

Dr. sc. Drago RADIĆ, redoviti profesor, Ekonomski i Pravni fakultet, Mostar

FINANCIRANJE PODUZEĆA I USKLAĐENOST FINANCIJSKE STRUKTURE

Sažetak

Ovim radom predočava se široka problematika financiranja poslovanja i razvoja poduzeća u uvjetima razvijenog tržišta novca i kapitala. Poseban je naglasak na oblikovanju strukture kapitala, i to korištenjem brojnih instrumenata financiranja - vrijednosnih papira. Baš ti instrumenti financiranja omogućavaju fleksibilnost pri modeliranju strukture kapitala poduzeća.

Samo financiranje opredijeljeno je kao dinamični proces pribavljanja, korištenja i vraćanja novčanih sredstava izvorima i kontinuiranog usklađivanja financijskih struktura gospodarskog subjekta. S tim u vezi razmatrana je i struktura pasive imovinske bilance u kojoj se formalizira najveći broj s izvorima financiranja.

Razmatranje financijskih struktura afirmira osnovna pravila financiranja: dugoročne potrebe moraju se financirati iz kvalitetnih izvora, dok se kratkoročne potrebe mogu financirati i iz kratkoročnih izvora. Pri tome gospodarski subjekt mora odlučivati između načela sigurnosti i načela rentabilnosti. Tako su dani i tzv. pokazatelji kao svojevrsna granična područja između tipično poslovne kategorije likvidnosti (sposobnosti kontinuiranog odvijanja procesa reprodukcije u planiranom obujmu s planiranom dinamikom) i tipično financijske kategorije solventnosti (platne sposobnosti gospodarskog subjekta). Pri tom odlučivanju korisno bi bilo procjenjivati rizike transformacije pojedinih sredstava u kružnom tijeku reprodukcijanskog procesa.

Centralno mjesto u ovom radu zauzima struktura kapitala poduzeća, dakle struktura njegovog dugoročnog (i srednjoročnog) duga i kapitala s posebnim osvrtom na instrumente financiranja - vrijednosne papire.

Odnosi u strukturi kapitala poduzeća globalno se prikazuju suprotstavljanjem tuđih i vlastitih izvora financiranja, prema kojima se obveze kapitaliziraju u pasivi imovinske bilance poduzeća. Međutim, brojnost mogućnosti modeliranja odnosa s izvorima sredstava koji se ne kapitaliziraju u pasivi imovine bilance čine ovu problematiku znatno složenijom. Stoga je ovdje klasična dilema financiranja financiranje iz vlastitih ili financiranje iz tuđih izvora razbijena na razmatranje dilema po pojedinim karakteristikama odnosa s izvorima financiranja. Prezentiranje ove problematike na pro i contra (osnovi) trebalo bi zainteresirati čitatelje i za daljnja istraživanja u ovome području. Zbog toga se i govori o osnovnim dilemama pri financiranju poslovanja i razvoja gospodarskog subjekta.

Ročna struktura izvora opredjeljuje financiranje poduzeća osnovnim odnosima u horizontalnoj financijskoj strukturi. Zbog toga se i postavlja zahtjev da kratkoročni dugovi poduzeća moraju biti maksimalno jednaki kratkoročnim potrebama poduzeća odnosno veličini kratkoročno vezanih sredstava.

Financiranje iz različitih izvora uvjetuje i različite troškove financiranja. Općenito, ti troškovi mogu biti fiksni ili varijabilni. Stoga je i razmatrana dilema fiksni - varijabilni troškovi financiranja. Posebno mjesto pri analizi te dileme ima tzv. pravilo financijske poluge. To je interni moderator optimalizacije strukture kapitala poduzeća. U smislu toga pravila isplati se koristiti dug u financiranju poslovanja sve dok se takvim poslovanjem ostvaruje stopa rentabilnosti veća od ponderirane kamatne stope na dug poduzeća. Pri razmatranju troškova financiranja posebnu pažnju treba posvetiti i njihovom položaju u raspodjeli financijskog rezultata u odnosu na fiskus. Zbog toga su jedinični troškovi financiranja koji se izuzimaju iz osnovice oporezivanja manji nakon nego prije oporezivanja. U vezi s porezima i troškovima financiranja, kao i s prevladavanjem mogućih konflikata u raspodjeli

financijskog rezultata, posebno se razmatra i problematika prikrivenog samofinanciranja odnosno mogućnost da se različitim metodama procijeni financijski rezultat. Na taj se način mogu osigurati slobodna novčana sredstva iz raspodjele tako podcijenjenog financijskog rezultata za samofinanciranje.

Nastojeći da se zaokruži prikaz problematike financiranja i modeliranja kapitalne strukture poduzeća, razmatraju se i specifične metode financiranja: lizing i robni (prvenstveno dobavljački) krediti. Bez obzira koliko su se te metode financiranja koristile u praksi naših poduzeća, činjenica je da je njihovo razmatranje prvenstveno bilo vezano uz politiku plasmana proizvoda i usluga, a ne uz problematiku optimalizacije strukture kapitala poduzeća.

Uvod

Poduzeće je složen i autonoman gospodarski subjekt i može se promatrati s proizvodnog, tržišnog (nabavno-prodajnog) i financijskog aspekta. Financijski se pokazatelji koriste za dijagnozu ekonomskog stanja i odražavaju tržišnu poziciju poduzeća. Zbog toga u poduzeću do punog izražaja dolazi pristup upravljanja financijama, jer loše odluke o investiranju, financiranju, dividendama ugrožavaju opstanak poduzeća u vrlo složenim okruženjima. To znači, ako se financijska funkcija ostvaruje na racionalan način, uvećava se i efekt poslovanja. Produktivno i racionalno gospodarenje novcem i usklađenost financijske strukture poduzeća ostvaruju strateške ciljeve poslovne politike.¹

Za poduzeće kao nositelja produkcije dobara i usluga izuzetno je važno pitanje likvidnosti i solventnosti. Kada se govori o investicijama, usmjeravanje sredstava se odnosi ponajprije na fiksna sredstva i dugoročno financiranje. Problematika obrtnih sredstava obuhvaća novac, utržive vrijednosne papire, potraživanja i zalihe. Moramo kazati da se sredstva, koja se ne pretvaraju u novac u tijeku jedne godine smatraju fiksnim sredstvima i predstavljaju područje dugoročnog financiranja. Ta podjela ne može se mehanički shvatiti, ona proizlazi iz uravnoteženih odnosa u strukturi sredstava. Likvidnost treba shvatiti kao sposobnost cirkulacije imovine u kružnom tijeku i planiranom obujmu proizvodnje.

Financiranje predstavlja dinamični proces osiguranja novca potrebitog vremenski neograničenom, kontinuiranom kružnom tijeku reproduksijskog procesa gospodarskog subjekta. Proces financiranja se ostvaruje preko pribavljanja novčanih sredstava, a financijski odnosi s izvorima. Nakon toga nastaje proces korištenja novca u poslovanju, što se naziva investiranje. Zbog investiranja dolazi do imobilizacije sredstava i ona se ne mogu slobodno koristiti. Kada se novac oslobađa iz kružnog tijeka nastaje proces dezinvestiranja, odnosno vraćanja novčanih sredstava izvorima, što se naziva i definciranje.²

Pod izvorima financiranja mogli bi se shvatiti svi izvori sredstava, uključivši i neraspoređeni dio financijskog rezultata (dobitka) ili pak samo izvori novčanih, financijskih sredstava, uključivši neraspoređeni dio financijskog rezultata (dobitka) i novčane nadoknade na ime amortizacije. Prvo je shvaćanje više vezano uz bilančnu ravnotežu, dok je drugo vezano uz koncept čistog novčanog tijeka, odnosno ovdje se podrazumijeva dinamizam čistoga novčanog tijeka i njegove realnosti u primicima i izdacima.

¹ Comeford i Callaghan, *Strategie Management*, Boston Massachusetts, 1985., str. 3.-5.

² Prof. dr. Vladimir Veselica, *Financijski sustav u ekonomiji*, Zagreb, 1995., str. 426.

1. Financijska struktura

Rezultat financiranja je financijska struktura kao stanje imobilizacije sredstava po obujmu i rokovima vezanosti i izvora po obujmu i rokovima raspoloživosti. To se formalizira u računovodstvu gospodarskog subjekta. Tu se misli na strukturu imovine (aktive), s jedne strane, i strukturu kapitala i obveza (pasive), s druge strane, i promatranje logičnih veza između tih struktura.³ Za ocjenu financijske strukture poduzeća dobre informacije pruža bilanca stanja a mogu se koristiti i druge evidencije s kojima raspolaže poduzeće.

Pojedine stavke u strukturi pasive i aktive nisu odvojene nego su međusobno povezane. U tom kontekstu govori se o vertikalnoj financijskoj strukturi, koja odražava strukturu imovine i strukturu kapitala i obveza. Što se tiče strukture aktive, bitno je da je imovina gospodarskog subjekta raspoređena po oblicima i vrstama tako da omogućava kontinuitet reprodukcijanskog procesa. Postoji kategorija konotacije aktive koja odražava odnos kratkoročne i dugoročno vezane imovine, odnosno to prikazuje odnos tzv. fluktuirajućih obrtnih sredstava prema trajnim obrtnim sredstvima i osnovnim sredstvima. Gospodarski subjekt u dugom razdoblju ima stalne potrebe za sredstvima, kako za stalnim tako i za povremenim obrtnim sredstvima. Te potrebe proizlaze iz rasta gospodarskog subjekta. Tu do punog izražaja dolaze vremenski obujam ulaganja i proces kružnog kretanja i brzina toga kretanja, gledano kako za ukupni kružni tijek tako i za pojedine njegove faze. Prema Brighamu, dugoročno vezana sredstva, kao što su osnovna i trajna obrtna sredstva, imaju svoj pravac kretanja analogno rastu gospodarskog subjekta, dok fluktuirajuća povremena obrtna sredstva imaju sinusoidan pravac kretanja. Pravac koji odvaja dugoročno vezana sredstva od fluktuirajućih predstavlja i osnovnu odrednicu financiranja prema ročnosti i osnovnu normu horizontalne financijske strukture.⁴

Horizontalna financijska struktura predstavlja u rokovima povezanost između dijelova aktive i dijelova pasive. Osnovni odnosi u strukturi aktive i pasive ostvaruju se preko omjera pokrića duga i likvidnosti. To znači da poželjna struktura aktive zavisi od kvalitetnog predviđanja hoće li se predviđena struktura moći održati i uz koje troškove. Na toj osnovi moraju se utvrditi osnovna pravila financiranja. Poduzeće mora ograničiti ulaganja, mora voditi računa da financiranje treba biti iz tzv. kvalitetnih izvora, tj. dugoročnih i trajnih. Ovdje se radi o sredstvima, koja imaju stalan karakter u procesu reprodukcije, i ona se u vremenski dugom roku pretvaraju u novčani oblik.⁵ Zbog toga se mora voditi računa o dinamici otplate sredstava duga da ona ne bude brža od dinamike kojom se nenovčani oblici sredstava pretvaraju u novčani oblik. Međutim, kad je riječ o kratkoročnom financiranju, tu postoje na određen način dva

³ E. F. Brigham, *Financial Management, Theory and Practice*, The Dryden Press, Hinsdale Illinois, 1977., str. 912.

⁴ Weston i Brigham (Mananagerial Finance), peto izdanje, Holt, Linekart and Winston, The Dryden Press, London, 1975., str. 184.-185.

⁵ Osnovna sredstva preko mehanizma računovodstvene amortizacije postupno se vraćaju u novčani oblik u vijeku njihova efektuiranja.

mišljenja u teoriji pa i praksi. Jedni smatraju, s aspekta rentabilnosti, da bi ta sredstva trebalo participirati iz kratkoročnih izvora. Međutim, drugi smatraju da su načela rentabilnosti i sigurnosti najčešće u obrnuto proporcionalnoj vezi, pa se mišljenje zasniva da bi povremeno financiranje trebalo financirati iz kvalitetnih izvora i na taj način stvoriti rezervu za eventualnu sigurnost likvidnosti. Međutim, ipak moramo kazati da je teško utvrditi potrebnu veličinu trajnih obrtnih sredstava, a to se postiže u praksi raznim modifikacijama s izračunavanjem određenih pokazatelja likvidnosti.

Iz toga se može zaključiti da je ročna struktura izvora financiranja izuzetno značajna radi uravnoteženja odnosa u održavanju potrebitog stupnja likvidnosti. Svako poduzeće na osnovi svog plana poslovanja uspostavlja svoju optimalnu strukturu izvora sredstava.

Pasiva predstavlja izvore sredstava a to ukazuje na odnos duga i glavnice ili odnos duga i vlastitog kapitala, što označava uvođenje financijske poluge.⁶

Iz toga se može vidjeti da je analiza strukture pasive centralni problem u analizi strukture izvora financiranja poduzeća, koju treba dopuniti izvorima koji se ne formaliziraju u imovinskoj bilanci pasive. Zbog toga analiza strukture pasive mora biti znatno suptilnija od promatranja njezinih globalnih pokazatelja. Osim praćenja odnosa i tendencija na tržištu kapitala i novca, pri ocjeni oportuniteti strukture pasive i pri njezinom formiranju moraju se uzeti razni kriteriji, kao što su troškovi financiranja po jedinici pribavljenih sredstava s obzirom na financijski rezultat, tržišnu vrijednost tvrtke, rizik poslovanja, stavove vlasnika, vjerovnika, menadžera, kontrolora itd.

Struktura kapitala i obveza poduzeća može se sagledavati s raznih aspekata, jer struktura kapitala odražava bonitet gospodarskog subjekta, a posebice su značajne obveze u ukupnoj pasivi. Tako udio kratkoročne pasive mora biti jednak udjelu kratkoročno vezanih sredstava u ukupnoj aktivi poduzeća. Drugim riječima, kratkoročni dugovi odnosno obveze ne bi smjeli premašivati kratkoročno vezanu imovinu. To se najbolje može vidjeti iz bilance stanja i njezine financijske strukture.

Međutim, najzanimljiviji dio strukture kapitala su odnosi među pozicijama dugoročnog i srednjoročnog duga i vlastitog kapitala. Ti se odnosi manifestiraju preko novčanog tržišta, koje sa svoje strane pridonosi optimalnoj alokaciji resursa. Ona omogućava da se raspoloživi viškovi sredstava transformiraju u različite financijske instrumente. U suvremenim uvjetima gospodarenja ti su instrumenti najčešće vrijednosni papiri. Oni svakim danom sve više povećavaju svoj udio u ukupnim financijskim sredstvima, pa i u strukturi bilance poduzeća.

⁶ John J. Hampton, *Financial Decision Making, Concepts, Problems, Cases*, Liston Publishing Company Inc., A Prentice-Hall Company, Leston, Virginia, 1979., str. 128.

Financijska struktura bilance stanja poduzeća

Red. broj	N a z i v	Iznos	Red. broj	N a z i v	Iznos
1.	Kratkoročno imobilizirana sredstva		1.	Kratkoročni izvori (dugovi - obveze)	
1.1.	Novac i ekvivalentna gotovina		1.1.	Kratkoročne obveze	
1.2.	Kupljeni kratkoročni vrijednosni papiri		1.1.1	- iz poslovnih odnosa	
1.3.	Kratkoročna potraživanja		1.1.2	- na osnovi kratkoročnih zaduživanja (kratkoročni krediti, financijski, robni i izdati kratkoročni vrijednosni papiri)	
1.3.1	- iz poslovnih odnosa		1.1.3	- prema državi	
1.3.2	- na osnovi financijskih plasmana		1.1.4	- prema radnicima	
1.3.3	- od države		1.1.5	- ostale eventualne kratkoročne obveze	
1.3.4	- od radnika				
1.3.5	- ostala eventualna kratkoročna potraživanja				
1.4.	Zalihe (dio):				
1.4.1	- materijalni rezervni dijelovi, sitan inventar				
1.4.2	- proizvodnja u tijeku				
1.4.3	- gotovi proizvodi				
1.4.4	- trgovinska roba				
2.	Dugoročno imobilizirana sredstva		2.	Dugoročni izvori	
2.1.	Stalna sredstva koja se amortiziraju		2.1.	Dugoročne obveze	
2.2.	Kupljeni dugoročni vrijednosni papiri		2.1.1	- financijski krediti	
2.3.	Dugoročni financijski plasmani		2.1.2	- robni krediti	
3.	Trajno imobilizirana sredstva		3.	Trajni - vlastiti izvori	
3.1.	Trajna obrtna sredstva		3.1.	Nominirani kapital, tj. osnivački ulozi, osnovna glavnica	
3.2.	Stalna sredstva koja se ne amortiziraju		3.2.	Nenominirani kapital	

2. Financiranje vrijednosnim papirima

2.1. Kratkoročni vrijednosni papiri

Kratkoročno financiranje smatra se financiranjem, čiji rok obveza dospijeva do jedne godine te poduzeće razrađuje svoj model kratkoročnog financiranja. Tu se misli na nedostatak potrebitih likvidnih sredstava da bi se premostila određena potreba, kao što je sezonski karakter poslovanja u odnosu na trajnu komponentu likvidnih sredstava. Trajna sredstva su sredstva kvalitetnih izvora. Iz tih se razloga povremene potrebe financiraju kratkoročnim kreditima, jer bi financiranje tih potreba dugoročnim kreditima zahtijevalo plaćanje kamata i kada ne postoji potreba za tim financiranjem. Zbog toga je važno imati plan otplate kreditnih dospijeća koji su projektirani u odnosu na očekivane buduće tijekove novca.⁷ Očekivani tijekovi novca su usko vezani za poslovni rizik poduzeća i procjenu odnosa rizika i profitabilnosti. Ipak se kao kratkoročni izvori financiranja spominju trgovački kredit putem otvorenog računa, akceptnih naloga i mjenica, zatim putem kratkoročnih vrijednosnih papira, posebice komercijalnih zapisa i kratkoročnih kredita financijskih institucija i računa vremenskih razgraničenja. Kad je riječ o otvorenom računu, prodavač otvara kredit kupcu na temelju kreditnog povjerenja. Mjenicom se osigurava plaćanje, jer kupac potpisom mjenice priznaje dug i ona na taj način postaje instrument plaćanja. Akceptni nalog je također instrument kojim se priznaje zaduženost kupca. Vremenska se razgraničenja javljaju kod plaća i poreza i predstavljaju beskamatni izvor financiranja.

Poduzeće do kratkoročnih sredstava dolazi izdavanjem vrijednosnih papira kao instrumenata novčanog tržišta. Ulaganja u određena likvidna sredstva znatno mogu pridonijeti uspješnom ostvarivanju općih ciljeva poduzeća ako se njima uspješno upravlja. Keynes je identificirao tri motiva za zadržavanje novca: 1. transakcijski motiv, 2. motiv opreznosti i 3. motiv špekulacije.⁸ Transakcijski motiv izvire iz potrebe da se podmire dospjela plaćanja iz redovitog poslovanja, na primjer nabave, plaće, porezi i dividende. Motiv opreznosti je vezan uz održavanje rezerve da se mogu podmiriti neočekivana plaćanja. Što je veća mogućnost predviđanja neočekivanog tijeka, to je potrebna manja novčana rezerva na računu poduzeća. Špekulativni motiv odnosi se na držanje novca za korištenje prednosti od očekivanih promjena cijena vrijednosnih papira. To znači da bi trebalo zadržati novac čim se obustavi porast kamatnih stopa. Kada se očekuje da će pasti kamatne stope, novac bi se mogao uložiti u vrijednosne papire. Mi ćemo se zadržati na motivima ulaganja u utržive vrijednosne papire. Većina korporacija ulažu sredstva u tržišne novčane instrumente koji su po definiciji visoko tržišni i podliježu malom riziku neplaćanja. Rok dospijeća tih tržišnih novčanih instrumenata obično je kraći od jedne godine. Ovdje ćemo ukratko opisati najvažnije vrijednosne papire.

⁷ J. Tintor, Neka pitanja financijskog planiranja kao instrumenata financijske politike privredne organizacije, u zborniku *Razvoj i aktualni problemi financijskog poslovanja i računovodstva privrednih organizacija*, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb, 1989., str. 33.-34.

⁸ John Maynard Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, (New York: Harcourt, 1936.), str. 170.-174.

2.1.1. Vrijednosni papiri ministarstva financija

Vrijednosni papiri Ministarstva financija SAD čine najveći segment tržišta novca. Najvažnije vrste tih vrijednosnih papira su:

- kratkoročne obligacije,
- porezne anticipacijske obligacije,
- blagajnički zapisi,
- obveznice.

Sve prodaje Ministarstva financija su aukcijske. Ta se aukcijska prodaja održava tjedno s dospeljećem od 91 dan i 182 dana. Te obligacije ne nose kupone, ali se prodaju na diskontnom temelju. Tržište je vrlo aktivno, a transakcijski troškovi su maleni kod prodaje tih obligacija na sekundarnom tržištu. Prihodi od kamata na te vrijednosne papire su oporezovani na federalnoj razini, ali su izuzeti od oporezivanja na razini pojedinih država.

2.1.2. Agencijski vrijednosni papiri

Obligacije raznih agencija federacije su pokrivene jamstvima agencija koje emitiraju obligacije, ali ne i od SAD kao države. To su, npr., Federalna agencija za stambena pitanja i Državno nacionalno hipotekarno udruženje.

2.1.3. Bankarski akcepti (bankarski avali)

Bankarski akcepti su obligacije koje su akceptirane od banaka i koriste se za financiranje domaće i strane trgovine. Kreditabilnost bankarskih akcepata prosuđuju banke koje akceptiraju mjenice a ne trasant (izdavač obligacije). Akceptirane kratkoročne obligacije imaju, općenito, dospeljće kraće od 6 mjeseci i vrlo su kvalitetne. Kamatne stope na bankarske akcepte imaju trend da budu nešto više od stopa na kratkoročne obligacije Ministarstva financija sa sličnim dospeljećem. Obje se vrste prodaju na temelju diskonta.⁹

2.1.4. Komercijalni zapisi

Komercijalni zapisi se sastoje od kratkoročnih neosiguranih promesa koje emitiraju financijska poduzeća i određeni industrijski koncerni.

Izdavač komercijalnog zapisa obećava da će posjedniku komercijalnog zapisa platiti sumu naznačenu na komercijalnom zapisu, plus kamatu po kamatnoj stopi na dan dospeljća.¹⁰

⁹ James C. van Horne, *Financijsko upravljanje i politika*, Mate d.o.o., Zagreb, 1993., str. 427.

¹⁰ Jovan Rodić, *Poslovne financije*, Ekonomika, Beograd, 1991., str. 83.

Komercijalni zapisi se mogu prodavati izravno ili preko posrednika. Mnoga velika prodajna financijska poduzeća smatraju da je rentabilnije prodavati svoje zapise izravno investitorima zaobilazeći posrednike.

Kamatne stope na komercijalne zapise su nešto više nego na kratkoročne obligacije Ministarstva financija iste dospelosti, ili približno iste kao stope na bankarske akcepte. Rizik od neplaćanja je vrlo malen, a povećava se jedino kada banka bankrotira.

2.1.5. Utrživi certifikati o depozitu

Certifikat o depozitu je kratkoročno ulaganje i predstavlja potvrdu o depozitu kod poslovne banke na određeno vrijeme i na određenu kamatnu stopu.

Mehanizmom prikupljanja oročenih depozita banka povećava svoju kreditnu sposobnost. Prinos na certifikat o depozitu je veći nego na kratkoročne obligacije Ministarstva financija, a priližno je isti kao na bankarske akcepte i komercijalne zapise.

Certifikat se pojavljuje kao intermedijalni instrument u svojstvu pratitelja oročenih depozita koji omogućava svoju stalnu emisiju, ako postoje konkurentni interesi. Postoji razlika između certifikata o depozitu i potvrde o deponiranim sredstvima. To nisu vrijednosni papiri iste kvalitete i istog standarda. Kao što je zlato služilo za izdavanje banknota, što je imalo značaj stabilnosti, tako izdavanje certifikata preferira proces oročenja sredstava uz punu afirmaciju razvijenih i suptilnih instrumenata, uključujući i kriterij posredovanja koji čini transparentnu ponudu i potražnju. Time je novac stalno investiran u depozitni certifikat i operacijama otvorenog tržišta omogućava se transformacija kratkoročnih rokova u srednjoročne i dugoročne, a to omogućuje da se dospijeće deviznih certifikata zamjenjuje novim emisijama.¹¹

2.2. Dugoročni vrijednosni papiri

2.2.1. Vrijednosni papiri s fiksnim prihodom

Dugoročno financiranje poduzeća vezuje se za emisiju vrijednosnih papira. Kapitalne strukture poduzeća dijele se na one koje su trajne i koje nisu. Preko emisije vrijednosnih papira dolazi se do modela vanjskog dugoročnog financiranja poduzeća. Razvijena financijska struktura omogućava djelotvorno funkcioniranje financijskih tržišta, što zahtijeva postojanje velikog broja financijskih institucija i instrumenata. Od financijskih institucija značajno mjesto pripada investicijskim bankama, koje djeluju kao intermedijatori pri raspodjeli novih vrijednosnih papira.

Financiranje dugoročnih potreba poduzeće osigurava pomoću vrijednosnih papira s fiksnim i promjenljivim prihodom. Kad je riječ o fiksnom prihodu, misli se na dugoročne obveznice kao vjerovničke vrijednosne papire kojima se potvrđuje da je vjerovnik (kupac odnosno posjednik) platio dužniku odnosno izdavaču dugoročne obveznice protuvrijednost i da će dužnik isplatiti vjerovniku kamatu po

¹¹ Dr. Vlado Veselica, *Financijski sustav u ekonomiji*, Inženjerijsko biro, Zagreb, 1996., str. 171.

ugovorenoj kamatnoj stopi i ugovorenu glavnicu o roku dospijea. Dakle, centralno je pitanje koliko će vlasnik vrijednosnog papira ostvariti prinosa na vrijednosni papir koji je kupio od izdavača na osnovi kamata.

Kamatne stope se u realnom svijetu ekonomije mjere, iako postoje različite mjere kamatnih stopa i različite vrste kamata. Moramo poći od definicije da je kamatna stopa cijena posuđivaču za posuđeni novac. Dakle, ona odražava cijenu posuđenog kapitala. To je odnos između kamata i posuđenog kapitala. Uobičajeno je da se kamatna stopa izražava u godišnjem postotku. Može se kazati da je kamatna stopa, u pravilu, implicirana u svakom zajmu, bila ona ili ne bila unaprijed određena. Kamata se obračunava za razdoblje korištenja pozajmljene sume novca. Kamatna stopa je praktično stopa granice rentabiliteta ulaganja. Ako kamatna stopa nije povoljna, onda posjednik sredstava ulaže ih u druge svrhe (npr. u dionice koje odbacuju dividendu).

Značaj i utjecaj visine kamatne stope na formiranje tržišne cijene vrijednosnog papira najbolje se vidi iz našeg primjera: ako je vrijednosni papir emitiran po nominalnoj cijeni od 1.000 novčanih jedinica, uz diskontnu stopu od 16%, kupljen 150 dana prije njegovog roka dospijea, tržišna cijena iznosi 930 novčanih jedinica. Kamatna stopa na izdati vrijednosni papir je 18% godišnje, dan emisije prve prodaje je 30. 3. 1997. godine, a dan dospijea 30. 1. 1998. godine, tj. poslije 300 dana, a dan kupoprodaje je 1. 9. 1997. godine.

Međutim, ako je kamatna stopa koju je toga dana mogao postići za 930 novčanih jedinica bila 20%, kupac bi nakon isteka roka od 150 dana imao kamatni iznos:

$I = (930 \times 15) : 36.000 = 78$ novčanih jedinica, što zajedno s uloženim novcem iznosi 1.008 novčanih jedinica. S obzirom na značajnu razliku od 8 novčanih jedinica više ostvarenoga prihoda, pod uvjetom da nema drugih troškova, posve je jasno da bi se opredijelio za ulaganje svoga novca u neki drugi instrument.

2.2.2. Vrijednosni papiri s promjenljivim prihodom

Poduzeće na tržištu kapitala pojavljuje se kao ponuditelj dionica. Potencijalni kupci dionica zapravo sadašnjim svojim dohotkom kupuju buduće dohotke koje ostvaruju bilo preko dividendi bilo preko kapitalnih dobitaka koje ostvaruju prodajom dionica na sekundarnom tržištu. Ukupno očekivani dohoci dioničara, dividende plus kapitalni dobitci, ovise o rastu profita poduzeća. Rast profita poduzeća izvedenica je cjelokupne poslovne politike, a u njezinom sklopu onda i financijske. Osnovne osi oko kojih se vrti financijska politika je financijska konstrukcija, koja je određena strukturom izvora, i iz te strukture izvedena cijena kapitala.

Temeljni izvori distribucije dividendi su ostvarene tekuće i zadržane protekle zarade dioničkog poduzeća. Računovodstveno govoreći, to su tekuća i zadržana dobit. Isplata dividendi na teret uplaćenog kapitala od dioničara predstavljala bi svojevrsnu likvidaciju dijela ili cijelog poduzeća, pa bi se radilo o likvidacijskim dividendama.

Međutim, menadžment u sklopu cjelokupne financijske politike oblikuje politiku dividendi, odnosno određuje proporciju netoprocita (nakon oporezivanja) koja će biti raspodijeljena na dioničare. Ostatak profita, u obliku neraspodijeljenog profita, reinvestira se u poduzeće. Na godišnjoj skupštini dioničara menadžment pred dioničarima obrazlaže

financijsku politiku i u tom sklopu politiku dividendi. Koliko će ta politika biti prihvatljiva ovisi o preferenciji dioničara k potrošnji. Taj odnos prema sadašnjoj i budućoj potrošnji naziva se efektom klijentele.¹²

Tržišnu vrijednost obične dionice teško je kvalitativno izraziti. Kvantitativna vrijednost bi se mogla utvrditi ako bi iznos dividende po godinama bio poznat i ako bi bila poznata očekivana cijena obične dionice u trenutku prodaje. Tada bi se dividenda po godinama i očekivana cijena u trenutku prodaje diskontirala na sadašnju vrijednost. Tako utvrđena sadašnja vrijednost zapravo je tržišna vrijednost obične dionice. Međutim, problem je što nisu poznate ni dividende po godinama ni očekivana cijena obične dionice u trenutku prodaje. Zbog toga se tržišna vrijednost obične dionice utvrđuje alternativno:

$$P = \frac{D}{\frac{K}{100}} \text{ ili } P = N \times \frac{sd}{K}$$

P = tržišna vrijednost obične dionice,

D = isplaćena dividenda po jednoj običnoj dionici u apsolutnom iznosu,

K = vladajuća kamatna stopa na tržištu kapitala,

N = nominalna (emisija) vrijednost dionice,

sd = stopa dividende računata iz odnosa ostvarene dividende i nominalne vrijednosti obične dionice.

Na primjer, ako je nominalna vrijednost obične dionice 1.000 novčanih jedinica i ostvarena dividenda po običnoj dionici 100 novčanih jedinica, što znači da je stopa dividende 10% ($100 \times 100 : 1.000$) a vladajuća kamatna stopa 5%, tržišna vrijednost obične dionice bit će:

$$P = 100 : 0,05 = 2.000, \text{ odnosno } P = 1.000 \times (10 : 5) = 2.000.$$

To treba objasniti ovako: da bi vlasnik ostvario prihod od kamata u iznosu od 100 novčanih jedinica, pri kamatnoj stopi od 5% trebao bi pozajmiti 2.000 novčanih jedinica kapitala. Ako na sekundarnom tržištu dugoročnih vrijednosnih papira kupi običnu dionicu za 2.000 novčanih jedinica i ako ona ostvaruje dividendu od 100 novčanih jedinica, vlasnik kapitala bit će na istom, ali će postati suvlasnik poduzeća. Međutim, ako bi dividenda u toj godini porasla za 10%, vlasnik obične dionice ostvario bi dividendu od 110 novčanih jedinica ($100 \times 1,10$), što na ulog iznosi 5,5% ($110 \times 100 : 2.000$), a da je pozajmio 2.000 novčanih jedinica uz kamatnu stopu od 5%, dobio bi kamate 100 novčanih jedinica, što je manje od dividende za 10 novčanih jedinica odnosno za 0,5% u odnosu na ulog. Zbog toga se investitori više odlučuju ulagati u obične dionice u odnosu na ulaganja u dugoročne obveznice, ali time preuzimaju i veći rizik.

¹² Grupa autora, Financijski menadžment u praksi, Masmedia, Zagreb, 1994., str. 168.

3. Financiranje pomoću financijske poluge i stupanj zaduženosti

Ekonomski gledano, poluga (leverage) označava svojstvo nečega da brže raste ili pada u odnosu na neki drugi činitelj. U literaturi se polugom najčešće označava korištenje dugova u strukturi kapitala poduzeća i označava djelovanje financijske poluge. O tome, naime, ovisi tržišna vrijednost sredstava poduzeća, za što su naročito zainteresirani dioničari kao vlasnici poduzeća. Nastojeći postići taj cilj, menadžment mora oblikovati strukturu kapitala koja to omogućuje. To se vidi iz bilance stanja:

$$\begin{aligned} \text{A k t i v a (sredstva)} &= \text{P a s i v a (izvori sredstava)} \\ \text{Sredstva poduzeća} &= \text{Vlastita sredstva} + \\ &\quad \text{posuđena sredstva (dug).} \end{aligned}$$

Poduzeće koristi ukupna sredstva, kako vlastita tako i posuđena, za proizvodnju, plasman proizvoda i usluga, ostvarenje ukupnog prihoda, a poslije odbijanja ukupnih troškova, za ostvarenje netoprofita koji se distribuira dioničarima (dividenda). Ostatak se koristi za investicije (neraspoređeni profit). Profitna stopa je izvedenica pozicije poduzeća na tržištu, tj. njegove sposobnosti da poveća obujam prodaje ili poveća cijenu svojih proizvoda ili usluga, s jedne strane, te njegova sposobnost da smanji troškove proizvodnje s druge strane.¹³

Poduzeće u nedostatku svojih sredstava koristi tuđa sredstva i na taj način popravlja strukturu svoga kapitala. Središnja misao toga problema je u tome da se oslanjanjem na dugove u financiranju poslovanja mogu ostvariti veći efekti za vlasnike poduzeća prema onima koji bi se ostvarili da je cjelokupno poslovanje financirano glavnicom. Radi se o svojevrsnoj ekonomiji fiksnih troškova jer dugovi, u pravilu, uvjetuju fiksne rashode financiranja - kamate. Njegov je karakter degresivan prema veličini ostvarenog profita, što ukazuje i na mogućnost da se uz dovoljno veliki profit marginalizira udio kamata u raspodjeli profita. Međutim, rizici kod uporabe poluge predstavljeni su visinom fiksnih rashoda za kamate koji pomiču prijelomnu točku na veći obujam poslovne aktivnosti odnosno profita nego kod opreznijeg pristupa.

Navedene prednosti i opasnosti prikazat ćemo na sljedećoj strukturi:

Planirane financijske strukture (000 - 000)

P o z i c i j a		Financijski plan	
		A	B
1		2	3
A. Dugovi	Vrijednost duga Kamate (k=8%)	0 0	5,00 0,40
B. Emisija dionica	Broj emitiranih dionica Vrijednost glavnice	(160x250) 40.000 10	(80x250) 20.000 5
C. Ukupan kapital		10	10
D. Stupanj zaduženosti		0,00%	50,00%

¹³ Grupa autora, Financijski menadžment u praksi, Masmedia, Zagreb, 1994., str. 150.

Prednosti i rizici intenzivnog korištenja poluge u financiranju mogu se analizirati prema veličini ostvarenog profita. Ovdje je ključno pratiti profitabilnost poduzeća kroz ukupno angažiranu imovinu, mjerenu zaradom prije kamata i poreza, te profitabilnost glavnice, mjerene zaradama (nakon kamata i poreza) po jedinici. To ćemo prikazati na planu A i B.

Zarade po dionici za planove A i B

P o z i c i j a	Financijski plan	
	A	B
1	2	3
Profitabilnost imovine = 0		
- zarade prije poreza i kamata	0,00	0,00
- kamate	0,00	0,40
- zarade prije poreza	0,00	-(0,40)
- porezi (50%)	0,00	-(0,20)
- zarade nakon poreza i kamata	0,00	-(0,20)
Zarade po dionici	0,00	-(0,00)
Profitabilnost imovine = 8%		
- zarade prije poreza i kamata	0,80	0,80
- kamate	0,00	0,40
- zarade prije poreza	0,80	0,40
- porezi (50%)	0,40	0,20
- zarade nakon poreza i kamata	0,40	0,20
Zarade po dionici	10,00	10,00
Profitabilnost imovine = 12%		
- zarade prije poreza i kamata	1,20	1,20
- kamate	0,00	0,40
- zarade prije poreza	1,20	0,80
- porezi (50%)	0,60	0,40
- zarade nakon poreza i kamata	0,60	0,40
Zarade po dionici	15,00	20,00

Tablica pokazuje da kod niske profitabilnosti imovine teret kamata prouzročuje negativne efekte za vlasnika poduzeća, ali uz visoku profitabilnost imovine vlasnici poduzeća ostvarit će veće zarade po dionici uz intenzivnije korištenje duga (poluge) u financiranju poslovanja.

Utjecaj poluge na zarade po dionici izražava se stupnjem financijske poluge. Stupanj pokazuje za koliko će se postotaka promijeniti zarade po dionici ako se zarade prije kamata i poreza promijene za određeni postotak. Stupanj se računa kao odnos zarada prije kamata i poreza i zarada prije poreza.

SDFL = (Degree of financial leverage) Stupanj financijske poluge,

Pin = Profit - zarade prije kamata i poreza,

K = Kamate na dugove poduzeća,

$$SDFL = \frac{Pin}{Pin - Ic} = \frac{80}{80} = 1$$

Artikl A 80 = Zarada prije poreza i kamata

80 = Zarada prije poreza

Stupanj mjeri elastičnost zarada po dionici na promjene profita. On pokazuje multiplikativno djelovanje promjene profita na zarade po dionici, a može se računati za svaku razinu profita, što možemo prikazati sljedećom tablicom:

Profitabilnost imovine	Stupanj financijske poluge	
	A	B
1	2	3
8,00%	1,0	2,0
12,00%	1,0	1,5
16,00%	1,0	1,3

Na osnovi podataka iz tablice vidljivo je da je veća rizičnost kod većih fiksnih izdataka za kamate. To znači da je intenzivna uporaba osjetljiva na promjene profita. S povećanjem profita smanjuje se i rizičnost uporabe poluge, ali je osjetljivost na promjene profita veća uz veću uporabu poluge.

Ipak, ovdje se mora imati na umu da povećano zaduživanje, unatoč tomu što povećava dohodak dioničara, ima i svoju negativnu stranu što povećava financijski rizik. To se ogleda u tome što je vrlo zaduženo poduzeće osjetljivije na tržišne promjene i time dolazi u pitanje mogućnost podmirenja obveza na osnovi kamata i glavnice. Rizik vraćanja kredita naročito pogađa kreditore, jer to utječe na tržišnu vrijednost poduzeća. Međutim, prema dvojici istaknutih znanstvenika Milleru i Modgillianiju, stupanj zaduženosti ne utječe na tržišnu vrijednost poduzeća ako se pretpostave neki od sljedećih uvjeta:¹⁴

1. Tržišta kapitala su savršena. Informacija je besplatna i oprema stoji na dohvat svim investitorima. Ne postoje transakcijski troškovi i slično, a vrijednosni su papiri beskonačno djeljivi. Za investitore se smatra da su racionalni i da se ponašaju na takav način;

¹⁴ James C. van Horne, Financijsko upravljanje i politika, Mate d.o.o., Zagreb, 1993., str. 281.

2. Prosječno očekivane buduće oportune zarade nekog poduzeća predstavljene su subjektivnim varijablama. Pretpostavlja se da su očekivane vrijednosti distribucija vjerojatnosti svih investitora iste;

3. Poduzeća se mogu svrstati u razrede s jednakim poslovima, sva poduzeća unutar jednog razreda imaju isti stupanj poslovnog rizika;

4. Pretpostavlja se da ne postoje porezi na prihod korporacije.

Iz toga se vidi da se Modiglian-Millerova pozicija temelji na ideji da bez obzira kako razdijelili strukturu kapitala nekog poduzeća između duga, trajnog kapitala i drugih vidova postoji očuvanje investicijskih vrijednosti.

Međutim, javlja se praktičan problem kako postići kompromis između uspješnosti, maksimalizacije profita kroz financijsku polugu i sigurnosti koja se dodatnim dugom smanjuje. To znači da poduzeće ne smije dopustiti nikakva prezaduživanja koja bi ga dovela do stanja nelikvidnosti iz kojega nema povratka.

4. Specifični oblici financiranja

U modernom rješavanju financijskih odnosa javljaju se tzv. faktoring poslovi. Faktoring potječe od engleske riječi *Factor* koja ima više značenja: agent, komisionar, posrednik itd. Ugovor o faktoringu se razvio u Americi u 19. stoljeću, kada su engleski izvoznici prodavali robu u Americi preko agenata na temelju komisionog posla. S vremenom su se ti agenti počeli baviti i ispitivanjem kreditne sposobnosti kupca i obavljanjem niza administrativnih poslova za račun svog engleskog klijenta, pa i naplatom potraživanja od kupaca. Tako su agenti postali faktorinzi, odnosno specijalizirali su se za faktoring-poslove koje su kasnije prihvatile i neke banke. Danas je u svijetu razvijena veoma široka mreža faktoring-tvrtki koje se često povezuju u korporacije za faktoring, uključujući banke, osiguravajuća društva i druge financijske organizacije. Ugovorom se najčešće ugovara da faktoring-tvrtka obavlja sljedeće:

- prihvaća cesiju potraživanja svoga komintenta na faktoring-tvrtku, pri čemu faktoring-tvrtka isplaćuje cedirana potraživanja komintentu uz diskont,
- prihvaća naplatu potraživanja komintenta u svoje ime i za njegov račun uz odobrenje kredita komintentu,
- prihvaća ispitivanje kreditnog boniteta kupca komintenta,
- prihvaća marketingistraživanja za račun komintenta,
- prihvaća vođenje računovodstva komintenta.

Poslovi se ugovaraju dugoročno i cijene za usluge su relativno niske i time su kurentne u odnosu na druge faktoring-tvrtke.

4.1. Otvoreni faktoring

Faktoring može biti otvoren, zatvoren, pravi i kvazifaktoring. Otvoreni faktoring se sastoji iz dva vida. Prvi se sastoji u tome da komintent faktoring-tvrtke cedira na nju svoja potraživanja, o čemu obavještava kupca da je cesija izvršena i da je obvezan svoje obveze platiti faktoring-tvrtki. Na taj način faktoring-tvrtka postaje

vjerovnik kupca njezinog komintenta preuzimajući na sebe sve rizike naplate cediranog potraživanja. Za cedirano potraživanje faktoring-tvrtka plaća odmah svome klijentu računovodstvenu vrijednost cediranih potraživanja uz odbitak eskontne kamate i troškove provizije. Visina tih troškova kao odbitne stavke zavisi od kreditnog boniteta kupca i obujma prometa koji klijent ostvaruje preko faktoring-tvrtke. Na taj način klijent faktoring-tvrtke dolazi do gotovine, što ostvaruje prodajom svoga potraživanja. Međutim, faktoring-tvrtka posebno analizira dugovanja njezinog klijenta, tj. kreditni bonitet dužnika i da je dokumentacija s pravne točke ispravna.

Drugi vid otvorenoga faktoringa sastoji se u tome da komintent cedira svoja potraživanja na faktoring-tvrtku samo radi naplate, što znači da ona vrši naplatu u svoje ime i za račun komintenta, a za obavljenju uslugu naplaćuje proviziju od komintenta. Pri tome faktoring-tvrtka na temelju cediranih potraživanja daje klijentu kratkoročni kredit uz odogovarajuću kamatnu stopu. Razina kredita obično se kreće 75-85% razine cediranih potraživanja. Faktoring-tvrtka naplaćena cedirana potraživanja umanjuje za kredit, kamatu na odobreni kredit i za proviziju i klijentu doznačuje razliku. Na taj način klijent je dobio gotovinu na osnovi kredita uz "zalog" potraživanja.

4.2. Zatvoreni faktoring

Zatvoreni ili skriveni faktoring se financira tako što izvoznik prodaje robu faktoring-tvrtki za gotovinu koju faktoring tvrtka isplaćuje iz kredita banke namijenjenog za izvoz, tako da se banka javlja u svojstvu skrivenog principala, preko istog izvoznika roba se preprodaje inozemnom kupcu na kredit, pri čemu izvoznik vrši prodaju u ime i za račun faktoring-tvrtke. Faktoring-tvrtka naplaćuje izvezenu robu od inozemnog kupca i vraća kredit banci. Faktoring-tvrtka ostvaruje razliku u cijeni.

Specifični oblici financiranja na osnovi faktoringa su i pravi faktoring i kvazifaktoring. Kod pravog faktoringa kumuliraju se sve funkcije otvorenog faktoringa, tj. zatvorenog faktoringa i vršenja naloga, a kod kvazifaktoringa vrši se samo jedna ili dvije od tih funkcija.

4.3. Financiranje iz faktoringa

Faktoring kao oblik financiranja javlja se kod krupnih pojedinačnih poslova o isporuci opreme, izgradnje objekata po sustavu *ključ u ruke* ili izvođenja investicijskih radova s odloženim rokovima plaćanja od pola godine do nekoliko godina. Ovdje se radi o komercijalnom odnosno robnom kreditu, gdje prodavač zaključuje faktoring-ugovor s bankom. Bit toga ugovora sastoji se u sljedećem:

- prodavač - proizvođač cedira na banku svoje potraživanje od investitora (kupca) uz prijenos i instrumenata za naplatu tih potraživanja o rokovima dospijeća koje je ugovorio s kupcem (mjenice, dokumentirani akreditiv, jamstvo treće osobe i sl.),
- banka prihvaća cesiju potraživanja i isplaćuje nominalnu vrijednost prenijetih potraživanja prodavaču (proizvođaču) uz odbitak eskontne kamate, provizije i svojih troškova vezanih za taj posao, pri čemu se banka obvezuje da će snositi rizik naplate cediranih potraživanja, odnosno da neće tražiti regres nenaplaćenih potraživanja od proizvođača - prodavača.

Na taj način prodavač - proizvođač dolazi do gotovine, jer je svoj komercijalni kredit prodao banci i budući da mu je ona isplatila cedirana potraživanja, ona sada kreditira kupca investitora, naplaćuje cedirano potraživanje o rokovima dospijeca uz pomoć prenesenih instrumenata plaćanja i na taj način vrši povrat gotovine koju je dala prodavaču - proizvođaču. Međutim, cedirana potraživanja su veća od date gotovine za iznos eskontne kamate, provizije i troškova, tako da banka ostvaruje prihod u visini razlike između cediranih potraživanja i date gotovine. Zaključivanje ugovora o faktoringu najčešće se prakticira kod izvoznih poslova, kao što je izvoz opreme, izgradnja objekata i izvođenje investicijskih radova, ali se takvi ugovori mogu zaključivati i u zemlji. Kupac mora biti svjestan da će prodavač na osnovi ugovora o faktoringu u kalkulaciju za isporuku opreme ugraditi troškove eskontne kamate, proviziju i druge troškove koje će platiti banci.

Hoće li banka prihvatiti ugovor o faktoringu zavisi od kreditne sposobnosti kupca investitora s obzirom da se radi o dugoročnom poslu, a za banku je takav posao dosta rizičan. Na konačnu odluku banke za prihvaćanje takvog posla utječe i stupanj sigurnosti instrumenata za osiguranje plaćanja. Iz toga se može vidjeti da je taj posao dosta složen, pa zbog toga prodavač već prilikom pravljenja ponude usko surađuje s bankom u pogledu ispitivanja kreditne sposobnosti kupca, vrste instrumenta osiguranja naplate, rokova naplate, visine eskontne kamatne stope, provizije i troškova kako bi se zaključio posao kojim će banka prihvatiti ugovor o faktoringu. Na temelju toga što smo kazali može se vidjeti da postoje određene sličnosti, ali i razlike između poslova forfertinga i faktoringa. Sličnosti su u tome što prodavač dolazi do gotovine ne čekajući naplatu, a razlike su:

- što forfeting-poslove uvijek rade banke, dok faktoring-poslove najvećim dijelom rade faktoring-tvrtke, a banke manjim dijelom,
- što kod forfeting-poslova banka preuzima rizik naplate potraživanja, dok kod faktoring-poslova faktoring-tvrtka, vidjeli smo, ne mora uvijek na sebe preuzeti rizik,
- što se forfeting-ugovor zaključuje uvijek o svakom pojedinačnom poslu (potraživanju), dok se kod faktoring-poslova mogu ugovarati sva potraživanja od kupca koja su nastala i koja će nastati i cediraju na faktoring-tvrtku po unaprijed zaključenom ugovoru po tzv. globalnoj cesiji,
- što se kod faktoring-poslova uvijek radi o kratkoročnim potraživanjima koji u načelu ne prelaze šest mjeseci, a po pravilu su uvijek kraća, pa čak ispod mjesec dana, dok su kod forfertinga potraživanja uvijek dugoročna s rokom naplate, u načelu, od nekoliko godina.

4.4. *Financiranje iz lizinga*

Riječ *lizing* potječe od engleske riječi *to lease* koja znači zakup. U poslovnom smislu radi se o davanju opreme u zakup.¹⁵

¹⁵ Martin, Petty, Krovne, Scott, Basic Financial Management, Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1979., str. 528.

Međutim, osim zakupa opreme lizing obuhvaća i druge radnje, kao što su:

- obuka kadrova korisnika lizinga za rukovanje opremom,
- prenošenje na korisnika lizinga znanja i iskustva *know-how* iz oblasti tehnike, tehnologije i tehničke dokumentacije, koja je vezana za opremu i koja predstavlja predmet ugovora o lizingu,
- servisiranje, održavanje i zamjena dotrajalih dijelova opreme, koja je predmet ugovora o lizingu.

Lizing poslovi su se počeli razvijati početkom ovog stoljeća u SAD, a kasnije su prihvaćeni u Europi i Japanu. Lizing posao može se zaključiti izravno između proizvođača opreme i korisnika opreme ili između specijalizirane tvrtke za lizing poslove i korisnika opreme. Kad je riječ o specijaliziranoj tvrtki za lizing poslove, aranžmani s tom tvrtkom često se nazivaju financijski lizing. Ta tvrtka se profesionalno bavi kupovanjem opreme od proizvođača i davanjem te opreme u zakup. Ugovorom o zakupu utvrđuje se rok zakupa koji je, u pravilu, višegodišnji, ali se osim toga ugovaraju i druge opcije, kao što su produženje roka o lizingu, zatim obnavljanje ugovora o lizingu nakon isteka prvobitno ugovorenog roka ili opcija prava na otkup opreme od korisnika lizinga po isteku roka zakupa.

Nadoknada za zakup opreme najčešće obuhvaća: amortizaciju opreme, kamatu na sredstva data u zakup, troškove servisiranja, održavanje i zamjenu dotrajalih dijelova opreme, osiguranje opreme kod korisnika lizinga ako sâm korisnik ne vrši osiguranje opreme, troškove obuke kadrova korisnika lizinga za rukovanje opremom, ako se korisniku lizinga prenose znanja i iskustva (*know-how*) iz oblasti tehnike i tehnologije, uz prijenos tehničke dokumentacije, s tim što se naknada za te usluge ugovara posebice i, u pravilu, plaća se odjednom.

Cijena zakupa plaća se u ratama, obično polugodišnje, a rjeđe godišnje. S obzirom da se ovdje radi o dugoročnom ugovoru, često se ugovara i mogućnost promjene cijene zakupa u tijeku trajanja roka lizing ugovora u zavisnosti od tržišnih i monetarnih kolebanja, a naročito u zavisnosti od stope inflacije. Ugovorom o lizingu, u pravilu, ugovora se da korisnik lizinga, ako ne otkupi opremu, snosi troškove demontaže opreme, troškove transporta i osiguranja vraćanja opreme davatelju lizinga po isteku roka zakupa. Davatelj lizinga usluga na taj način proširuje tražnju za opremom koja je predmet lizinga, ali on mora osigurati sredstva za financiranje lizing aranžmana. Prednosti za korisnike lizing aranžmana su sljedeće:

- ne mora se dodatno dugoročno zaduživati,
- što može razviti i usvojiti suvremenu tehnologiju i tehnologiju vlastitog proizvoda, čime on na tržištu postaje kurentniji,
- ne narušava strukturu kapitala.

Za korisnike lizing aranžmana nepogodnost je u troškovima na osnovi cijene nadoknade, koji su veći nego kad bi opremu kupovao zaduživanjem. To povećanje proizlazi iz nadoknade, servisiranja, održavanja, zamjene dotrajalih dijelova, ubrzane amortizacije i sl. Zbog toga korisnik lizinga mora troškove lizinga komparirati s troškovima koji proizlaze iz drugih oblika financiranja, pa se onda odlučiti na sklapanje ugovora o lizingu.

4.5. *Financiranje franšizing aranžmanom*

Strogo uzevši, to nije financijski već trgovački posao, ali budući da se radi o financiranju, to ćemo opisati bit toga posla. Ti su poslovi plod trgovačke prakse u SAD krajem prošlog i početkom ovog stoljeća. U temelju postoje dvije vrste franšizing poslova, trgovački i proizvodni franšizing.

Trgovački franšizing odnosi se na prodaju robe preko maloprodajne mreže krajnjim potrošačima. Davatelj franšizinga je veliki proizvođač ili veletrgovinsko poduzeće, a korisnici su trgovci na malo. Davatelj franšizinga prenosi korisniku pravo isključive prodaje robe davatelja franšizinga na tržištu franšizinga, pri čemu koristi ime i pečat te robe. Osim toga davatelj franšizinga prenosi na korisnika svoj način prodaje, svoje pravo industrijske svojine za dobar plasman, zatim on vrši prodaju preko već izgrađenih prodajnih objekata korisnika franšizinga i na taj način štiti tržište ne ulažući svoja sredstva u prodajne objekte i na taj način stvara uvjete za rast i razvoj svoga poduzeća. Proizvodni franšizing obuhvaća osim prava na prodaju proizvoda od dobavljača i pravo na proizvodnju toga proizvoda od korisnika franšizinga, što bitno smanjuje troškove transporta i proizvod čini konkurentnijim jer cijenu ne terete transportni troškovi. Korisnik franšizinga osigurava sredstva za financiranje investicijskih ulaganja, što ne znači da i davatelj ne sudjeluje na neki način, npr. kupovinom dionica, davanjem dugoročnog kredita i slično, što je predmet posebnog ugovora. Ugovorom o proizvodnom franšizingu regulira se suradnja davatelja i korisnika franšizinga oko izbora lokacije proizvodnog pogona, pripremanje tehničke dokumentacije, izrada planova proizvodnje, marketing istraživanja, prijenos licencnog prava, obuka stručnih kadrova, prenošenje znanja i iskustva (*know-how*) i slično.

Literatura

1. Grupa autora, Financijski menadžment u praksi, Masmedia, Zagreb, 1994.
2. Comeford, Callaghan, Strategie Management, Boston Massachusetts, 1985.
3. James C. van Horne, Financijsko upravljanje i politika, Mate d.o.o., Zagreb, 1993.
4. E. F. Brigham, Financial Management, Theory and Practice, The Dryden Press, Hinsdale Illinois, 1997.
5. John Maynard Keynes, The General Theory of Employment, Interest and Money, New York, 1936.
6. John J. Hampton, Financial Decision Moking, Concepts, Problems, Cases, Liston Publishing Company Inc., A. Prentice-Hall Company, Leston, Virginia, 1979.
7. Jovan Rodić, Poslovne financije, Ekonomika, Beograd, 1991.
8. J. Tintor, Neka pitanja financijskog planiranja kao instrumenta financijske politike privredne organizacije, u zborniku Razvoj i aktualni problemi poslovanja i računovodstva privrednih organizacija, Savez računovodstvenih i financijskih radnika Hrvatske, Zagreb, 1989.
9. Martin, Petty, Krovne, Scott, Basic Financial Management, Prentice-Hall Inc., Engleword Clills, New Yersey, 1979.
10. Vlado Veselica, Financijski sustavi u ekonomiji, Inženjerijski biro, Zagreb, 1996.
11. Weston, Brigham, Financial Management, Holt, Linekert and Winston, The Oviden Press, London, 1795.

Balance Structure and Financing Sources

Summary

This paper treats a wide range of problems related to business financing and development of enterprises in conditions of developed money and capital market. Special emphasis was put on forming the capital structure by using numerous financing instruments - securities. It is exactly these financing instruments that allow flexibility in modeling the capital structure of an enterprise.

The financing itself is a dynamic process of providing, using and returning of funds to the sources, and of continuous harmonization of financial structures of an economic subject. In this connection, the structure of property balance liabilities was considered in which the largest number is formalized with financing sources.

The consideration of financial structures affirms the basic financing rules: long-term needs must be financed from quality sources, while short-term needs may be financed from short-term sources. In doing so, an economic subject has to decide between the safety principle and the profitability principle. Therefore the so-called indicators were given as borderline areas between typically business category of liquidity (ability of continuous reproduction process in the planned volume and schedule) and typically financial category of solvency (ability of an economic subject to pay). In this decision making it would be useful to assess the risks of transforming certain assets in the circular flow of reproduction process.

The central place in this paper was given to the capital structure of an enterprise, that is, the structure of its long-term (and medium-term) debts and capital with special reference to the financing instruments - securities.

The relations in the capital structure of an enterprise are globally presented by juxtaposition of own and others' financing resources according to which obligations are capitalized in the liabilities of the enterprise property balance. However, the number of possibilities of modeling the relations with funds sources that are not capitalized in the liabilities of the property balance make these problems considerably more complex. For this reason, the traditional financing dilemma - financing from own or financing from others' sources - was split into considering dilemmas as per individual characteristics of relations with financing sources. The presentation of these problems on the pro-and-contra basis should arouse interest in the readers for further investigation in this area. That is why we speak about the basic dilemmas in financing a business and the development of an economic subject.

The term structure of sources conditions the financing of an enterprise by basic relations in the horizontal financial structure. Hence the request for short-term debts of an enterprise to be maximally equal to short-term needs of the enterprise, that is to the amount of long-term bound assets.

Financing from different sources conditions different financing costs. Generally, such costs may be fixed or variable costs. For this reason the paper considers the dilemma: fixed versus variable costs of financing. A special place in the analysis of this dilemma is given to the so-called rule of financial leverage. It is an internal moderator for optimizing the enterprise's capital structure. According to this rule, it pays to use a debt in financing business operations as long as the profitability rate is higher than the interest rate. When considering the financing costs special attention must be paid to their position in the distribution of the financial result in relation to the government revenue. That is why the unit financing costs that are exempt from the taxing basis are lower after than prior to taxation. In connection with taxes and financing costs as well as overcoming possible conflicts in the distribution of the financial result, the paper especially considers the problems of veiled self-financing, that is the possibility to assess the financial result by using various methods. In this way free funds may be provided for self-financing from the distribution of the financial result so assessed.

In order to round off the review of the problems of financing and modeling the capital structure, the paper considers specific financing methods as well: leasing and commodity credits (first of all for supplies). Regardless of how much these financing methods have been used in practice of our companies, the fact is that their consideration was primarily linked with the policy of marketing product and services, and not with the problems of optimizing the enterprise's capital structure.