

uvećanjem opipljive imovine, treba prvenstveno da koriste mogućnosti zaduživanja u nekom razumnom odnosu. Visokoprofitne firme, čija se imovina prevashodno sastoji od nematerijalne imovine stavljaju akcenat na interno generisane izvore finansiranja, ali ukoliko su oni nedovoljni, prednost treba da daju emisiji novih akcija u odnosu na zaduživanje.

- Konačno, zbog asimetričnih informacija firme treba da održe finansijsku fleksibilnost kako bi bile u stanju da iskoriste dobre investicione mogućnosti bez emitovanja običnih akcija po nižim tržišnim vrijednostima. Držanje ovih finansijskih zaliha dovede do toga da odnos duga u strukturi kapitala bude niži nego onaj koji je predložen modelom statičkog kompromisa.

Neki teoretičari smatraju da menadžeri akcionarskih društava slijede liniju najmanjeg otpora i da ne teže postizanju optimalne strukture kapitala. Česta je pojava da zbog svog publiciteta emisija akcija mladica bude posljednja na listi korišćenih izvora finansiranja.

Pitanje 4

5. FINANSIJSKA STRUKTURA I FINANSIJSKA MOĆ

5.1. Međuzavisnost finansijske strukture i finansijske moći

Finansijska struktura je, zapravo, vlasnička struktura kapitala. Osnovna karakteristika sopstvenog kapitala je u tome što je rezervni kapital u okviru sopstvenog kapitala besplatan izvor finansiranja, dok to nije slučaj sa osnovnim kapitalom. Tako se kod kapitala koji potiče iz prioritetnih akcija plaća fiksna dividenda, kod kapitala koji potiče od običnih akcija i od udjela vlasnički prinos na taj kapital, što istovremeno predstavlja izdatak za preduzeće, a time i „cijenu“ tog kapitala, koji je varijabilan i uslovljen visinom neto dobitka i odlukom vlasnika preduzeća o njegovoj raspodjeli.

Na drugoj strani, pozajmljeni kapital ima uvijek svoju cijenu (kamatna stopa) koja je najčešće fiksna, ali može biti i varijabilna (varijabilna kamatna stopa).

Finansijska moć u suštini predstavlja moć isplate fiksnih finansijskih obaveza iz dobitka. Fiksne finansijske obaveze u literaturi i praksi različito se shvataju (o čemu će kasnije biti više riječi), tako da se za fiksnu finansijsku obavezu nesporno uzima kamata, ali se često uključuje i dospjela glavnica dugoročnog duga, fiksna dividenda, pa i porez na rezultat. Ako fiksne finansijske obaveze obuhvataju samo kamatu, jasno je da će ta obaveza biti utoliko veća ukoliko su dugovi veći, a ako se u fiksne finansijske obaveze uključi i dospjela glavnica dugoročnih dugova, to znatno povećava fiksnu finansijsku obavezu utoliko više što se vlasnička struktura kapitala više pomjera ka pozajmljenom kapitalu.

Iz navedenog jasno proizlazi da vlasnička struktura kapitala bitno utiče na finansijsku moć, ali ne treba zaboraviti da je finansijska moć uslovljena i zarađivačkom moći preduzeća.

5.2. Uticajni faktori na finansijsku strukturu

Brojni su uticaji na formiranje vlasničke strukture kapitala preduzeća, i bez ambicija da svi ti uticaji budu ovdje izloženi, ipak ćemo navesti bar one za koje smatramo da su bitni.

Stopa elastičnosti poslovnog dobitka. Ova stopa, u stvari, izražava procentualni iznos poslovnih prihoda koji se ostvaruju iznad neutralnog poslovnog dobitka. Što je ta stopa elastičnosti niža, veći je rizik od ostvarenja poslovnog gubitka a time i rizik pokrića kamata

i ostvarenje neto dobitka preduzeća. Uz to, nizak poslovni dobitak a visoke kamate slabe finansijsku moć. Suprotno je kod preduzeća čija je stopa elastičnosti ostvarenja poslovnog dobitka visoka. Tada je relativno mala vjerovatnoća da će poslovni prihod opasti za iznos stope elastičnosti i da će preduzeće ostvariti poslovni gubitak. Primjera radi, ako preduzeće A ima stopu elastičnosti 10%, velika je vjerovatnoća da može ostvariti poslovni gubitak. A ako, recimo, preduzeće B ima stopu elastičnosti od 40%, mala je vjerovatnoća da može ostvariti poslovni gubitak. Kolika će biti stopa elastičnosti, zavisi od niza uticaja: stepena iskorišćenja kapaciteta, pariteta prodajnih i nabavnih cijena, većeg ili manjeg stepena optimalne strukture proizvodnje sa stanovišta maksimiranja finansijskog rezultata, ekonomičnosti uloška materijala i energije, produktivnosti rada i fiksnih troškova, pri čemu su fiksni troškovi uslovljeni organskim sastavom sredstava (odnos fiksne i obrtne imovine), jer što je viši organski sastav sredstava, veći su fiksni troškovi po osnovu amortizacije. Ali fiksni troškovi zavise i od racionalnosti organizacije svih poslovnih funkcija u preduzeću. Ipak, u svemu tome bitan uticaj ima organski sastav sredstava, a to potvrđuju činjenice: kod njemačke privrede učešće pasivnog sopstvenog kapitala u rudarstvu bilo je 48, a u veletrgovini samo 22 procenta.³² Ova ogromna razlika uslovljena je razlikom u organskom sastavu sredstava: u rudarstvu su ulaganja u osnovna sredstva visoka, a u veletrgovini niska. Otuda je u prvom slučaju visoka amortizacija i niska stopa elastičnosti, a u drugom niska amortizacija i visoka stopa elastičnosti.

Tačka indiferentnosti finansiranja. Ostvaruje se kada je stopa prinosa na ukupan kapital jednaka kamatnoj stopi na pozajmljeni kapital. Tada je i stopa prinosa na sopstveni kapital jednaka stopi prinosa na ukupan kapital i kamatnoj stopi na pozajmljeni kapital. Ali ako je stopa prinosa na ukupan kapital viša od kamatne stope na pozajmljeni kapital, stopa prinosa na sopstveni kapital je najviša (viša i od stope prinosa na ukupan kapital i od kamate na pozajmljeni kapital). Drugim riječima, u ovakvim situacijama stopa prinosa na sopstveni kapital se maksimira. To je i razlog što izvjesni autori smatraju da je u takvim okolnostima maksimalno zaduženje preporučljivo. Zato su Modiljani i Miller još 1958. postavili tezu da je vrijednost preduzeća utoliko veća ukoliko je veći dug, jer su pošli od činjenice da je neto dobitak po jednoj akciji (s obzirom na to da je broj akcija mali) visok, a kada se taj neto dobitak kapitalizira, dobije se znatno veća vrijednost akcija od nominalne tržišne vrijednosti,³³ dok je vrijednost preduzeća ravna umnošku tržišne vrijednosti akcije i broju prodatih a neotkupljenih akcija.

Postavlja se pitanje da li će vlasnici pozajmljivati kapital preduzeću čiji je kapital minoran. Pitanje se postavlja zato što minorni sopstveni kapital ugrožava solventnost preduzeća, jer čim gubitak prijeđe nivo sopstvenog kapitala, solventnost preduzeća je ugrožena, odnosno preduzeće je totalno zaduženo (dugovi su veći od imovine) i samim tim je ono insolventno. Očito je da je u takvim okolnostima rizik povjerilaca velik. U nekim slučajevima povjerioci taj rizik nastoje da smanje višim kamatnim stopama, ali tada se ruši tačka indiferentnosti finansiranja, jer kamatna stopa na pozajmljeni kapital postaje viša od stope prinosa na ukupan kapital, a stopa prinosa na sopstveni kapital teži nuli.

Inflacija. Pri uslovima visoke inflacije kreditori nastoje da ostvare realno pozitivnu kamatnu stopu (višu kamatnu stopu od stope inflacije). U takvim okolnostima pozajmljeni kapital postaje izuzetno skup. Njegova cijena (kamatna stopa) znatno premašuje stopu prinosa na ukupan kapital, što može dovesti do gubitka a time i gubitka finansijske moći. Na drugoj strani, ako je kamatna stopa negativna (niža od stope inflacije), povjerioci trpe inflacione

³² Podaci se odnose na 1961: Hans Janberg: Finanzierungshandbuch, Gabler, Weisbaden, str. 69. i 114.

³³ Eugene F. Brigham: Fundamentals of Financial Management, The Dryden Press, Chicago, 1989, str. 663.

gubitke na svoja potraživanja zbog čega izbjegavaju da pozajmljuju pribjegavajući ulaganju kapitala u realna dobra i time održavaju realnu vrijednost svog kapitala. To praktično dovodi do toga da preduzeće nema od koga da pozajmi. Dakle, u prvom slučaju zbog opasnosti od gubitka usljed enormno visokih kamatnih stopa i time visokih troškova finansiranja, a u drugom, zbog nemogućnosti pozajmljivanja preduzeće je prinuđeno da pomjeri vlasničku strukturu kapitala ka sopstvenom kapitalu. Da je to tako, potvrđuje sljedeća činjenica.

U Njemačkoj je 1924. vladala hiperinflacija i te godine učešće sopstvenog kapitala u pasivi njemačke privrede bilo je 61%, a 1961. Zapadna Njemačka je imala izuzetno stabilnu novčanu jedinicu, kada je učešće sopstvenog kapitala u pasivi privrede bilo 37,9%.³⁴

Uštede na porezu na rezultat. U poreskom bilansu trošak kamata je odbitna stavka. Kako ta činjenica djeluje na stopu prinosa na sopstveni kapital, pokazuje hipotetički primjer:

	Preduzeće A	Preduzeće B
1. Sopstveni kapital	1. 000	500
2. Pozajmljeni kapital	0	500
3. Ukupan kapital (1+2)	1.000	1.000
4. Poslovni dobitak	200	200
5. Troškovi kamata	0	50
6. Bruto dobitak (4x5)	200	150
7. Porez na rezultat (40%)	80	60
8. Neto dobitak (6x7)	120	90
9. Stopa prinosa na sopstveni kapital (1/8x100)	12%	18%

Dakle, pri istom ukupnom kapitalu i prinosu na ukupan kapital (istom poslovnom dobitku) preduzeće B ostvaruje za trećinu višu stopu prinosa na sopstveni kapital od preduzeća A zahvaljujući uštedama na porezu na finansijski rezultat proisteklim iz troškova kamata kao odbitne stavke od poreske osnovice.

Međutim, postavlja se pitanje da li ova pogodnost važi za sva vremena. Jasno je da ne važi u uslovima varijabilne kamatne stope i niske stope elastičnosti, jer se ta pogodnost u ovim uslovima može lako pretvoriti u svoju suprotnost, tj. preduzeće može pasti u gubitak.

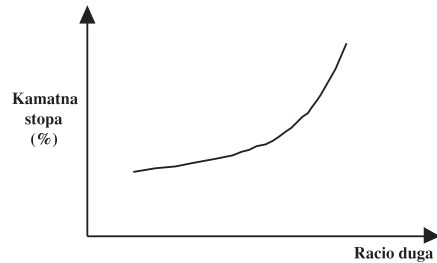
Zbog ušteda u porezu prednost se može dati finansiranju iz dugova, ali do nivoa prihvatljivog duga. Sljedstveno toj polaznoj postavci i njenom respektovanju kod strukturiranja kapitala, ponovo se pitamo zašto se preduzeća ne finansiraju isključivo iz dugova.

Iako nema jedinstvenog pravila i jednačine za izračunavanje optimalnog racija duga nekog preduzeća, odabir kombinacije finansiranja nekog preduzeća ili projekta uveliko zavisi od onih koji donose odluke o finansiranju, odnosno od njihove averzije prema riziku.

Dakle, ta averzija prema riziku jedan je od limitirajućih faktora korišćenja duga u finansiranju preduzeća, a naročito ulaganja u prezaduženo preduzeće. Nema sumnje da su kreditori veoma osjetljivi na povećanje učešća duga u ukupnoj strukturi kapitala jer se narušava načelo finansiranja u skladu s rizikom, gdje može doći u pitanje naplata duga s kamatom. Iz tih razloga povjerioci zbog povećanog učešća duga u strukturi kapitala zahtijevaju višu kamatnu stopu u koju ugrađuju i premiju za povećan rizik ulaganja, što se može ilustrovati prema grafikonu 1. na sljedeći način:

³⁴ Hans Janberg, op. cit., str. 144.

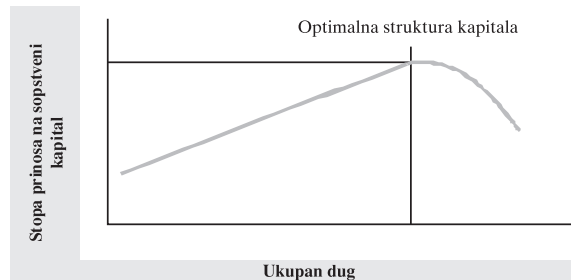
Slika: 6.19. Odnos racio duga i kamatne stope



Slika 6.19. ukazuje na to da s porastom racija duga kamatna stopa raste tako da se progresivno povećavaju troškovi finansiranja. Ta progresija, izazvana prekomjernim učešćem duga u strukturi kapitala, upravo pokazuje da postoji granica finansiranja dugom, te da se preduzeće iz ovog razloga ne može isključivo finansirati iz pozajmljenih izvora. U suprotnom, da te osjetljivosti i progresije troškova kamate nema, kod povećanja racija duga, uz pretpostavku zadovoljavajućeg poslovnog dobitka, bilo bi isplativo i moguće finansiranje preduzeća u cijelosti dugom.

Na osnovu navedenog može se zaključiti da nije dobro finansiranje isključivo iz vlastitih ili pak samo iz pozajmljenih izvora, već treba težiti njihovoj optimalnoj kombinaciji. Riječju, optimalna struktura kapitala je zapravo onaj finansijski leveridž kod kojeg je stopa prinosa na sopstveni kapital najviša, što se može ilustrirati prema grafikonu 2. na sljedeći način:

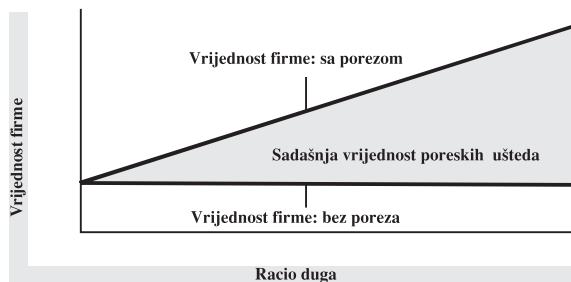
Slika 6.20. Optimalna struktura kapitala



Slika 6.20. pokazuje da stopa prinosa sopstvenog kapitala raste s povećanjem faktora finansijskog leveridža, tj. zaduživanja, zbog pozitivnog uticaja finansiranja dugom i djelovanja ušteda u porezu.

Pored pozitivnog uticaja na stopu prinosa na sopstveni kapital, što je interes prije svega vlasnika kapitala, poreske uštede s povećanjem racija duga pozitivno djeluju i na rast vrijednosti preduzeća, što pokazuje slika 6.21.

Slika 6.21. Poreske uštede i vrijednost preduzeća



Osjenčena oblast prikazuje vrijednost koju pružaju poreske uštede korišćenjem duga u strukturi kapitala.

Finansijski rizik. To je u suštini rizik pokrića troškova finansiranja i s tim u vezi ostvarenja bruto dobitka, a time i neto dobitka. Tijesno je povezan s poslovnim rizikom, odnosno visinom stope elastičnosti ostvarenja poslovnog dobitka, jer kada preduzeće ima relativno nizak poslovni rizik, tj. visoku stopu elastičnosti, ostvarenje neutralnog poslovnog dobitka može da prihvati veći finansijski rizik, odnosno veći dug, a time i veće troškove finansiranja, budući da je u takvim okolnostima ukupan rizik (poslovni i finansijski) u ostvarenju bruto finansijskog rezultata na prihvatljivom nivou. Način koji izaberemo za finansiranje svoje poslovne aktivnosti ili projekta imaće uticaja na zaradu po akciji i prinos na sopstveni kapital. Analizirajmo stoga navedeni primjer.³⁵

Strukturiranje kapitala

A.	u KM		
	100% sopstveni kapital	50% sopstveni kapital	
1. Sopstveni izvori	1,000	500	
2. Dugovi	-	500	
3. Ukupno: izvori finansiranja	1,000	1,000	
4. Raci dug/sopstveni izvori	0%	100%	
5. Izdate akcije	100	50	
6. Tržišna vrijednost po akciji	10	10	
7. Kamata na dug	-	10%	
<i>B. Finansiranje u potpunosti iz sopstvenog kapitala</i>			
	Slaba prodaja	Najvjerovatnija prodaja	Dobra prodaja
1. EBITdobitak prije kamata i oporezivanja	25	200	400
2. Kamata	0	0	0
3. Neto dobitak ^{**} (1-2)	25	200	400
4. EPS-zarada po akciji	0,25	2	4
5. ROE-prinos na sopstveni kapital	2,5%	20%	40%
<i>V. 50% finansiranje iz dugova</i>			
	Slaba prodaja	Najvjerovatnija prodaja	Dobra prodaja
1. EBITdobitak prije kamata i oporezivanja	25	200	400
2. Kamata	-50	-50	-50
3. Neto dobitak (1-2)	(25)	150	350
4. EPS-zarada po akciji	(0.50)	3.00	7.00
5. ROE-prinos na sopstveni kapital	(5%)	30%	70%

U varijanti B ove tabele uočavamo da čak i pri slaboj prodaji preduzeće koje se u cijelosti finansira iz sopstvenog kapitala ostvaruje profit i da joj je prinos na sopstveni kapital (return on equity, ROE) – 2,5% ($25/1.000 = 2,5\%$). Pri uspješnim prodajama preduzeće sa 100%

³⁵ Stanley G. Eakins: Cit. opus p. 310.

^{**} Ovdje smo apstrahovali porez na dobitak.

sopstvenog kapitala ima prinos 40%. Nasuprot prethodnoj varijanti, uočavamo da preduzeće koje se finansira 50% iz dugova ima gubitke od 25 KM pri slabo prodaji što je prouzrokovalo negativan prinos na sopstveni kapital od -5%. No, kako se prodaja poboljšava, prinos raste daleko iznad prinosa onih preduzeća koja se finansiraju samo sopstvenim kapitalom.

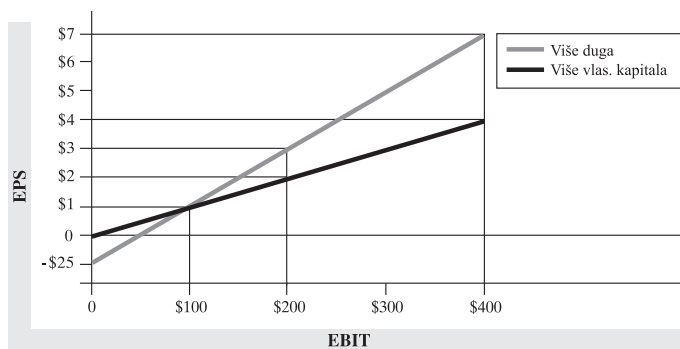
Dakle, tabela 2. demonstrira prednosti i nedostatke korišćenja finansijskog leveragea. Kada je prodaja slaba, vjerovatno nećete biti u stanju da platite kamate, te se može desiti da morate da se pod pritiskom kreditora povučete iz posla. Ovo se ne može desiti preduzeću koje se u cjelosti finansira sopstvenim kapitalom s obzirom na to da nema kreditora koji mogu biti nezadovoljni. S druge strane, leveridž omogućava preduzeću koje se finansira iz dugova da efektivnije iskoristi prednosti dobrih prodaja od preduzeća koje se finansira samo iz sopstvenog kapitala.

Efekat leveridža je ilustrovan i na grafikonu 6.22.³⁶ gdje je ucrtana veza između dobitka, prije kamata i oporezivanja (earnings before interest and taxes, EBIT) pri različitim nivoima prodaje, u odnosu na rezultujuću zaradu po akciji (earnings per share, EPS).

Firme koje se finansiraju iz dugova imaju veću zaradu po akciji iznad krive koja prikazuje dobitak prije kamata i poreza = 100 \$, dok firme koje se finansiraju sopstvenim kapitalom imaju veću zaradu po akciji ispod dobitka prije kamata i poreza = 100 \$.

Oštriji nagib prave proističe iz veće promjenjivosti leveridža. Menadžment preduzeća u situaciji prikazanoj na slici 4. nastojao bi da bude pod uticajem leveridža ukoliko je prodaja iznad 100 \$. No, radije bi bili bez dugova ukoliko je prodaja manja od 100 \$. To pokazuje da u uslovima recesije i globalne finansijske krize preduzeća imaju visok rizik ulazanja u nova zaduženja jer će objektivno imati problem servisiranja kredita.

Slika 6.22. *Veza između EBIT pri različitim nivoima prodaje*



Ovaj primjer predočava kako odluke u vezi sa strukturom izvora finansiranja preduzeća zahtijevaju uspostavljanje balansa na liniji rizik – prinos. Povećanje finansijskog leveridža povećava prinos u povoljnijim uslovima, ali kada se uslovi pogoršaju, povećava gubitak. Ne smijemo zaboraviti da cilj nije maksimiranje zarade po akciji, već maksimiranje vrijednosti akcija. Moguće je da će, kako se povećava dug kompanije, njen rizik usloviti opadanje cijene akcija, uprkos povećanoj zaradi po akciji.

Čest je slučaj da kompanije koje posluju u nekoj privrednoj grani imaju sličnu strukturu kapitala. Jedan od razloga što kompanije u istoj grani uglavnom imaju sličan stepen poslovnog leveridža je u nivou fiksnih sredstava (stalne imovine) koju posjeduju. Da bi održavale

³⁶ Prema: Stanley G. Eakins: Finance, Investments, Institutions and Management, Addison-Wesley, 1999, p. 311.

ukupan rizik u prihvatljivim granicama, preduzeća u takvim okolnostima prilagođavaju nivo svog finansijskog rizika.

Tabela 6.3. ilustruje s čime se kompanija suočava prilikom određivanja svoje željene strukture kapitala. Kada u strukturi kapitala nema duga, prosječna cijena kapitala jednaka je cijeni sopstvenog kapitala. Kako se udio duga povećava, prosječna cijena kapitala se snižava. Značajnije povećanje učešća duga uzrokuje da investitori smatraju kompaniju rizičnijom, te cijena i duga i sopstvenog kapitala kasnije raste.

Tabela 6.3. Struktura kapitala i prosječno ponderisana cijena kapitala

<i>Udio duga u kapitalu</i>	<i>Cijena duga (k_d)</i>	<i>Cijena sopstvenog kapitala (k_e)</i>	<i>WACCAT ($T=40\%$)</i>
0%	NA	11%	11,00%
10	3%	11	10,08
20	3	11	9,16
30	4	12	9,12
40	5	13	9,00
50	7	15	9,60
60	9	16	9,64
70	11	18	10,02
80	13	20	10,24
90	15	23	10,40
100	18	25	10,80

Naravno, posljedice povećanog rizika prevazilaze koristi koje se dobijaju usljed ušteta u porezu, te prosječna cijena kapitala raste. U tabeli 3. optimalna struktura kapitala sastoji se od 40% duga i 60% sopstvenog kapitala, jer ta struktura pruža najnižu prosječnu cijenu kapitala.

Ukoliko bi svaka kompanija tačno znala kako će povećanje duga uticati na prosječnu cijenu kapitala, bilo bi jednostavno izabrati odgovarajuću strukturu kapitala. Pripremili bismo tabelu sličnu tabeli 3. i izabrali udio duga koji rezultuje u najmanjim ukupnim troškovima kapitala za kompaniju. Nažalost, kompanije ne mogu pripremiti ovakve tabele bez poteškoća. I drugi faktori simultano utiču na kompaniju što onemogućava da izolujemo efekte promjene samo strukture kapitala.

Zaposlenost preduzeća i izdašnost finansijskog tržišta. Ako u postojećem preduzeću opada zaposlenost, smanjuju se obrtna sredstva i jasno da u takvim uslovima preduzeće nastoji da vrati pozajmljeni kapital da bi smanjilo troškove finansiranja. Ako je sve ostalo kako treba, ta mogućnost postoji jer su obrtna sredstva smanjena, a time je smanjena i potreba za pozajmljenim kapitalom.

Na drugoj strani, mogućnost pozajmljenog kapitala, što je povezano sa izdašnošću finansijskog tržišta (koja je uslovljena odloženom potrošnjom – štednjom), bitno utiče na vlasničku strukturu kapitala, jer ako je ponuda kapitala slaba, preduzeće jednostavno nema od koga da pozajmi što prouzrokuje ili smanjenje zaposlenosti, u skladu sa raspoloživim izvorima finansiranja, ili povećanje sopstvenog kapitala uz mogućnost zadržavanja ili eventualnog povećanja postojeće zaposlenosti. Bilo da se dogodi jedno ili drugo, vlasnička struktura

kapitala pomjeriće se ka sopstvenom kapitalu. Da je to tako, ilustruju sljedeći podaci: Odnos pozajmljenog i sopstvenog kapitala privrede Republike Srbije bio je 25,1% prema 74,9% (1994), odnosno 35,1% prema 64,9% (1995) u korist sopstvenog kapitala.³⁷

Uslovi zaduženja. Kada su uslovi zaduženja takvi da povjerilac zahtijeva posebno osiguranje svog potraživanja putem zalogu ili hipoteke i kao takve preduzeće prihvati, ono gubi elastičnost jer založena imovina mora da ostane netaknuta sve dok se dug ne vrati. Jasno je da u tim okolnostima preduzeće izbegjava zaduženje, a to pomjera vlasničku strukturu pasive ka sopstvenom kapitalu.

Uzimajući u obzir navedene uticaje na vlasničku strukturu kapitala preduzeća u određenim okolnostima, data vlasnička struktura kapitala ipak se ne može objasniti. Tako je, 1985. godine vlasnička struktura kapitala bila.³⁸

		u %
	Pozajmljeni kapital	Sopstveni kapital
Privreda Sjedinjenih Država	55	45
Privreda Njemačke	64	36
Privreda Japana	85	15

Autor naglašava da bi „sa stanovišta poreza, korporacije trebale da su jednako sklone korišćenju duga u sve tri zemlje“. Pošto se u Nemačkoj i Japanu prihod od dividende ne oporezuje, a u Sjedinjenim Državama oporezuje sa stanovišta imaoća kapitala, navedena struktura kapitala trebala bi biti obrnuta, a to nije slučaj.

Ovu nelogičnost autor pokušava da objasni time što u Njemačkoj i Japanu dugovi pretežno potiču iz bankarskog zajma, a u Sjedinjenim Državama od obveznica. S tim u vezi, njemačka i japanska preduzeća su tijesno povezana s bankama. Bankarski službenici često sjede u upravi dužničkih korporacija i na taj način utiču na vlasničku strukturu kapitala, jer interes banke je, prije svega, plasman svog kreditnog potencijala uz prihvatljiv rizik naplate potraživanja. Budući da banka ima svog čovjeka u upravi dužnika, jasno je da se time smanjuje rizik naplate njenog potraživanja, pa otuda i tolerancija od banke da dužnik ima manje sopstvenog kapitala, jer se rizik od insolventnosti dužnika smanjuje uticajem bankarskog čovjeka na poslovne odluke u upravi preduzeća.

*

*

*

Globalna finansijska kriza imaće negativne efekte na cjelokupnu privredu u regionu, jer je u narednom periodu osnovano očekivati:

- *smanjenje direktnih stranih investicija, s jedne strane, zbog već prisutne finansijske krize u zemljama naših najvećih investitora, a s druge, što će u narednom periodu krize oslabiti i finansijski položaj naših potencijalnih investitora, zbog čega neće biti finansijski sposobni za nova investiranja;*

³⁷ Prof. dr Jovan Rodić: Finansijski rezultat i finansijski položaj privrede Srbije, Financing, Novi Sad, 4/96.

³⁸ Eugen F. Bighman: op. cit., str. 672.

- *povlačenje stranog kapitala preduzeća i banaka majki od svojih kćerki u regionu u slučaju pogoršanja finansijskog položaja majke u cilju saniranja takvog stanja;*
- *smanjenje prodaje robe i usluga na stranom tržištu zbog recesije i preduzetih intervenecionističkih mjera od mnogih bogatih zemalja u cilju očuvanja svojih preduzeća;*
- *dalje povećanje gubitaka privrede zbog pada cijena hartija od vrijednosti na finansijskim tržištima;*
- *smanjenje depozita građana u bankama, budući da je finansijska kriza u svijetu već prouzrokovala bankrot mnogih banaka. Što bude duže trajala, ona će sve više ugrožavati opstanak banaka i u našim zemljama. Ta opasnost za posljedicu ima uzdržavanje od držanja gotovine u bankama i povlačenje ranije uložene gotovine u banke, što će neminovno dovesti do smanjenja njihovih depozita u bankama a time i do smanjenja njihovog kreditnog potencijala. To će stvoriti jaz između ponude i tražnje u korist tražnje kredita što će neminovno dovesti do rasta cijena kredita.*

Zbog povećanih rizika banke će pooštriti uslove odobravanja kredita, tako da je osnovano ustvrditi da krediti neće biti, bar dok traje globalna finansijska kriza, posebno izgledna šansa rasta i razvoja preduzeća u ovom regionu.

5.3. Problemi optimiranja vlasničke strukture kapitala

Tradicionalno finansijsko pravilo bilo je da odnos sopstvenog i pozajmljenog kapitala bude 1:1. Ovo kruto pravilo praksa je demantovala i od njega se odustalo zato što je empirijskim podacima dokazano da na vlasničku strukturu kapitala bitno utiče organski sastav sredstava i vladajuća stopa inflacije.

Danas se smatra da je optimalna struktura kapitala ona koja maksimira stopu prinosa na sopstveni kapital, odnosno maksimira vrijednost akcije dobijene kapitalizacijom neto dobitka po akciji.³⁹

Međutim, postizanje tog cilja zahtijeva visoku fleksibilnost povećanja i smanjenja i sopstvenog i pozajmljenog kapitala, što je u praksi neostvarljivo. Preduzeće može doći u situaciju da sa stanovišta maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital smanji sopstveni kapital, ali se postavlja pitanje mogućnosti izvođenja te operacije. Primjera radi, ako je riječ o akcionarskom društvu, ono može donijeti odluku da otkupi dio svojih akcija i da na taj način smanji sopstveni (akcijski) kapital, što će imati za posljedicu povećanje stope prinosa na sopstveni kapital. Međutim, realizacija ove odluke uslovljena je voljom vlasnika akcija da proda svoje akcije preduzeću. Ako oni nemaju volje da ih prodaju, ta se odluka ne može oživotvoriti.

Na drugoj strani, postoje problemi i kod pozajmljenog kapitala. Ako se pozajmljeni kapital s varijabilnom kamatnom stopom promjenom varijabilne kamatne stope mijenja, i „optimalna struktura“ kapitala se mijenja. Primjera radi, ako je kamatna stopa povećana, iz toga može proizići da ona postane viša od stope prinosa na ukupan kapital što bi radi maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital zahtijevalo povećanje sopstvenog a smanjenje pozajmljenog kapitala. Ali se postavlja pitanje kako preduzeće da poveća sopstveni kapital, jer to povećanje može da bude ili po osnovu emisije i prodaje nove serije akcija kod akcionarskih društava, ili po osnovu povećanja uloga postojećih vlasnika, ili pak primanja uloga novih vlasnika kod društava sa ograničenom odgovornošću i ortačkih i komanditnih društava. Realizacija

³⁹ Eugene F. Brigham: op. cit., str. 653.

te odluke o povećanju sopstvenog kapitala zavisi od volje postojećih vlasnika da povećaju svoje uloge, odnosno akcije u preduzeću, ili da prime nove suvlasnike, ali u tom slučaju zavisi i od volje novih suvlasnika da li žele svoj kapital uložiti u dotično preduzeće.

Najzad, i promjena stope poreza na finansijski rezultat bitno utiče na optimiranje vlasničke strukture kapitala. To praktično znači da je pri svakoj promeni stope poreza na rezultat nužno kvantitativno odrediti novu optimalnu vlasničku strukturu kapitala i težiti da se postojeća svede na optimalnu strukturu kapitala, ali je to svođenje otežano iz već iznijetih razloga.

Iz navedenog proizlazi da bi se ostvarila optimalna vlasnička struktura kapitala, bila bi nužna neograničena fleksibilnost u povećanju i smanjenju sopstvenog i pozajmljenog kapitala, što je u praksi neostvarljivo. Otuda je u pravu Brigham⁴⁰ kada kaže *da je optimalnu strukturu kapitala moguće postaviti u projektu, a pri stvarnom funkcionisanju preduzeća vlasnička struktura kapitala po pravilu odstupa od njegove optimalne strukture*. Tačno je da preduzeće teži maksimiranju stope prinosa na sopstveni kapital i da je tome podređeno nastojanje oblikovanja takve vlasničke strukture kapitala koja će doprinositi maksimiranju stope prinosa na sopstveni kapital. U pogledu povećanja sopstvenog kapitala preduzeće se služi i politikom raspodjele neto dobitka. Tako, npr., ako je preduzeću potreban veći sopstveni kapital, ono nastoji da privoli vlasnike preduzeća da se iz ostvarenog neto dobitka više akumulira za preduzeće (recimo, za rezerve) ili da privoli vlasnike akcija da im se dividenda ne isplaćuje u gotovu već u tzv. dividendnim akcijama. Ali uspješnost ove politike pod jakim je uticajem volje vlasnika preduzeća, kao i snage i argumenata finansijskog menadžmenta preduzeća da dokažu vlasnicima preduzeća da je takva raspodjela neto dobitka u interesu samih vlasnika.

5.4. Problem finansijske moći preduzeća

Nesporno je da je finansijska moć povezana sa zarađivačkom sposobnošću preduzeća i sa vlasničkom strukturom kapitala. Međutim, problem je i u shvatanju fiksnih obaveza koje se moraju podmiriti iz poslovnog dobitka. Ako se finansijska moć mjeri odnosom poslovnog dobitka i troškova kamata, koeficijent iz tog odnosa, koji govori o pokrivenosti kamata i mogućnosti njenih isplata, može da bude veoma visok. Postavlja se i pitanje da li preduzeće treba da iz dobitka pokrije i dospjelu glavnica dugoročnog duga. Ako je dugoročni dug uložen u osnovna sredstva, on se može otplatiti iz amortizacije pod uslovom da je amortizacioni period osnovnih sredstava kraći ili barem jednak roku otplate dugoročnog duga. I ako pretpostavimo da će se dugoročni dug vratiti iz amortizacije, postavlja se pitanje obezbjeđenja kapitala za obnavljanje dotrajalih osnovnih sredstava. Ukoliko preduzeće nema sopstvenog kapitala da obnovi dotrajala osnovna sredstva, ponovo se mora dugoročno zadužiti radi pribavljanja dugoročnog kapitala za obnovu dotrajalih osnovnih sredstava. Još je delikatniji slučaj ako je pozajmljeni dugoročni kapital uložen u trajna obrtna sredstva, koja se pri istom stepenu zaposlenosti i pri nepromijenjenim cijenama ne mijenjaju, a dugoročni se dug uložen u njih postepeno i permanentno smanjuje po osnovu otplate njegove glavnice. Tako dolazi do poremećaja dugoročne finansijske ravnoteže: neto obrtna sredstva, odnosno obrtni fond postaje manji od trajnih obrtnih sredstava što dovodi u pitanje održavanje platežne sposobnosti preduzeća a time i njegov opstanak.

Ukoliko se dospjela glavnica takvog dugoročnog duga ne pokriva dobitkom da bi preduzeće održalo platežnu sposobnost, svaka rata otplaćenog dugoročnog duga morala bi da bude zamijenjena novim dugoročnim zaduženjem, čime bi dugoročni dug za pokriće trajnih obrtnih

⁴⁰ Eugen F. Brigham, op. cit.

sredstava u suštini prerastao u trajni dug. Druga varijanta bila bi da preduzeće smanji obim aktivnosti a time i trajna obrtna sredstva te da na taj način dovedu u sklad trajna obrtna sredstva sa obrtnim fondom. Ali pri tom se rizik od gubitka povećava zbog pada stope elastičnosti koja uzrokuje i pad zarađivačke moći preduzeća.

Poseban problem je u tome da li preduzeće u svakom momentu kada nema sopstvenog kapitala, bilo za obnavljanje dotrajalih osnovnih sredstava, bilo za pokriće trajnih obrtnih sredstava, može dugoročno da se zaduži. Ta mogućnost uslovljena je kreditnim potencijalom kreditora i kreditnim bonitetom preduzeća. Teško je, ako ne i nemoguće, održavati dobar kreditni bonitet kada se otplata dugoročnog duga uvijek supstituiše novim dugoročnim zaduženjem. To praktično znači da bi finansijski menadžer preduzeća više bio pred vratima banke nego u preduzeću, a sama ta činjenica budi podozrenje kod kreditora u kreditnu sposobnost preduzeća. Eventualno podozrenje je veće ako se sopstveni kapital preduzeća, tj. ako se čitav neto dobitak daje vlasnicima kapitala (akcionarima i vlasnicima uloga).

Sljedeći problem je kod kvantitativnog mjerenja finansijske moći - tretman fiksne dividende. Nesporno je da se fiksna dividenda mora isplatiti vlasnicima prioritetnih akcija i da se to mora izvršiti iz neto dobitka. Ali da bi neto dobitak bio dovoljan za isplatu fiksne dividende, bruto dobitak mora biti veći od neto dobitka bar za iznos poreza na rezultat koji otpada na dio bruto dobitka kojim se obezbeđuje neto dobitak u visini fiksne dividende.

U vezi s navedenim proizlazi da bi finansijsku moć trebalo mjeriti na sljedeći način:⁴¹

$$\frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Troškovi kamata} + (\text{dospjela glavnica} + \text{fiksna dividenda}) \times 1 - \frac{1}{\text{poreska stopa na rezultat}}}$$

Ako je koeficijent finansijske moći, mjerjen prema navedenom obrascu, manji od jedan, preduzeće nema finansijsku moć da pokrije fiksne obaveze iz rezultata. Suprotno, ako je koeficijent finansijske moći jedan ili više od jedan, preduzeće ima finansijsku moć da podmiri fiksne obaveze iz rezultata, utoliko više što je koeficijent finansijske moći viši.

Za preduzeća koja imaju mogućnost da dospjelu plaćenu glavnicu dugoročnog duga plate iz amortizacije ili da je supstituišu bilo novim dugoročnim zaduženjem bilo finansiranjem iz lizing-aranžmana, iz prethodnog obrasca može se ispustiti dospjela glavnica dugoročnog duga. No bez obzira na to, pomenuti obrazac za mjerenje finansijske moći jasno ukazuje na čvrstu vezu između finansijske moći i vlasničke strukture kapitala, ali se u to uključuje i zarađivačka moć preduzeća, tačnije visina poslovnog dobitka, kao i visina stope poreza na rezultat.

Brigham⁴² navodi da preduzeću prijeti bankrot ako je koeficijent finansijske moći manji od jedan pri čemu finansijsku moć mjeri odnosom poslovnog dobitka i troškova kamata, što je tačno, jer preduzeće pada u gubitak. Međutim, preduzeće može da bankrotira i s pozitivnim finansijskim rezultatom, tačnije kada ostvaruje neto dobitak, u slučajevima kada poremećena dugoročna finansijska ravnoteža ne omogućuje ostvarenje permanentne platežne sposobnosti preduzeća. Dakle, bankrot preduzeća nije povezan samo s finansijskom moći, već i s finansijskom ravnotežom, a nju je utoliko teže održavati što je preduzeće zaduženije. Ovo navodi na zaključak da je vođenje finansijske politike, kojoj je cilj maksimiranje finansijskog rezultata i permanentno održavanje platežne sposobnosti, utoliko teže što su dugovi veći.

⁴¹ Dr Jovan Rodić, op. cit., str. 458.

⁴² Eugen F. Brigham, op. cit., str. 662.

Finansijski menadžment u praksi nastoji da smanji dugove težnjom da se iz ostvarenog neto dobitka što više akumulira za rezerve, za razvoj i posebne rizike, da se dividenda na obične akcije isplaćuje u vidu dividendnih akcija, da se odloži isplata fiksne dividende i da se putem lizing-aranžmana obezbjeđuje potreban dodatni kapital. *Lizing-aranžman ima dobru stranu što ne mijenja vlasničku strukturu kapitala, ali njegova negativna strana je u slučaju kada je trošak lizinga viši od zbir amortizacije i kamate.* Iz ovoga slijedi da se po tom osnovu smanjuje bruto dobitak, a time i neto dobitak i stopa prinosa na sopstveni kapital. Pa ipak, u tim uslovima preduzeće često prihvata lizing jer na taj način izbjegava pogoršanje vlasničke strukture kapitala i smanjenje finansijske moći.

Dakle, nesporno je da postoji čvrsta veza između stope prinosa na ukupan kapital, kamatne stope na dugove i stope prinosa na sopstveni kapital. I u vremenu dok je kamatna stopa niža od stope prinosa na ukupan kapital u cilju maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital, preduzeće bi trebalo da teži pomjeranju vlasničke strukture kapitala ka pozajmljenom kapitalu, mada to pomjeranje smanjuje njegovu finansijsku moć. Drugo je pitanje koliko se ta težnja može ostvariti, s obzirom na sva ograničenja o kojima je već bilo riječi u novom zaduženju. Posebno je pitanje stabilnosti stope prinosa na ukupan kapital i kamatne stope na dug. Ako se stopa prinosa na ukupan kapital zbog smanjenja obima proizvodnje i prodaje ili zbog pomjeranja pariteta prodajnih i nabavnih cijena u korist nabavnih ili iz ma kojeg drugog razloga smanji, to zahtijeva obrnuto pomjeranje vlasničke strukture kapitala. Tačnije, tada bi trebalo vlasničku strukturu kapitala pomjerati ka sopstvenom kapitalu, ne samo zato što se ostvaruju gubici iz finansiranja zbog više kamatne stope od stope prinosa na ukupan kapital već i zbog toga što to slabi finansijsku moć. Ovdje je poseban problem kako preduzeće u relativno kratkom roku može pomjeriti vlasničku strukturu kapitala u korist sopstvenog kapitala i time izbeći ili barem smanjiti gubitke iz finansiranja i popraviti finansijsku moć.

Pomjeranje vlasničke strukture kapitala ka strukturi kapitala koja maksimira stopu prinosa na sopstveni kapital utoliko je lakše izvesti što preduzeće ima veći stepen finansijske elastičnosti jer finansijska elastičnost stvara mogućnost za otplatu dugova i prije roka njihovog dospijea kada oni postanu preskupi, a to se događa uvijek kada je kamatna stopa viša od stope prinosa na ukupan kapital. Naravno, to pozitivno utiče ne samo na visinu stope prinosa na sopstveni kapital nego i na finansijsku moć.

I konačno, sa stanovišta maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital nema nepromjenjive optimalne strukture kapitala, jer ako je danas optimalna struktura kapitala s tog stanovišta, ona to neće biti čim se promijeni ili poslovni dobitak ili kamatna stopa na pozajmljeni kapital. Težnja finansijskog menadžmenta da oblikuje vlasničku strukturu kapitala koja bi permanentno odgovarala njegovoj optimalnoj strukturi uslovljena je mogućnošću povećanja i smanjenja u relativno kratkom roku kako sopstvenog tako i pozajmljenog kapitala, pri čemu je smanjenje pozajmljenog kapitala uslovljeno finansijskom elastičnošću ali i stanjem finansijske ravnoteže. Budući da je smanjenje ili povećanje sopstvenog kapitala uslovljeno voljom vlasnika kapitala, a pri povećanju sopstvenog kapitala nije dovoljna samo njegova volja nego i finansijska snaga da se ili odrekne primanja dividende u gotovu ili da novi dodatni kapital uloži u preduzeće bilo u vidu udjela ili u vidu kupovine nove serije akcija.

Povećanje pozajmljenog kapitala uslovljeno je ne samo kreditnom sposobnošću kreditora već i rizikom ulaganja kapitala što je povezano s kreditnom sposobnošću preduzeća u kojoj bitnu ulogu ima visina sopstvenog kapitala preduzeća dužnika kao garantne supstance, odnosno kao smanjenje mogućnosti da preduzeće postane insolventno.

Prema tome, u oblikovanju vlasničke strukture kapitala ne igra ulogu samo težnja ka maksimiranju stope prinosa na sopstveni kapital već i visina sopstvenog kapitala koja je prihvatljiva za kreditora u smislu zaštite njegovih potraživanja i izbjegavanja insolventnosti preduzeća, odnosno totalne prezaduženosti. Ovo je novi bitan uticaj na vlasničku strukturu kapitala i na mogućnost maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital.

Naime, ako je stopa prinosa na ukupan kapital viša od kamatne stope na pozajmljeni u cilju maksimiranja stope prinosa na sopstveni kapital, ta situacija zahtijeva smanjenje sopstvenog a povećanje pozajmljenog kapitala. Ali veliko je pitanje koliko je to smanjenje sopstvenog kapitala prihvatljivo sa stanovišta povjerioca. Prema tome, ako smanjenje sopstvenog kapitala sa stanovišta povjerioca nije prihvatljivo, preduzeće ne može da pomjera vlasničku strukturu kapitala ka pozajmljenom, iako to sprečava maksimiranje stope prinosa na sopstveni kapital.

Dakle, nesporno je da u praksi nije moguće permanentno održavati optimalnu vlasničku strukturu kapitala. Najviše što preduzeće može učiniti jeste da uvijek ima u vidu koja je to optimalna struktura kapitala što u datim uslovima (koji dolaze iz samog preduzeća i iz okruženja) teži da postojeću vlasničku strukturu kapitala što više približi optimalnoj. Uspjeh u tome u velikoj mjeri zavisi i od sposobnosti finansijskog menadžera preduzeća, ali i od njegovog položaja u upravi preduzeća. Naime, finansijski menadžer može biti sposoban, ali ako njegove prijedloge i stavove uprava preduzeća ne prihvati, ako ih ne smatra važnim, što je čest slučaj u našoj praksi, on ne može gotovo ništa učiniti u pogledu ne samo približavanja vlasničke strukture kapitala ka optimumu već ni u oblasti finansijskog upravljanja uopšte.

Kada uprava preduzeća shvati da je svaka odluka uslovljena mišljenjem finansijskog menadžera i kada se to mišljenje uvažava, postoje dobri izgledi da sposobnost finansijskog menadžera dođe do punog izražaja. Naime, samo tada preduzeće može iskoristiti sve šanse koje omogućavaju ne samo maksimiranje stope prinosa na sopstveni kapital nego i ostvarenje prihvatljive finansijske moći, dobrog kreditnog boniteta i finansijske snage preduzeća uopšte, pri čemu se pod finansijskom snagom podrazumijeva: trajna sposobnost plaćanja obaveza, trajna sposobnost finansiranja, trajna sposobnost investiranja, uvećanje kapitala njegovog vlasnika i korektan finansijski odnos preduzeća i svih finansijskih učesnika u preduzeću (akcionara, zaposlenih, povjerenika i fiskusa).