

2. PROFITNE "IGRE" ULAGANJA KAPITALA

Opće je poznato da ulaganja kapitala mogu biti uglavnom domaća, inozemna ili zajednička te da se čine u pravilu izravno, zatim kupnjom različitih vrijednosnih papira, otkupom poduzeća sa ili bez domaćeg duga i posebno formiranjem danas modernih holding kompanija, dakako - uvijek u duhu i na temelju postojeće zakonske regulative: Međutim, izgleda da su manje poznati učinci strukture ulaganja tj. odnosa vlastitog prema posuđenom kapitalu na veličinu profitne stope, poglavito kada ulažu inozemni partneri. Budući da bi inozemna ulaganja u pravilu trebala imati za cilj unapređenje proizvodnje utemeljene na suvremenim tehnološkim dostignućima, što na žalost nije uvijek slučaj, profitne "igre" ulaganja kapitala, naravno - ukoliko su nam poznate, mogu pomoći domaćem partneru u smislu ukazivanja na moguće posljedice pojedinih ulaganja i sljedstveno tomu na blagovremena i adekvatna reagiranja.

Da bismo malo plastičnije ilustrirali ovdje spomenutu problematiku, u ovome radu ćemo pomoću tri posebno konstruirane grafičke ilustracije, koje su odraz ne samo teoretskih razmatranja već i iskustva praktičnog primjenjivanja, pokušati ukazati na moguće učinke strukture ulaganja na visinu profitne stope poglavito onog inozemnog.

Bez pretenzija da ilustracije koje slijede postanu bilo kakvim modelom, jer je to praktički nemoguće budući da je svaki pothvat specifičan, ovdje ćemo, sa ciljem tek generalnog ukazivanja na moguća rješenja, pokušati

- 1) ukazati na moguće atraktiviranje priliva i domaćeg i inozemnog kapitala putem emitiranja konvertibilnih vrijednosnih papira, zatim
- 2) prikazati međuovisnost strukture ulaganja i profitne stope i dakako uputiti na mogućnost "upravljanja" odnosnim parametrima i, konačno

- 3) ilustrirati temeljne karakteristike financijskog aspekta danas modernih te i u nas prihvaćenih holding kompanija (ukoliko ne predstavljaju formalnu zamjenu nekadašnjih složenih radnih organizacija) čije matične kuće temeljem relativno malog početnog kapitala uspijevaju "držati" cijeli niz tvrtki, te uz veliku ranjivost svog interesa, vrlo moćno vladaju ne samo ekonomskim već često i političkim životom u pojedinim zemljama.

1. EMITIRANJE KONVERTIBILNIH VRIJEDNOSNIH PAPIRA

U slučajevima kada projekt izvodivosti (Feasibility Study) dokaže da se radi o vrlo profitabilnom investicionom pothvatu, koji međutim u međuvremenu treba preživjeti i utemeljiti. solidna polazišta za budući dugoročniji ali uspješniji razvoj, za što je potrebno osigurati ekonomična ulaganja kada posuđeni kapital (povlaštene dionice, obveznice ... s fiksnim interesom) predstavlja okosnicu njegove uspješnosti, emitiranje konvertibilnih vrijednosnih papira može postati ključnom komponentom prikupljanja raspoloživog kapitala. Naime, emitiranjem konvertibilnih vrijednosnih papira tj. nuđenjem konvertiranja svih formi posuđenog kapitala s fiksnim interesom u obične dionice u srazmjeri s rastom profita stvara se mogućnost šireg financijskog ulaska u funkciju visine profitne stope. Zapravo stvaranjem mogućnosti približavanja interesa svih sudionika u financiranju poduzetničkih pothvata stvara se vrlo poželjna atraktivnost za ulaganja kapitala. Tako, još u vrijeme trajanja procesa prikupljanja financijskih sredstava, temeljem izdavanja povlaštenih dionica, obveznica ili uzimanjem zajma za financiranje izvjesnog investicionog pothvata, poduzetnici tog pothvata nudili bi potencijalnim financijerima mogućnost konvertiranja određenog dijela posuđenih sredstava u obične dionice u ovisnost o rastu profitne stope.

Prema našem grafičkom prikazu koji je odraz jednog slučaja u kojemu je posuđeni kapital iznosio $B = 80\%$ s interesom od $i = 10\%$ a vlastiti kapital $D = 24\%$, vidimo da je kod prosječne profitne stope od $r = 15\%$, profitna stopa dioničara $r_{dp} = 35\%$. Ako bi se sada konvertiralo na primjer 25% od ukupne vrijednosti posuđenog kapitala u obične dionice, njihove dividende bi iznosile $22,5\%$ umjesto ranijih 35% -a imao bi posuđenog kapitala uživali bi prinos od 12% umjesto ranijeg od 10% . Proces konvertiranja će se nastaviti srazmjerno rastu profita, naravno prema ranijem dogovoru, a učinci tako nastali promjena i promjena odnosa vlastitog i posuđenog kapitala, mogu se pratiti na priloženom dijagramu 1.

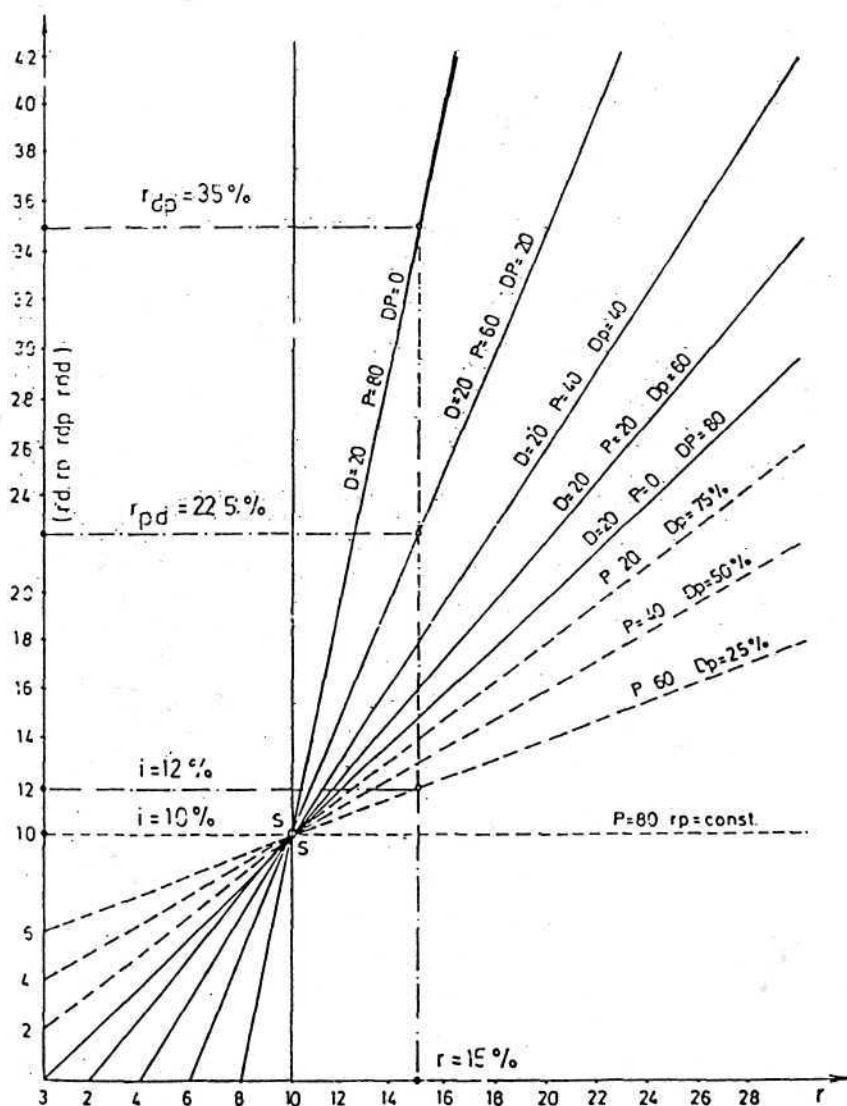
2. MEĐUOVISNOST STRUKTURE ULAGANJA I PROFITNE STOPE

Za ilustraciju ove ovisnosti poslužit ćemo se jednim hipotetičnim primjerom koji se, međutim, u različitoj formi često susreće u današnjoj praksi poglavito prigodom ulaganja inozemnog kapitala. Prema dijagramu 2. vidi se da smo u "igru" profitne stope za ovaj općenitiji slučaj uključili gotovo sve moguće sudionike formiranja zajedničkog pothvata čiji su interesi u pravilu različiti te bi ih trebalo harmonizirati. Da bi smo omogućili takvu harmonizaciju posebno smo konstruirali odgovarajuće nomograme (A, B i C), te stavlajući ih u međusobnu svezu na temelju relacije

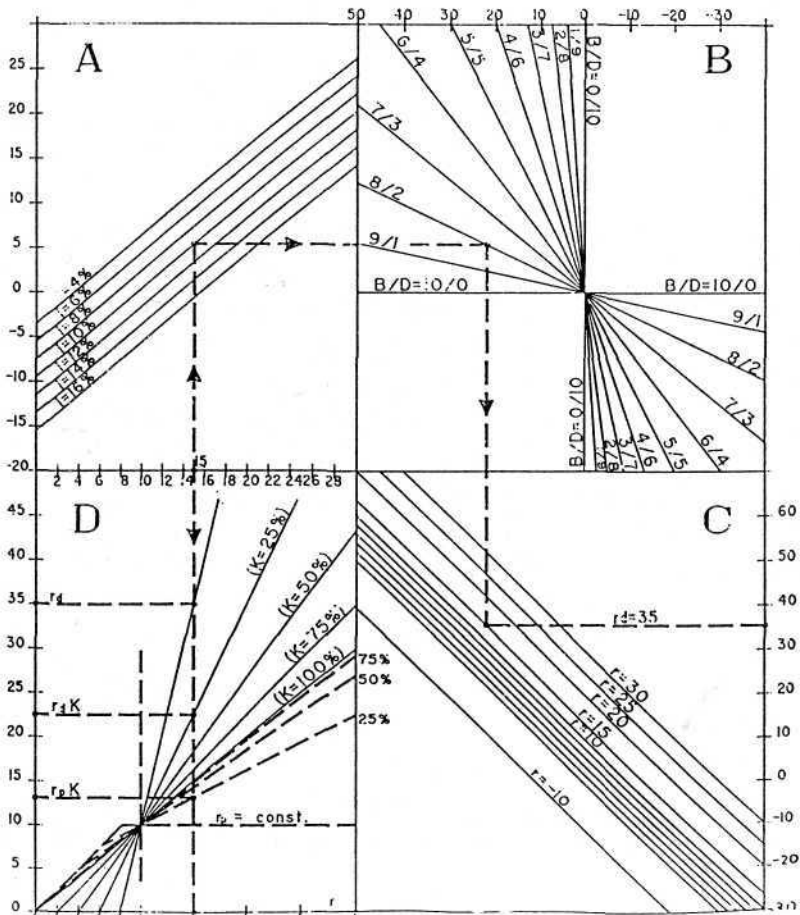
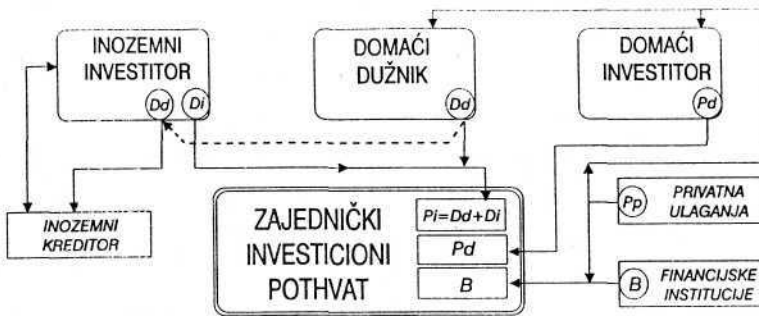
$$r_d = r + (r - i) B/D$$

stvorili smo sliku mogućnosti izbora optimalne strukture ulaganja u kojoj bi svaki sudionik ulaganja mogao prepoznati da li je odnosni investicioni pothvat za njega obećavajući ili ne.

Dijagram 1.
DIJAGRAM KONVERTIRANJA ZA SLUČAJ KADA SU:
 $i=10\%$, $D=20\%$, $P=80\%$



Dijagram 2.
OPTIMALNA STRUKTURA ULAGANJA



Budući da svi ovdje predstavljeni sudionici zajedničkog pothvata mogu imati međusobno neusklađene interese, oni će ih u svojoj konačnoj svesti na osiguranje ili fiksnog interesa sa ili bez konvertiranja vrijednosnih papira (što je u ovoj slici ipak predviđeno nomogramom D) ili na osiguranje što više profitne stope. Prema tome, za harmoniziranje različitih interesa presudan će biti odnos B/D, a na sudionicima tog pothvata je da sukladno svojim dugoročnim interesima iznađu za njih najpovoljniju strukturu ulaganja, za što im u velikoj mjeri može pomoći upravo za te svrhe konstruirana grafička ilustracija.

3. PROFITNE "IGRE" HOLDING KOMPANIJA

Podemo li od notorne činjenice da holding kompanije ne mogu nastati jednostavnim dekretom "budimo i dalje zajedno" već jedino smišljenom disperzijom svoje ekonomske i financijske moći, vidjet ćemo aspekt i potencijalne profitne "igre" najpresudnije za opstanak i razvoj holding kompanija. Naime, promatrajući genezu nastanka današnjih modernih holding kompanija, vidjet ćemo da su one u već formiranom dioničarskom društvu nastajale tako što su uspješnije kupovale manje uspješne i propadajuće tvrtke, namećući im pri tome uvjete daljnjeg opstanka, te držeći većinske pakete dionica u cijelom nizu ovisnih tvrtki došle u poziciju da njihov matični dio može uživati ekstremno visoke profitne stope.

Do ekstremno visokih profita može doći upravo zbog toga što matična kuća može s relativno malom količinom početnog kapitala upravljati s neusporedivo većom količinom kapitala. Na primjer s početnih 1100 jedinica dioničarskog kapitala može se držati više od polovine običnih dionica u poduzeću s oko 400 jedinica ukupnog kapitala. S tako formiranim kapitalom od 400 jedinica može se držati većinski paket dionica u poduzeću od oko 1.600 jedinica a s tim kapitalom može se vladati s kapitalom od oko 6.400 jedinica itd. Upravo takvo piramidno

formiranje i organiziranje holding kompanija rezultira vrlo velikom osjetljivošću interesa konstituenta holding kompanije.

Da bismo što plastičnije ilustrirali ovu veliku osjetljivost interesa i dakako veliku ekonomsku i finansijsku moć holding kompanija, posebno smo konstruirali matematičko-grafičko generaliziranje učinaka koji bi mogli proizaći iz smišljenih promjena struktura ulaganja.

Ako pođemo upravo od "trokatne" piramide organiziranja holding kompanije, onda profitna stopa matičnog dijela kompanije iznosi

$$r_0 = x^3 (r_3 - i) + i$$

gdje su r_0 profitna stopa matične kompanije odnosno profitna stopa na osnovni i početni ulog kapitala, r_3 - profitna stopa proizvodnih kompanija (u finansijskoj sprezi treći stupanj "držanja"), i -interesna stopa na posuđeni dio kapitala. Ostale relacije prikazane su na dijagramu 3.

Čitanje ovog dijagrama ilustrirat ćemo s dva primjera. Prvi primjer (crtkana linija br. 1) predstavlja nerealnu ali za svrhe jasnijih čitanja ovog dijagrama početnu situaciju, kada se u cijeloj kompaniji ostvari profit od 20% i kada nema posuđenih sredstava. Jasno, tada je i profit matičnog dijela kompanije također 20%. Drugi primjer u kojem predstavljamo samo dva među bezbroj drugih mogućih slučajeva, kada je učešće dioničarskog kapitala 80% i kada je ono 30%. Kod istog profita od $r_3 = 20\%$ u prvom slučaju $r = 30\%$ a u drugom $r = 380\%$. Daljnji komentar i posljedice ovih "igara" čini se da nije više potreban. Međutim, da bismo na kraju još potkrijepili ovu izrazitu osjetljivost holdinga navedimo i činjenicu da u slučaju opadanja profitne stope za svega 2%, r_0 će pasti sa 30% na 26% u prvom i sa 380% na 310% u drugom slučaju (crtkana linija br.2).

Dijagram 3.
HOLDING KOMPANIJE

