "Povezanost financijske strukture imovinske bilance i inflacije", *Gospodarstvo Istre*, (Pula: Sveučilište u Rijeci, Fakultet ekonomije i turizma "Dr. Mijo Mirković Pula), str. 5.

¹³ Neto dobit/ ukupan prihod

Veća profitna stopa od kamatnjaka rezultira većim prinosom od troškova dugova, čime su i bolji izgledi poduzeća za zaduživanje. Nepovoljne makroekonomske prilike u državi kroz promatrani period¹⁴ dovele su najveći broj hotelskih poduzeća u situaciju da se jedva održavaju na poslovnoj sceni što je do sada izračunom pokazatelja u radu i dokazano. Trošak kapitala informira menadžere u odabiru najpovoljnijeg kapitalnog budžetiranja i to je alat za maksimiziranje vrijednosti dionica tvrtke. Naime, kamatne stope koje se plaćaju od strane hotelskih društava na tuđi kapital premašuje svotu dobitka prije oporezivanja što je dovelo do kontrakcije u bilanci hotelskih poduzeća. U hrvatskim hotelima nije riječ o zaduživanju radi boljih rezultata poslovanja i povećanja profitabilnosti i ne može se reći da je zaduživanje išlo u skladu s djelatnošću poslovanja.

Tablica 8.

Pokazatelji vertikalne strukture bilance

- u postocima (%)

Pokazatelj	1996.	1997.	1998.	1999.	2000.	2001.
ROE (u%)	0,4	0,2	0,5	0,2	0,11	0,13
ROA (u%)	0,3	1	0,4	0,1	1,1	0,1
ROA ¹⁵	0,3	0,7	0,4	0,2	0,1	1,3

Izvor: Izračun autora prema RRIF-u

Rentabilnost vlastitog kapitala raste s povećanjem stupnja zaduženosti poduzeća tj. smanjenjem vlastitog kapitala. Taj se rast usporava zbog reagiranja kamatne stope na stupanj zaduženosti. U našem primjeru, tj. u promatranom razdoblju, profitna stopa manja je od kamatnjaka, pa se može zaključiti da veći koeficijent financijske poluge u hotelijerstvu nije rezultirao većim equity prinosom.

Zbog reagiranja kamatne stope na stupanj zaduženosti u hotelijerstvu rentabilnost vlastitog kapitala pada. Pozitivna stopa rasta ukupne imovine financirana je dugovima koji su dramatično rasli. Pokazatelj ROE prenizak je u usporedbi s iznosom vlasničkog kapitala investiranog u hotelske tvrtke. Ne može se govoriti o optimalnoj financijskoj poluzi. Zaduzivanjem je rapidno smanjivana rentabilnost vlastitog kapitala i rentabilnost imovine tj. vrijednost poduzeća.

Zadatak svakog financijskog menadžera je odrediti omjer zaduženja i vlastitoga kapitala tako da vrijednost društva bude što veća. Radi se o umješnosti kombiniranja pozicija zaduzivanja i izvora sredstava. Ovim pokazateljem kompariraju se ukupne obveze hotela i investirani kapital od strane vlasnika (vlasnička glavnica). Isti pokazuje koliko je novčanih jedinica obveza (dugova) vjerovnicima na jednu novčanu jedinicu

¹⁴ Misli se na preskupe kredite uz visoke troškove nabave te porezna opterećenja države.

¹⁵ Profitabilnost poslovanja tj. koeficijent povrata u odnosu na ukupnu imovinu prikazali smo i kao odnos neto dobitka i ukupne imovine i kao odnos bruto poslovnog dobitka i ukupne imovine. cf. Ivanović, Z., op. cit., str. 140.

vlasničke glavnice. Kao posljedica nastaju odgovarajuće promjene u odnosima financijske aktive i financijske pasive.

Svako poduzeće ima svoju ravnotežnu točku odnosa zaduženosti i vlastitoga kapitala (D/E). Točku ravnoteže potrebno je utvrditi radi maksimiziranja vrijednosti poduzeća i istodobnom minimiziranju nepravilnosti u radu hotelskih tvrtki. To je različito od hotela do hotela ovisno o broju utjecaja. Stanje koeficijenta obveza i vlastitog kapitala dioničara, te pokazatelj financijske poluge ili koeficijenta obveza u hrvatskom hotelijerstvu poslužiti će daljnjoj razradi vertikalne financijske strukture.

U slučaju hrvatskih hotela udio kratkoročnih u dugoročnim obvezama dostiže maksimum 1999. i 2001. godine.¹⁶

Udio dugotrajnih obveza u vlastitom kapitalu raste iz godine u godinu. Udio dugoročnih obveza u vlastitom kapitalu značajno raste (od 7% do 34%). Razlog povećanju je porast investicija veći od akumulacije sredstava poduzeća u turizmu.¹⁷

Ako promatramo pokazatelj zaduženosti (odnos ukupne pasive i vlasničkog kapitala) situacija je drugačija. U 1996. godini on iznosi 119%, a 2001. godine 151% što sugerira na nepokrivenost dugova vlastitim kapitalom tj. na prezaduženost. Pritom se postavlja pitanje, kako onda odrediti razinu optimalne financijske poluge?

Hotelijersko poduzeće «Sunčani Hvar» na otoku Hvaru ima u strukturi pasive udio equity-a od 51%.¹⁸ U javnosti se neprestano govori se o potrebi njegove dokapitalizacije. Problem ovog poduzeća ipak je preveliki equity tj. premalo stručnih ljudi koji bi financijsku politiku tvrtke usmjeravali i vodili na profitabilniji način. Ako se pridržavamo pravila da je optimalni odnos dugova i vlastitog kapitala 1:1 Hrvatske tvrtke nemaju veliki pokazatelj financijske poluge, čak se preporuča smanjene equity-a turističkih tvrtki. Kapital i pričuve čine 83,3% i 66,2% od ukupne pasive u 2001. godini te glede rizičnosti dužnika prema vertikalnoj strukturi zadovoljavaju pravilo o pokrivenosti dugova vlastitim kapitalom, tj. sredstvima. Visina kamatnog troška treba biti mjerilo koje izvore treba preferirati. Visok udio kamata nije dao prednost vlastitom kapitalu.

Dakle, turističke tvrtke prema vertikalnoj bilančnoj strukturi zadovoljavaju pravilo o pokrivenosti dugova vlastitim kapitalom. Problem je u visokim kamatnim stopama koje su opteretile hotele u mogućnostima njihova vraćanja, a koje svojim poslovanjem iste nisu mogle pokriti.

Prethodnim primjerom autor rada želi naglasiti da si tvrtka može dozvoliti veći stupanj zaduženosti samo ako se ono vezuje uz diverzificiranost financijskih instrumenata te vođenje računa o likvidnosti poslovanja.

¹⁶ Egzaktnih podataka o visini zaduženja hrvatskih hotelijera u hrvatskoj nema, postoje tek neke naznake koje kažu da realni dugovi u 2003. godini možda dosežu između 50-70% vrijednosti temeljnog kapitala u hotelijerstvu.

¹⁷ Ministarstvo turizma objavljuje 2003. godine da su hoteli zaduženi s oko 4,5 milijardi kuna.

¹⁸ "Privatizacija Sunčanog Hvara, Emisija Forum, Informativno – politički program, veljača 2003. (Zagreb: HRT).

Poduzeća u turizmu bazirala su svoje poslovanje na visokom riziku, niskim zaradama, neefikasnim tijekovima novca za vraćanje dugova tj. razvoj nije imao adekvatnu strategiju financijskog djelovanja.

Rentabilno poslovanje postoji samo u slučaju kada su troškovi sredstava prema izvorima manji od rentabilnosti sredstava. Pokazatelj rentabilnosti vlastitog kapitala u turističkom segmentu Hrvatske potvrdio je slijedeće pretpostavke:

- Hotelijerska poduzeća okarakterizirana su kroz posljednje desetljeće kao tvrtke sa profitnim stopama nižim od kamatnih stopa;
- Radi stvaranja prihoda fiksna imovina financirana je zaduživanjem zbog očekivanja dobre sezone i dolaska turista;
- Otvoren je put uništavanju fiksne aktive, plaćanjem kamata sredstvima amortizacije;
- Loša prodaja turističkih usluga, zbog visokih kamata vodila je u gubitak;
- Kamatnjak nije imao nikakvog utjecaja na financijsku aktivnost poduzeća;
- Udio troškova kamata u profitu poduzeća iznosio je u obje promatrane godine preko 100%;
- Visoka razina zaduživanja i visoka cijena kapitala vodile su lošoj poslovnosti društava;
- Svako daljnje povećanje financijske poluge vodilo je smanjenju equity kapitala;
- Vjerovnici nisu bili naklonjeni snižavanju kamatnjaka;
- Na teškoće otplate kredita vjerovnicima nitko nije računao tj. oprez pri odabiru kamatnih stopa na tržištu kapitala je izostao.

Sadašnje stanje u bilancama hotelijerskih poduzeća nije ispunilo mogućnosti stvarnog vlasnika imovine u poduzeću i oblike držanja imovine. Na taj način još je veća udaljenost od procesa privatizacije ostalih zemalja u tranziciji.

Nedvojbeno, subjekti u turizmu moraju težiti optimizaciji i restrukturiranju svojih financija tj. svoje aktive i pasive. S obzirom na činjenicu da hotelijerstvo kao segment gospodarstva ima visok udio ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu, optimalna struktura kapitala postiže se pri većem udjelu dužničkoga kapitala nego što je to slučaj u poduzećima sa drugačijom strukturom fiksne imovine.

Može se zaključiti da će upotreba imovine u turizmu određivati kapitalnu strukturu imovinske bilance, tj. odnos strukture kapitala i prinosa od ulaganja.

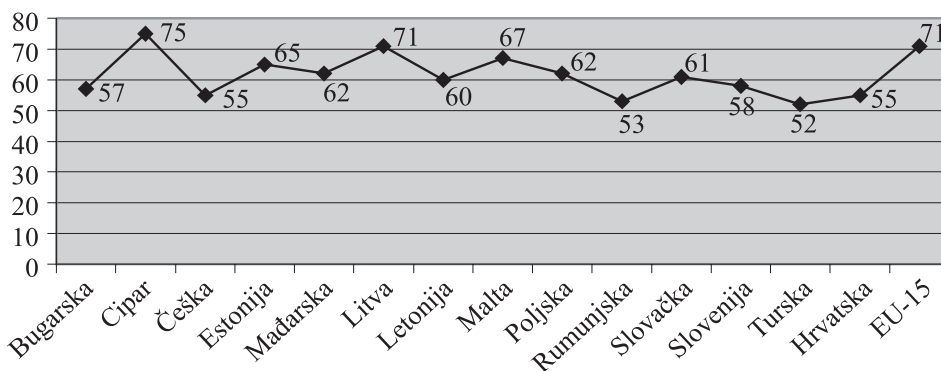
Očito je, u našem primjeru, profitabilnost bila negativno povezana s udjelom dužničkog kapitala u ukupnoj strukturi.

5. Usporedba financiranja turističke djelatnosti Hrvatske i tranzicijskih zemalja

U Hrvatskoj je 2000. godine udio uslužnih djelatnosti 57,6% i raste puno sporijom dinamikom u usporedbi s drugim zemljama u tranziciji. Hrvatska je uvjerljivo ostala ispod prosjeka, što za zemlju sa daleko većim turističkim potencijalom od ostalih tranzicijskih zemalja ne možemo smatrati zadovoljavajućim.

Grafikon 1.

Udio uslužnog sektora u BDP-u zemalja tranzicije i EU 2000.g. u %



Izvor: Izrada autora prema: *Grupa autora, (2000), «Neiskorištene mogućnosti», *Banka*, statistika, br. 3., ožujak, str. 10.

Po svojim privrednim resursima i turizmu, danas je mogla biti jedna od privredno snažnijih zemalja u tranziciji. Prema kriteriju institucionalnih reformi kao značajnog faktora u privlačenju «brown-field»¹⁹ investicija, Hrvatska je prema ocjenama EBRD, uključena u skupinu manje uspješnih tranzicijskih zemalja. Glavni krivac takvu stanju leži u problemu efikasnosti i dosljednosti provođenja zakonodavstva.

Ako se daljnje istraživanje usmjeri na makro financijski aspekt poslovanja hotelskih subjekata u tranzicijskim zemljama²⁰ dolazi se do sljedećih pokazatelja.

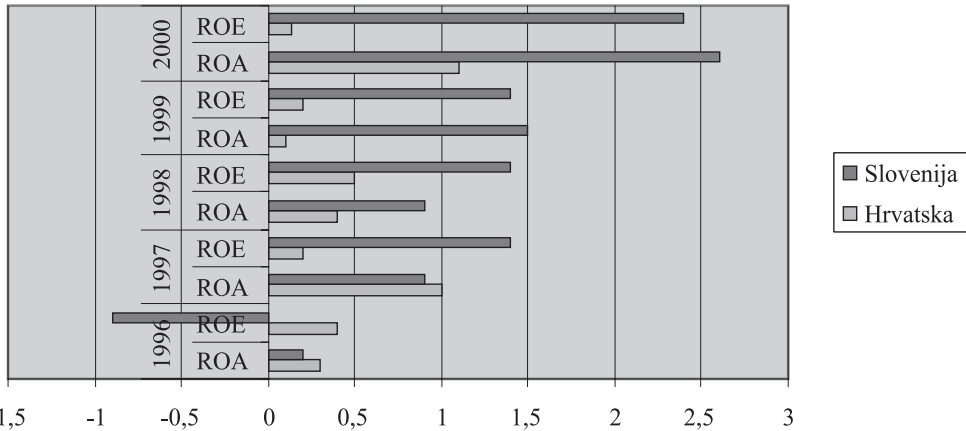
Hrvatska i Estonija bilježe približne ROA i ROE pokazatelje u promatranom vremenskom periodu. Jedino još Makedonija zaostaje za Hrvatskom dok je Slovenija 2000. godine odmakla od Hrvatska u pokazatelju ROA za 1,5% te ROE za 2,27%.

¹⁹ Kupnja postojećih postrojenja i poduzeća, preuzimanje kontrole u njima, te inozemna izravna ulaganja nastala privatizacijom.

²⁰ U obzir uzete tranzicijske zemlje koje su slične Hrvatskoj po pokazateljima procesa privatizacije.

Grafikon 2.

Prinos na vlastiti kapital i prinos na imovinu odabranih zemalja u tranziciji



Izvor: Izračun autora prema podacima zavoda za statistiku odabranih zemalja

Odnos dugova i Equity-a kreće se u Hrvatskoj od 7 do 32% u razdoblju od 1996–2000. godine. U Sloveniji je taj omjer veći i kreće se od 8 do 44% u istom vremenskom razdoblju.

Tablica 9.

Pokazatelj financijske poluge

- u postocima (%)

Zemlje	D / E		
	1999.	2000.	2001.
Hrvatska	32	34	32
Slovenija	23	44	34
Prosjek Europskih hotela	63	54	67

Izračun autora prema: *HFP

*www.hotelnewsresource.com

Nadalje, ako usporedimo pokazatelje ROE zemalja u tranziciji sa pokazateljima uspješnosti europskih tvrtki u turizmu i uvidimo značaj ROI pokazatelja može se zaključiti da je razlika u efikasnosti tranzicijskih zemalja u usporedbi sa svijetom značajna.

Tablica 10.

Uspješnost svjetskih turističkih kompanija
(uzet prosjek od 24)

- u postocima (%)

Godine	Pokazatelji	
	ROI	ROE
1996.	17,7	19,3
2001.	14,8	18,5

Izvor: Istraživanje autora na temelju financijskih izvještaja turističkih tvrtki Europe (www.ehotelier.com)

Radi usporedbe pokazatelj povrata investicija (ROI) 1996. godine iznosio je u Hrvatskom hotelijerstvu 0,37%, te 2001. godine 1,35%. Čisti prihod je izrazito nizak s obzirom na visinu sredstava zaposlenih u hotelskim tvrtkama.

Razlika Hrvatske u usporedbi s ostalim zemljama pripisuje se diverzificiranosti financijskih instrumenata u financijskoj strukturi bilance poduzeća.

Iako je tranzicijski proces trebao nagovijestiti promjenu dotadašnjeg načina djelovanja financijskog tržišta u okvirima razvoja tržišne ekonomije to u Hrvatskoj nije učinjeno.

Alokacija kapitala temeljni je zadatak i mjerilo uspješnosti tržišta. Hrvatsko tržište kapitala ne može se smatrati razvijenim. Ono osigurava samo likvidno sekundarno trgovanje te određenu zaštitu za dioničare.

6. Približavanje bilance hotela profitnim izgledima

Privatizacijski proces podrazumijeva uključivanje menadžera koji kroz stručna mišljenja o planovima i prognozama prate financijski dio bilance. Kapitalnu strukturu potrebno je podesiti na način da doprinese povećanju vrijednosti tvrtke tj. njezinih dioničara.

Hrvatski hoteli trebali bi se ubuduće pridržavati slijedećih pravila radi optimalizacije svoje bilančne strukture:²¹

Načelo 1. Minimizarati prosječne troškove kapitala.

Načelo 2. Zadržavati adekvatnu likvidnost.

Zadovoljenje ovog uvjeta moguće je ako se poštuje prvo načelo. Što je slabija procjena priljeva novčanih sredstava, financijska poluga bit će slabije podešena.

Načelo 3. Osigurati adekvatnu fleksibilnost financijske vrijednosti u smislu investiranja zahtijevanih od strane korporativne strategije hotela.

Načelo 4. Zahtijevati najveću pažnju uprave. Mnoga poduzeća financijskim rezervama pokrivaju investicije koje često narušavaju vrijednost tvrtke, ali to čine iz razloga što su atraktivne u datom trenutku u odnosu na buduće tržišne uvjete.

²¹ Prilagođeno za hotelijerstvo prema: Williamson, M., and S. Francis, (1997), „The importance of optimal capital structure“, *Dynamic Balance Sheet Management*, (Los Angeles: California University), str. 2-3.

Načelo 5. Kreirati equity rizik koji je u skladu sa strategijom društva.

Moraju postojati jasne vizije hotelskog društva. Ostvarenje vizije moguće je samo ako se ona provodi sljedećim redosljedom: hotelsko društvo, strategija, vrijednost equity-a, kapitalna struktura/menadžment rizika.

Kapitalna struktura i menadžment rizika usko su povezani. Brojna istraživanja potvrđuju da je niska rizičnost glavni uzrok snižavanja vrijednosti kapitala u tvrtkama.

Time zaključujemo da hotelske tvrtke trebaju podesiti koeficijent financijske poluge tako da porast udjela zaduženja u kapitalnoj strukturi bilance osigurava povrat investicije koja premašuje te troškove, podižući vrijednost tvrtke njenim dioničarima.

Načelo 6. Točka u kojoj je trošak na posuđena sredstva što je više moguće nadoknađen zaradama upućuje menadžera na **optimalnu podešenost kapitalne strukture.**

Npr. Zaduženje putem kredita od banke reducirat će buduće priljeve novca tvrtke. Međutim, izostankom isplate dividende dioničarima također se pridonosi ravnoteži. Ovaj primjer ukazuje na slijedeće načelo.

Načelo 7. U obzir pri slaganju adekvatne kapitalne strukture treba uzeti u obzir **tijek poslovanja i potencijal tvrtke** prije nego se donesu bilo kakvi zaključci.

Svaki je hotel objekt za sebe i s potencijalom za sebe. Ne postoji financijski recept koji bi sve hotele s financijskog aspekta zadovoljio jednako!

Iz opisanih načela čini se da se kapitalna struktura koja optimizira vrijednost tvrtke ostvaruje uspješnim kombiniranjem fondova. Vrlo jaka povezanost rizika i nagrade reflektira se kroz visoke povrate koje poduzeće može ostvariti.²²

Ako polazimo od te pretpostavke bilance hrvatskih poduzeća možemo okarakterizirati «lijenima» koje svojom strukturom još više narušavaju vrijednost «equity-a».

Konstantni rast gubitaka poslovanja, i istodobni rast zaduženja koja su 1998. godine imala porast 45 posto veći od ostvarenog ukupnog prihoda obilježili su hrvatsko hotelijerstvo u promatranom periodu.

Tablica 11.

Prosjek troškova zaduživanja europskih hotela

- u postocima (%)

Godine	Troškovi kamata
1999.	11,1
2000.	13,6
2001.	15,9
2002.	19,8
2003.	18,5

Izvor: Hotel research group (HRG), (WTO: 2003).

²² O tome detaljnije cf., Allen, D., (1998), "A capital idea", *Financial management*, str. 18.

Udio financijske poluge je značajan i nikako nije prepušten slučaju. Očito je da se vodila takva financijska politika koja je razvoj temeljila «ubacivanju» potrebnog novca iz kreditnih izvora.²³

Financijski trendovi u najboljim svjetskim turističkim kompanijama su definirati razloge kako i zašto danas djelovati radi boljeg poslovnog rezultata sutra.

7. Zaključak

Proces privatizacije hotelskih objekata ostaje prioritet, ali sa aspekta provedenog istraživanja uspješan ishod kao i pozitivni učinci mogu se naslutiti samo u daljnjoj budućnosti. Hrvatska turistička poduzeća ne uspijevaju provoditi trajna ulaganja u zaposlenike, tehnologiju i opremu. Još uvijek postoji veliki udio države u «Equity-u» turističkog gospodarstva. Taj zaključak daje istodobno u većem dijelu odgovor na pitanje zašto hrvatska država mora u svoju strategiju razvoja uključiti turizam. Naravno, da je s tim u svezi privatizacija i financijska sanacija turističko-hotelskih objekata. U turizmu privatizaciju je potrebno riješiti sanacijom gubitaka i obveza prema kreditorima i to osmišljenom strategijom prema svakom hotelskom subjektu. Pri tome, upravljanje hotelima, treba usmjeriti na učinkovito financiranje poslovanja te iskorištavati postojeće objekte u funkciji povrata kredita²⁴ kako bi se "očistile" bilance hotela.

Naime, ukupni gubici i kreditna zaduženja višestruko premašuju upisanu vrijednost njihova temeljnog kapitala pa su im zatezne kamate s tog osnova dosegle vrlo visoke svote.

Ipak treba naglasiti da je često u hotelijerstvu od svih modela, pravila i odabranih koncepata, važniji odabir pravog trenutka kada nešto treba učiniti. Do sada je izostao individualizirani pristup obradi i pripremi svakog hotelskog kompleksa (ili hotela) za privatizaciju i financijsku sanaciju.

Literatura

1. Allen, D., (1998), «A capital idea», *Financial management*, str. 18-24.
2. Boehm, A., and Simoneti, M., (1992), *Privatization in Central & Eastern Europe*, (CEEPN: Annual conference series), No. 3, Ljubljana, str. 234 – 235.
3. Buljan, R., (1994), «Problemi pretvorbe i privatizacije u hrvatskom gospodarstvu s posebnim osvrtom na ove procese u turizmu», *Tržište*, br. 2, Zagreb, str. 22 – 44.

²³ Cf. Brkanić, V., op.cit., str. 43.

²⁴ Pritom se prvenstveno misli na turističke tvrtke koje su još uvijek u državnom vlasništvu.

4. Fabozzi, Frank J., i S. Kole, (1985), *Selected Topics in Investment Management for Financial Planning*, (Illinois: Dow Jones-Irwin, Homewood).
5. Fuchs, M., (2002), «Sustavi standardiziranih pokazatelja i njihov potencijal za praćenje zadovoljstva gostiju», *Turizam*, 50 (2), 151 – 165.
6. Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske 1997-2001. godine», (Zagreb: FINA).
7. Ivanović, Z., (1991), «Profit kao cilj financijskih odluka», *Poduzeće-banka*, br. 3-4-5, Zagreb, str. 18 – 26.
8. Perić, J., (1997), «Privatizacija hrvatskog hotelijerstva, stanje, teškoće, opredjeljenja», *Turistički i hotelski menadžement*, III (2), (Opatija: Hotelijerski fakultet), str. 363 – 379.
9. Vukonić, B., (1998), «Turizam u izboru dugoročne razvojne strategije hrvatskog gospodarstva», *Uvjeti i izgledi ekonomskog razvoja Hrvatske početkom 21. stoljeća*, (2000) (Zagreb: HAZU).
10. Vukonić, B., (2002), «Može li turizam postati čimbenik stabilnog gospodarskog razvoja Hrvatske?», Znanstveni skup, *Stabilizacija- participacija- razvoj*, (Zagreb: Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet), str. 321 – 335.
11. Žager, K., i L. Žager, (1999), *Analiza financijskih izvještaja*, (Zagreb: Mas-media).

*Jasmina Lončar*¹

CROATIAN HOTEL INDUSTRY FINANCIAL FEATURES WITHIN THE PERIOD OF PRIVATIZATION

ABSTRACT

The Croatian tourist sector has been stagnating during the period of transition. By analyzing the balance of Croatian hotels, the influence on the changes and courses of balance, the author points out the increasing seriousness of the situation in Croatian hotel industry measured in the relation of property, debts and owners' capital. The connection between the financial structure, balance liabilities and the diversification of the instruments of property structure, defines the optimal financial adjustment of firms in tourism. In present-day Croatian hotel companies, uncertain profits make the company risky, not only in the aspect of debts but also considering the equity capital, which is then reflected in unsatisfactory business results. Similar researches are crucial ways towards a global knowledge about privatization in Croatian tourism today.

Key words: *tourism, privatization, balance, capital structure, capital adjustment, profitability*

¹ Assistant of the Faculty of Economics and Tourism "Dr. Mijo Mirković" Pula of the University of Rijeka