

Dr. sc. ZORAN IVANOVIĆ, redoviti profesor
VANJA IVANOVIĆ, asistent

Fakultet za turistički i hotelski menadžment, Opatija, Sveučilište u Rijeci, Hrvatska

MODELIRANJE OPTIMALNE FINACIJSKE STRUKTURE

UDK 336.7:657.3:658.14/7

Primljeno: 25.09.2002.

Izvorni znanstveni rad

Ovim člankom autori žele definirati model optimalne financijske strukture, u okviru široke problematike financiranja poslovanja i razvoja poduzeća u uvjetima razvijenog tržišta, novca i kapitala. Dakle, posebni naglasak dan je na oblikovanje optimalne strukture kapitala i to korištenjem brojnih mogućnosti koji se pružaju financijskom menadžeru u suvremenom financijskom okruženju. Suvremeno financijsko okruženje omogućuje veliku fleksibilnost pri modeliranju raznih optimalnih struktura kapitala poduzeća.

Ključne riječi: financijski sustav, jedinica sa novčanim suficitom, jedinica sa novčanim deficitom, diverzifikacija rizika, financijsko tržište.

UVOD

Ovaj članak predstavlja analizu financijskih komponenti koje obuhvaća financijski sustav. Uloga financijskog sustava je da prikuplja slobodna novčana sredstva na svim nivoima gospodarskog sustava i da ih djelotvorno preraspodjeljuje u profitabilna dugoročna, srednjoročna ili kratkoročna financijska ulaganja. Protok i korištenje slobodnih financijskih sredstava vrlo je zamršen budući da u mnogim slučajevima štediša daju gotovinu kao kredit financijskim posrednicima koji tako primljena slobodna novčana sredstva replasiraju u razne investicijske mogućnosti. Protok novčanih sredstava važan je za gospodarski sustav zato jer što je veći protok i djelotvornija preraspodjela novčanih sredstava, to je veća uslužnost individualnih prednosti i veći društveni proizvod. Ovaj članak istražuje prirodu protoka novčanih sredstava u gospodarstvu, opisuje tipove financijskih institucija, istražuje razna financijska tržišta i raspravlja o nekim mogućim inovacijama koje utječu na financijski sektor.

1. SUVREMENI TOKOVI NOVCA

Sve ekonomske jedinice mogu se razvrstati u jednu od slijedećih grupa: domaćinstva, poslovne tvrtke ili država. Svaka od ovih mora raditi u okviru ograničenog nametnutog budžeta uzimajući u obzir, za određeni promatrani vremenski period, ukupna

svoja financijska primanja i izdvajanja. Tipična domaćinstva imaju novčane primitke u obliku nadnica i plaća i snose financijske izdatke za raznim proizvodima, uslugama i sl.. Poduzeća predaju robu i pružaju usluge domaćinstvima, ostvarujući određene novčane primitke, a izdaci su namijenjeni za nadnice i plaće te za ostale troškove koji su nastali prilikom proizvodnje nekog proizvoda ili prilikom pružanja određenih usluga. Država stječe svoje novčane primitke od raznih poreza i taksi te stvara razne financijske izdatke poput zdravstva, socijalnih službi, obrazovanja, vojske, policije i sl..

Za dati period budžeta, bilo koja ekonomska jedinica može imati jednu od tri pozicija budžeta: 1) uravnoteženi budžet - gdje su novčani primici jednaki izdacima, 2) višak budžeta - gdje novčani primici, u određenom periodu premašuju izdatke ili 3) budžet u deficitu - gdje novčani izdaci, za određeni period premašuju primitke. Financijski sustav zaokupljen je povezivanjem kupovnih moći iz jedinica sa novčanim suficitom s jedinicama sa novčanim deficitom. Transfer se može izvršiti ako jedinica sa novčanim suficitom posuđuje novac i prihvaća dužnika koji se nalazi u jedinici sa novčanim deficitom. Dugovanje je pismeno obećanje kojim se dužnik obavezuje davaocu, određenog financijskog iznosa, na povrat primljene novčane sume koja je uvećana za određeni kamatni iznos, datuma određenog u budućnosti; formalniji naziv je financijsko dugovanje.

Primjeri financijskog dugovanja su obveznice, hipoteke, mjenice, uvjerenja o depozitima i komercijalni papiri. Jedinica koja iskazuje deficit financijskih iznosa je pasiva; jedinica koja iskazuje višak financijskih iznosa je aktiva. Dakle, ukupna financijska potražnja koja je izvedena u određenom gospodarstvu mora se izjednačiti sa sveukupnom financijskom aktivom.

Domaćinstva su najveći dobavljači novčanih sredstava financijskog tržišta. Financijske institucije također su važni dobavljači novčanih sredstava, iako njihov neto položaj nije velik u odnosu na domaćinstva. Razlog tomu je njihova uloga financijskih posrednika. To jest, institucije otkupljuju novčana sredstva od drugih u obliku zajmova ili financijskih uloga. Na taj način, domaćinstva obično ne investiraju direktno na tržištima kapitala, već ulažu preko depozitnih financijskih institucija kao što su komercijalne banke, financijska udruženja, štedionice, osiguravajuća društva. Na deficitnoj strani, država i nefinancijske korporacije (udruženja), konzekventno su ogromne jedinice sa novčanim deficitima. Mnoge države, svojim aktivnostima, nastoje se približiti uravnoteženom budžetu, međutim, one znaju u cjelini biti i značajne deficitne jedinice.

2. TRANSFERI NOVČANIH SREDSTAVA

Kao što je navedeno, svrha financijskog sustava je da olakša transfer novčanih sredstava iz jedinica sa novčanim suficitom u jedinice sa novčanim deficitom, na najefikasniji mogući način. Efikasnost zahtijeva raznoliko kanaliziranje financijskih tehnika, a moderni financijski sustavi imaju brojne financijske kanale, kao što je: direktno i indirektno financiranje.

Kod direktnog financiranja, jedinica sa novčanim suficitom daje novčana sredstva jedinici za deficitnu potrošnju u zamjenu za određene financijske zahtjeve, a to je zarada u obliku kamata ili dividende. Mada će neke treće osobe pokušati olakšati

razmjenu, jedinice sa novčanim suficitom i deficitom rade direktno jedna s drugom. Na primjer, poslovanje s viškom gotovine (jedinica sa novčanim suficitom) otkupljuje komercijalne papire koje izdaje određena korporacija (jedinica sa novčanim deficitom). Iako direktna kreditna tržišta povećavaju efikasnost financijskog sistema, problem kod ovog tipa financiranja je da financijska potražnja kojoj jedinice sa novčanim suficitom žele ponuditi svoja novčana sredstva možda neće odgovarati tipu potražnje koju jedinica sa novčanim deficitom želi otkupiti. Unatoč svemu, direktne transakcije na financijskom tržištu široko se upotrebljavaju. Na direktnom tržištu, većina prodaja su transakcije na veliko (veliki novčani iznosi), a sudionici su sofisticirani zajmodavci koji su upoznati s intrigama na financijskom tržištu.

Najjednostavniji oblik direktnog financiranja je privatno ulaganje novčanih sredstava. Na ovom tržištu, jedinice sa deficitnim novčanim sredstvima, poput korporacije, nudi čitav niz vrijednosnih papira, direktno, jednoj instituciji ili manjoj grupi institucija. Privatna ulaganja nastaju na jednostavan način, brzo, s malim brojem legalnih procedura u usporedbi s pitanjima novih prodaja na javnom tržištu, koja su često strogo regulirana. Na primjer, privatna ulaganja su oslobođena registracije kod Komisije za registraciju vrijednosnih papira, to je proces koji može biti samo skup, dugotrajan i nadasve mučan.

Drugi oblik direktnog financiranja uključuje "kombinaciju" - kupca i prodavača, njih povezuju stručnjaci poput dilera i brokera. Brokeri izvršavaju transakcije oko kupovine i prodaje za svoje klijente po najboljoj mogućoj cijeni; oni ne kupuju vrijednosne papire za sebe, njihov profit se izvodi naplaćivanjem provizije kod svake transakcije. Dileri međutim, posjeduju novčanu imovinu za kupovinu vrijednosnih papira a i spremni su da kupe ili prodaju određene vrijednosne papire po definiranoj cijeni. Ponudena cijena na dražbi je najviša koju diler nudi za kupovinu vrijednosnog papira; upitna cijena je najniža cijena koju je diler spreman ponuditi. Diler stvara profit koji se kreće između ponudene i upitne cijene, i uz malo poslovne sreće, stvara trgovački profit iz svojeg portfelja vrijednosnih papira, kada se izvrši prodaja ulagačima. Mnogi dileri također rade kao brokeri i tipično se specijaliziraju za određenu vrstu tržišta, poput državnih vrijednosnih papira, komercijalnih papira, te obveznicama ili dionicama.

Drugi specijalist je investicijski bankar, koji pomaže jedinicama sa novčanim deficitima da uvode nova financijska potraživanja na tržište. Primarna ekonomska funkcija investicijskog bankara je da umanjí rizik jedinicama sa novčanim deficitima kad su u pitanju novi vrijednosni papiri. To jest, investicijski bankari, preuzimaju nove izdane vrijednosne papire kupujući ih od izdavaoca, odnosno od jedinica sa novčanim deficitima; zatim ponovo prodaju vrijednosne papire investitorima. Investicijski bankari stvaraju profit prodavajući vrijednosne papire za cijenu veću od njihove kupovne cijene. Profit je nagrada koju investicijski bankari zarade, a koji uključuje i rizik koji poduzimaju u slučaju da vrijednosne papire ne prodaju u potpunosti ili u slučaju da kasni njihova kupnja od strane javnosti. Na taj način, investicijski bankar direktno snabdijeva jedinice sa novčanim deficitima, pri čemu je snabdijevanje zasnovano na uvjerenju da će javnost otkupiti vrijednosne papire od investicijskog bankara. Oni također pružaju i druge usluge, poput pomoći kod pripremanja prospekata,¹ odabir datuma prodaje i pružanje osnovnog

¹ Stephen A. Ross i Randolph W. Westerfield, *Corporate Finance*, Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis, 1998. p. 836.

financijskog savjeta izdavatelju. Izdavateljima koji često posjećuju direktna financijska tržišta ovakve usluge su veoma korisne.

Indirektno financiranje stupa na snagu ako financijski posrednici igraju ulogu s kanaliziranim sredstvima od jedinica sa novčanim suficitom do deficitnih jedinica. U financijske posrednike spadaju tvrtke za životno osiguranje, komercijalne banke, štedno-kreditne banke, mirovinski fondovi, zajednički fondovi, kreditne unije. Ovi financijski posrednici nastoje riješiti probleme koji se mogu pojaviti oko direktnog financiranja. Specifično, potražna jedinica sa novčanim deficitom mora dozrijeti, biti kategorizirana i imati veličinu tako da jedinice sa novčanim suficitom budu spremne na kupnju emitiranih vrijednosnih papira. U protivnom moguće je da se transakcija ne obavi. Na primjer, domaćinstvo koje privremeno ima višak gotovine od 500 novčanih jedinica, vjerojatno neće kupiti municipalnu obveznicu s dvadesetogodišnjim dospeljećem u iznosu od npr. od 5.000 novčanih jedinica.

Financijski posrednici preobražuju ove probleme prodavajući svoja vlastita potraživanja javnosti, stvarajući zajedničke fondove, otkupljujući financijska potraživanja od jedinica sa novčanim deficitom. Karakteristike financijskih potraživanja kupljenih i prodanih od financijskih posrednika mogu vrlo očito varirati. Financijski posrednici važni su za ukupno gospodarstvo jer zadovoljavaju potraživanja jedinica sa novčanim deficitom.

3. PREDNOSTI FINACIJSKIH POSREDNIKA

Financijski posrednici transformiraju slobodna novčana sredstva na taj način da ih čine atraktivnijima jedinicama sa novčanim deficitom i novčanim suficitom. Da ne služe ovoj funkciji, financijski posrednici ne bi postojali. Financijski posrednici su poslovne tvrtke koje pružaju financijske usluge poput NOW računa (negotiable order of withdrawal account)², poslovnih posudbi i polica životnog osiguranja. Poput drugih poslovnih tvrtki, oni produciraju ove proizvode kad ih mogu prodati po cijenama od kojih se očekuje da pokrivaju sve troškove proizvodnje. One to mogu činiti jer mogu postići opsežnu ekonomiju proizvodnje i zato jer mogu reducirati trošak transakcije angažirane u traženju kreditnih informacija.

Za gore navedene razloge, financijski posrednici su često u mogućnosti da proizvedu financijske komoditete po nižim cijenama od raznih individualnih aktivnosti ili individualnih posrednika. Da nemaju te mogućnosti, individualci ili tvrtke bi izašle na direktna tržišta i zadovoljile svoje financijske potrebe.

Podvučen razlog postojanja financijskih posrednika sastoji se u niskoj cijeni financijske transakcije, eliminiranje mnogih malih financijskih službi, i sl.. Ako su troškovi transakcije niži, a kvantitet pružene usluge viši, potreba za ovakvim financijskim uslugama može biti učinjena i od samog korisnika.

² Predstavlja kombinaciju štednog i transakcijskog računa. Namijenjeni su građanima i domaćinstvima, a poduzećima ga ne mogu otvarati. NOW računi su štedni računi koji nose kamatu. Sredstvima na njima može se raspolagati po viđenju.

Prilikom omogućavanja financijskog komoditeta, posrednici pružaju četiri osnovne usluge.

Prvo, posrednici su u mogućnosti omogućiti široki raspon financijskih mogućnosti. Prikupljajući i udružujući novčana sredstva individualnih ušteda, financijski posrednici su u mogućnosti da ulažu u direktne vrijednosne papire. Ova funkcija je od posebne važnosti za štediške koji nemaju dovoljno novaca da kupuju u velikim lotovima³ vrijednosne papire koja se tipično prodaju na direktnim financijskim tržištima.

Druga uslužnost očituje se u fleksibilnosti financijskog dozrijevanja. Financijski posrednici sakupljaju novčana sredstva s kratkoročnim dospijecem i pretvaraju ih u dugoročne financijske plasmane. Na taj je način dozrijevanje financijskih potraživanja jedinica sa novčanim deficitom i jedinica sa novčanim suficitom, atraktivnije jer su radili s financijskim posrednikom, a ne direktno jedna s drugom.

Treća vrst uslužnosti koju pružaju financijski posrednici jest diverzifikacija rizika. Posrednici otkupljuju vrijednosne papire promjenljivog rizika i povrata koja nude štedišama, a zasnivaju se na diverzifikacijskom portfoliju.

Konačna prednost posrednika jest likvidnost. Posrednik nudi potraživanja koja se lako mogu pretvoriti u gotovinu. Konačna jedinica sa novčanim deficitom koja posuđuje od posrednika nije u mogućnosti da pruži ovakvo obećanje. Udruživanje novčanih sredstava od brojnih jedinica sa novčanim suficitom podvlači sposobnost financijskih posrednika da pružaju likvidna potraživanja.

4. FINANCIJSKI POSREDNICI

Veliki broj financijskih posrednika postoji u gospodarstvu. Oni su izrazito različiti, i svi oni imaju jednu zajedničku funkciju. Oni kupuju potraživanja s jednim skupom karakteristika iz jedinica sa novčanim suficitom, a zatim prodaju financijska potraživanja, s drukčijim skupom financijskih karakteristika.

Posrednici se razvrstavaju na: 1) posrednike za depozitne vrste financijskih ulaganja, 2) institucije ugovorne štednje, 3) ostali oblici financijskog posredništva. Svaka od ovih institucija ima važne financijske karakteristike.

Financijske institucije za ulaganja su najjednostavniji priznati posrednici zato jer mnogi ljudi s njima ugovaraju na redovit način. Za ove institucije tipično je da postavljaju pitanje raznolikosti kontrolnih i vremenskih depozita i da koriste novčana sredstva za stvaranje korisničkih i poslovnih posudbi na temelju hipotekarnog zalaganja. Depozitni računi osigurani su od državne agencija za osiguranje. Mnogi depozitni računi također su i likvidni zbog toga što se novčana sredstva mogu povući za veoma kratko vrijeme, često na zahtjev ili se lako mogu prodati na drugorazrednim financijskim tržištima.

³ Tzv. round lots od uobičajenih 100 dionica. Vidjeti J. Hampton, *Financial Decisions Making, Concepts, Problems & Cases*, drugo izdanje, Reston Publishing Company, Reston, Virginia, 1999. p. 488.

Komercijalne banke su najveći i najrazličitiji posrednici u rasponu zadržanih aktiva i plasiranih stavaka pasive. Njihove stavke pasive nalaze se u obliku kontrolnih računa i vremenskih depozita. Na strani aktive komercijalne banke stvaraju široki raspon posudbi zainteresiranim korisnicima. Kao dodatak, banke ili njihova 'banka majka' za poduzeća imaju formirane odjele za pologe, nude neke brokerske usluge, pružaju određene tipove osiguranja, daju kredite na osnovu životnog osiguranja, rukovode kompanijama koje se bave čistim finansijskim odnosima i hipotekarnim kreditima, te lizing kompanijama. Konačno, komercijalne banke su jedna od najbolje reguliranih finansijskih posrednika zbog svoje vitalne uloge u provedbi monetarne politike.

Udruženja za uštede i posudbe su visoko specijalizirane institucije koje akumuliraju uštedevinu svojih članova i stvaraju NOW račune formirajući na taj način vremenske depozite; oni koriste sve ova novčana sredstva za stvaranje stambenih kredita na osnovi hipoteke. Ustvari, štedno-kreditna udruženja ili zadruge specijaliziraju se za posudbe malih novčanih iznosa, kratkoročno, i za dugoročno posuđivanje na osnovu kolateralnog jamstva. Ovaj način poslovanja poznat je u finansijskim krugovima kao zrela kategorija posredništva.

Suvremena deregulacija, međutim, sada dopušta štedno-kreditnim udruženjima da stvaraju limitiranu količinu novčanih posudbi svojim korisnicima. Jedna od motivacija za ovu deregulaciju zasniva se na smanjenju rizika kamatne stope, omogućavanju vremenskog roka za bolju uskladbu vremenskih dospijea dužnikove aktive i pasive, i sl.. Štedno-kreditna udruženja predstavljaju značajnog finansijskog posrednika u suvremenog gospodarstvu.

Udružene štedne banke slične su štedno-kreditnim udruženjima. Oba prikupljaju većinu svojih novčanih sredstava u obliku NOW računa te korisničkih vremenskih depozita te vrše investiranje uglavnom u stambene hipotekarne kredite ali i u obveznice poduzeća ili zadužnice koje izdaju vlade. Suvremena deregulacija također je raširila poslovnu moć aktive i pasive udruženih štednih banaka. Tako su korisniku udružene štedne banke i štedno-kreditna udruženja, slične institucije iako neke tehničke razlike postoje.

Kreditne unije su male, neprofitabilne korisničke institucije koje su potpuno u vlasništvu svojih članova.

Primarne stavke pasive, kreditne unije, su kontrolni računi (zovu se i nacrtne dionice) i računi štednje (zovu se još i dionički računi); njihova ulaganja gotovo u cjelini se sastoje od kratkoročnog postavljanja korisničkih posudbi. Suvremena deregulacija pruža mogućnost kreditnim unijama da stvaraju limitiranu količinu dugoročnih hipotekarnih kredita. Kreditne unije organiziraju korisnici zajedničkim vezama, kao što su namještenici date tvrtke ili unije. Upotrijebiti bilo koju uslugu kreditne unije, zajednice - na primjer, novčana posudba - potrebno je da pojedinac bude član te zajednice. Konačno, zahvaljujući njihovoj kooperativnoj prirodi, kreditnim unijama omogućava se i preferencijalno oporezivanje neto prihoda.

5. INSTITUCIJE UGOVORNE ŠTEDNJE

Institucije za ugovornu štednju prikupljaju novčana sredstva u okviru dugoročnih ugovornih uređenja i investiraju ih na tržištu kapitala. Tvrtke koje spadaju u ovu kategoriju su osiguravajuća društva (za životno osiguranje te protiv nezgoda) i mirovinski fondovi. Ove institucije okarakterizirane su sa relativno stabilnim pritjecanjem novčanih sredstava iz ugovornih obveza s osiguranicima i sudionicima mirovinskih fondova. Tako pitanje solventnosti nije problem ovim financijskim institucijama, a rezultat je njihova mogućnost da ulažu u takva dugoročna osiguranja kao što su obveznice, a u nekim slučajevima, u dionice.

Kompanije za životno osiguranje pribavljaju novčana sredstva prodavajući police životnog osiguranja koje štite od gubitaka dohotka u slučaju smrti ili u slučaju odlaska u mirovinu. Budući da kompanije za životno osiguranje imaju predvidljive prilive novčanih sredstava, i njihovi protoci su također predvidljivi, u mogućnosti su da prvenstveno investiraju u povodljivije, dugoročne stavke aktive, kao što su obveznice i dionice. Kompanije za životno osiguranje su regulirane od strane države i u usporedbi s institucijom depozitnog tipa, njihova regulacija nije pooštrena. Unatoč smanjenoj državnoj regulaciji, kompanije za životno osiguranje suočene su sa najnižom stopom rasta od bilo kojeg važnijeg financijskog posrednika.

Kompanije za osiguranje od nezgoda prodaju mogućnost zaštite od gubitka vlasništva (posjeda) u požarima, od krađe, nezgode, nemara i drugih uzroka koji se mogu predvidjeti. Glavni izvori novčanih sredstava, za ove tvrtke su premije koje se naplaćuju policama osiguranja.

Budući da novčani tijek na potraživanja kompanija za osiguranje od nezgoda nije predvidiv poput onog kompanija za životno osiguranje, kompanije za osiguranje imaju veću proporciju svojih stavaka aktive na kratkoročnim, povoljnim tržišnim osiguranjima. Za pokretanje manjih novčanih povrata koji su tipično proizvedeni ovakvim investiranjem, kompanije za osiguranje od nezgoda vrlo mnogo ulažu u vrlo likvidne vrijednosne papire. Također, budući da se kompanije za osiguranje od nezgoda oporezuju punom stopom oporezivanja za korporacije, posjeduju određenu količinu municipalnog osiguranja da štite njihove dohotke od državnih poreza na dohodak.

Mirovinski fondovi prikupljaju novčana izdvajanja od poslodavaca i zaposlenih tijekom radnog vijeka, a zatim pružaju mjesečni dohodak nakon odlaska u mirovinu. Budući da su novčani priljevi u mirovinske fondove dugoročni, a novčani tokovi veoma predvidljivi, mirovinski fondovi u mogućnosti su da investiraju (ulažu) u dugoročna, popustljivija osiguranja, poput obveznica i vrlo likvidnih vrijednosnih papira. Potreba za mirovinskim fondovima i uspjeh njihovog organiziranog rada u pregovaranju dovodi do čudesnog rasta privatnih mirovina kao i državnih mirovinskih fondova.

6. OSTALI OBLICI FINANCIJSKIH POSREDNIKA

Posljednja, sveobuhvatna kategorija, iako se razlikuje, uključuje financijske institucije koje ispunjavaju tradicionalnu financijsko-posredničku ulogu, ali one imaju i

drugačije poslovne karakteristike. U ovu grupu financijskih posrednika spadaju financijske kompanije, zajednički fondovi, te zajednički fondovi novčanog tržišta.

Financijske kompanije djeluju na način da obavljaju posudbe građanima i manjim poduzećima; za komitente financijskih kompanija je tipično da financijski lošije stoje za razliku od komitenata banaka. Za razliku od depozitnih institucija, financijske kompanije ne obuhvaćaju financijska ulaganja na štednju od svojih komitenata; oni pribavljaju svoja novčana sredstva putem emitiranih komercijalnih papira ili posuđuju novčana sredstva od komercijalnih banaka.

Postoje tri osnovna tipa financijskih kompanija: a) financijske kompanije za korisnike koji se specijaliziraju za posudbe na otplate domaćinstvima; b) poslovne financijske kompanije koje su specijalizirane u posudbama mnogim tipovima poslovanjima; i c) financijske kompanije za financiranje prodaje, koje financiraju proizvode prodavane od trgovaca na malo.

Financijskim kompanijama propise o poslovanju postavlja država. Ovi propisi su prvenstveno usmjereni na financijske transakcije koje vrše korisnici i bave se uvjetima posudbi, naplaćenim otplatama i načinima prikupljanja financijskih sredstava. S obzirom na ograničena poslovna pravila i rastuću konkurenciju komercijalnih banaka, stopa rasta financijskih kompanija mnogo je usporenija.

Zajednički fondovi prodaju obligatorne dionice ulagačima i koriste ova sredstva za kupnju dionica, obveznica i burzovnih vrijednosnih papira. Kao posrednici, nastoje se specijalizirati za pojedine vrijednosne papire i nastoje smanjiti poslovni rizik prilikom svakog posredovanja. Prednosti zajedničkih fondova nad direktnim ulaganjima je omogućavanje ulagačima skromnih novčanih svota da: a) umanje rizik financijskog ulaganja od diverzifikacije; b) smanje cijenu poslovne transakcijske; c) dobiju određene prednosti prilikom financijskog razmišljanja od profesionalnog financijskog rukovodstva. Zajednički fondovi obično su specijalizirani za posebne sektore na tržištu i za posebni tip pravnih pokrića. Rast uzajamnih fondova blisko je praćen rastom tržišta burzovnih vrijednosnih papira.

Zajednički fondovi novčanog tržišta pojavili su se na financijskoj sceni tijekom ranih sedamdesetih godina. Oni su zajednički fondovi koji su specijalizirani za kratkoročne financijske plasmane s malim rizikom poslovnog neuspjeha, poput državnih kratkoročnih obveznica ili plativim certifikatima o položenom depozitu koje izdavaju najveće komercijalne banke te visoko vrijedni komercijalni papir. Ovi vrijednosni papiri izdaju su na direktnom kreditnom tržištu i tipična je prodaja u vrlo visokim novčanim iznosima, tako da mnogi ulagači nisu u mogućnosti da ih direktno otkupljuju. Zbog toga zajednički fondovi novčanog tržišta pronalaze ulagače koji imaju male novčane iznose s prilikom da zarade tržišnu kamatnu stopu bez velikog financijskog rizika. Mnogi zajednički fondovi novčanog tržišta daju privilegije kao što su NOW Super NOW računi koje nude komercijalne banke ili institucije za štednju. Međutim, njihovo nadomještanje je na neki način limitirano na taj način što mnogi takvi fondovi ograničavaju minimalne novčane iznose.

7. FINANCIJSKA TRŽIŠTA

Termin financijsko tržište odnosi se na grupu tržišta na kojima sudionici kupuju i prodaju financijska potraživanja raznih ekonomskih institucija. Ova potraživanja se razlikuju ne samo po njihovom izdavaču već i po uvjetima njihovog dospijea, rizika od neplaćanja, načinu oporezivanja i prodajnosti na tržištu. Za svrhu uvođenja financijskih tržišta, mi ih svrstavamo u novčana tržišta, tržišta kapitala te opcijska i termenska tržišta kako bi se upoznali s osnovnim oporezivanjem mnogih vrsta financijskih aktiva.

Novčano tržište je tržište na kojem se trguje na veliko sa financijskim potraživanjima koja su bliska zamjeni za novac. Sredstva s kojima se trguje su veoma kategorizirana, snose male rizike neplaćanja i visoko su likvidna. U glavne izdavatelje sredstava novčanog tržišta uključuju se država, velike domaće i inozemne banke, velike industrijske tvrtke i sl.. Ulagači su uključeni u ove iste institucije preko institucija za štednju, mirovinskih fondova, kompanijama za osiguranje, uzajamnih fondova i imućnih poedinaca.

Ne postoji fizička lokacija gdje je locirano novčano tržište, poput npr. Njujorške burze (New York Stock Exchange) i drugih poznatijih burzi za vrijednosne papire. Novčano tržište je zbroj tržišta gdje se trguje s jasnim i različitim financijskim sredstvima poput državnih kratkoročnih obveznica i komercijalnih papira. Središnjicu aktivnosti novčanih tržišta čine dileri i brokeri koji se specijaliziraju za pojedine vrijednosne papire novčanog tržišta. Dileri koji kupuju i prodaju iz svojih portfelja posebno su važni za rad novčanog tržišta. Njihova primarna funkcija jest da "stvore tržište" za sredstva novčanog tržišta s kojima trguju. Oni to čine tako što su spremni da kupuju ili prodaju iz svojeg portfelja, stvarno, bilo koji kvantitet pokrića po postavljenoj ponudi na dražbi ili ponuđenoj cijeni. Funkcija dilera povećava likvidnost sredstava novčanog tržišta jer bez toga bi se funkcija brokera koji povezuje sukladne kupce i prodavatelje u multimilijunskim transakcijama pokazala otežanom, ako ne i nemogućom, da se provede. Dileri velikih novčanih tržišta trguju s raznim sredstvima novčanog tržišta kao i sa sredstvima kapitalnih tržišta. Na taj način dileri pomažu da se poveća funkcioniranje nacionalnog novaca i djelovanje funkcioniranje tržišta kapitala.

Ekonomska funkcija novčanih tržišta je da se pruži efikasna sredstva da se ekonomske jedinice prilagode svojoj likvidnoj poziciji. Ovo je važno stoga što mnoge ekonomske jedinice - domaćinstva, poduzeća i država - uočavaju da novčani priljevi i odljevi gotovine često nisu savršeno usklađeni. Novčana tržišta dozvoljavaju ekonomskim jedinicama da premoste prazninu koja postoji između novčanih primitaka i novčanih odljeva.

Kao što je napomenuto, instrumenti novčanog tržišta su veoma likvidna ulaganja koja imaju minimalni financijski rizik. Ona su sporazumno homogenizirana, a izdaju ih ekonomske jedinice kako bi ispravile svoju likvidnost. Suprotno tomu, sredstva kapitalnog tržišta veoma se razlikuju kada je u pitanju rizik od neplaćanja, dospijea i tržišna prodaja, a novčana sredstva se investiraju u produktivne aktivne od kojih se očekuje da pribave dohodak svojim vlasnicima. Otuda naziv kapitalnom tržištu. Sredstva kapitalnog tržišta o kojima se najčešće raspravlja su obične dionice, prioritetne dionice, korporativne obveznice, hipoteke i municipalne obveznice.

Obične dionice predstavljaju potraživanje, odnosno vlasništvo nad aktivom neke tvrtke. Dionice se razlikuju od obveznica na taj način što vlasnici dionica imaju pravo udjela u profitu neke tvrtke s obzirom na to da je povrat duga fiksiran. Što je veći neto dobitak neke tvrtke, veći je i povrat, u obliku dividendi, dioničarima; međutim, dioničari s običnim dionicama moraju dijeliti gubitke koji se mogu desiti korporaciji. Poseban razred dionica su prioritetne dionice. Prioritetni dioničari, iako su legalno vlasnici tvrtke, nemaju pravo glasa, što se tiče rukovođenja korporacijom ali imaju prioritet prilikom raspodjele neto dobitka za dividende, naravno ako se dividenda raspoređuje. Cijena prioritetnih dionica vezana je uz kretanje kamatnih stopa u gospodarstvu. Cijena običnih ili redovnih dionica vezana je uz prospektivne zarade i fluktuacije s obzirom na to kako se mijenja prospektivnost kompanije. Većina dioničkih transakcija zauzima svoje mjesto na sekundarnim tržištima poput burzi.⁴

Korporativne obveznice predstavljaju dugoročne dugove tvrtke i predstavljaju određeni nivo potraživanja na aktivu tvrtke. Za razliku od onih vlasnika dionica, koji ostvaruju dividendu poslije prioritetnih dionica, povrat potraživanja po osnovi obveznica, vlasniku su određeni, a ako tvrtka odbije izvršiti dogovorenu isplatu, ona snosi troškove neplaćanja na svoj račun. Korporativne obveznice vremenski dospijevaju u roku od 5 do 30 godina.

Sekundarno tržište za obveznice nije aktivno poput sekundarnog tržišta dionica. Obveznice se mogu prodavati pod određenim uvjetima. Specifično, neke obveznice mogu se povući od izdavatelja prije njihovog dospijeca, opozivne obveznice. Obveznice se mogu izdati uz sistematsko povlačenje dijela izdanih obveznica, unatoč životnom vijeku izdanja, ako postoji amortizacijski fond.

Neke izdane obveznice, poput municipalnih obveznica, po svojoj naravi su "serijske", dok druge se druge izdane obveznice povlače na jedinstven datum, terminske obveznice. Konačno, neke obveznice imaju opcije koje im dozvoljavaju da se pretvore u obične ili prioritetne dionice po unaprijed određenoj cijeni.

Hipoteke su instrumenti dugovanja koja osiguravaju neko potraživanje putem određene nekretnine. One čine najveći segment na kapitalnim tržištima u uvjetima određenih nepodmirenja ugovorenih obveza. Više od polovine svih hipotekarnih novčanih sredstava ide na financiranje poslovnih objekata, a ostatom se vrši financiranje obiteljskih stanovanja, stambene izgradnje, farmi i sl.. Budući da je većina hipoteka relativno mala i čudnih kategorija i u raznim dijelovima zemlje, veoma su komplicirani osobni ugovori i nisu baš pogodni za trgovanje na sekundarnom tržištu. Međutim, razvojem telekomunikacijskog sustava, hipoteke u povećanom broju postaju pogodne za trgovanje na svim tržištima.

S ovim pokrićima, "hipotekarno podržanim ugovorima", trguje se na aktivnim sekundarnim tržištima. Konačno, mnogi hipotekarni krediti imaju određena mjesečna plaćanja. Posljednjih godina, zbog promjenjivih kamatnih stopa, izdavanje hipotekarnih kredita okrenulo se prema varijabilnom plaćanjima, pri čemu mjesečna plaćanja variraju

⁴ Vidi, npr., Martin Petty, Keown Scott, Basic Financial Management, Prentice-Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1999., p. 507.

na prethodno određeni način s razinom kamatnih stopa. Mnoge hipotekarne kredite pružaju udruženja za uštede i posudbe, zajedničke štedionice i hipotekarni bankari.

Municipalne obveznice su dugoročna dugovanja izdana od države. One se koriste za financiranje javnih i kapitalnih izdataka poput škola, autocesta, mostova i zračnih luka. Najistaknutija osobina municipalnih obveznica jest da je "kupon dohodak" oslobođen od plaćanja državnih poreza na dohodak. Kao rezultat, municipalne obveznice kupuju pojedinci ili poslovne tvrtke u visokim poreznim skupinama. Za municipalna pokrića se ugovara potpuno oporezivanje od strane izdavatelja, države, generalne obveznice, ili od ukupnih prihoda koji su ostvareni radom kapitalnih projekata (prihodne obveznice).⁵

Financijska tržišta, općenito, doživjela su svoj procvat tijekom posljednjih dvadesetak godina. Međutim nigdje nije inovativnost i kreativnost bila očiglednija ili uspješnija nego na opcijskim i terminskim ili ročnim tržištima. Ova tržišta stvorila su novi raspored investiranja, kladenja i spekulativnih prilika koje su promijenile prirodu portfolio rukovođenja i praksu ulaganja vrijednosnim papirima.

Opcije su pismeni ugovori kojima se izdavalac-sastavljač opcije odnosno njihov prodavalac obvezuje da će u budućnosti osigurati izvršenje prava iz opcije odnosno na kupovinu i/ili na prodaju vrijednosnih papira, sve uz određenu premiju. Dakle, kupac koji ujedno može biti i/ili prodavalac, spreman je za račun plaćene premije obećati da će po nekoj izvršnoj cijeni i u utvrđenom roku kupiti odnosno prodati vrijednosni papir na koji glasi opcija.⁶

Rokovni poslovi predstavljaju sporazume unutar kojeg su se kupac i prodavatelj dogovorili o dokončanju posla na unaprijed određeni datum u budućnosti, po cijeni koju su dogovorili u sadašnjosti. Rokovnim poslovima se smatraju futures ugovori. Predmeti rokovnog trgovanja su roba i vrijednosnice, inozemne valute i potraživanja, odnosno sva financijska imovina.

ZAKLJUČAK

Permanentno promatranje financijskog sustava i traženje adekvatnih modaliteta prilikom modeliranja kapitalne strukture poduzeća, u takvom okruženju je *conditio sine qua non* svakog uspješnog financijskog menadžera. Prilikom stvaranja optimalnih financijskih struktura koje pruža financijsko okruženje, a sa konačnim ciljem maksimiziranja profitnih očekivanja, pred financijskim menadžerom postavlja se problem rizika, neizvjesnosti i neodredivosti svakog financijskog plasmana ili novčanog primitka. Adekvatnim snalaženjem financijskog menadžera u financijskom okruženju te uočavanje i svođenje rizika, neizvjesnosti i neodredivosti na najmanju moguću mjeru, u mnogome ovise i konačna profitna očekivanja.

⁵ Vidi, npr., Eugene F. Brigham, *Financial Management, Theory and Practice*, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1999. pp. 435-436.

⁶ Detaljnije o tome vidjeti u knjizi Zorana Ivanovića, *Financijski menadžment*, Hotelijerski fakultet, Opatija, 1997.

LITERATURA

1. Eugene F. Brigham, Financial Management, Theory and Practice, The Dryden Press, Hinsdale, Illinois, 1999.
2. Hampton, J., Financial Decisions Making, Concepts, Problems & Cases, Reston Publishing Company, Reston, Virginia, 1999.
3. Ivanović, Z., Financijski menedžment, Hotelijerski fakultet, Opatija, 1997.
4. Petty, M. and Scott, K., Basic Financial Management, Prentice Hall, Inc., Englewood Cliffs, New Jersey, 1999.
5. Ross, A.S. and Westerfield, W.R., Corporate Finance, Times Mirror/Mosby College Publishing, St. Louis, 1998.

Summary

OPTIMAL FINANCIAL STRUCTURE MODELLING

This article aims at defining a model of optimal financial structure, in the borders of a wide financial business problematics and a development of enterprisses in the conditions of developed money market and capital. Special accent is given on shaping optimal structure of capital by using numerous possibilities that financial manager has in modern financial society. Modern financial society enables flexibility in modelling various optimal capital structures l in enterprises.

Key words: financial system, monetary surplus unit, monetary deficit unit, risk diverzification, financial market.

Zusammenfassung

MODELIERUNG DER OPTIMALEN FINANZSTRUKTUR

Das Ziel der Autoren ist in diesem Artikel das Model der optimalen Finanzstruktur, im Rahmen breiter Finanzierungsproblematik bezüglich der Geschäftsfuehrung und der Entwicklung des Unternehmens, in den Bedingungen des entwickelten Geld- und Kapitalmarktes zu definieren. Besonderen Nachdruck gab man auf das Formieren optimaler Kapitalstruktur und zwar durch die Benutzung zahlreicher Möglichkeiten, welche dem Finanzmanager in einer modernen Finanzumgebung zur Verfügung stehen. Die moderne Finanzierungsumgebung, ermöglicht eine grosse Flexibilität bei der Modelierung verschiedener optimaler Kapitalstrukturen in einem Unternehmen.

Schlüsselwörter: Finanzsystem, Geldsufiziteinheit, Gelddefiziteinheit, Risikodiversifikation, Finanzmarkt.