

TEORIJSKA I PRAKTIČNA MOTRIŠTA STRUKTURE KAPITALA

Kod donošenja odluke o strukturi kapitala, iznosi autorica, menadžment mora polazeći od teorijskih uporišta, razmoriti težinu specifičnih čimbenika koji utječu na izbor strukture kapitala u konkretnim uvjetima njegova poduzeća. Posebno važni čimbenici koje treba procijeniti jesu razina poslovnog rizika, profitabilnost tvrtke, struktura imovine, interni uvjeti tvrtke, stavovi financijskih analitičara i rejting agencija.

Uvod

Strukturom kapitala smatra se kombinacija različitih vrijednosnica kojima se poduzeće koristi za pribavljanje kapitala kojim tvrtka financira svoje investicijske aktivnosti. Struktura kapitala dakle, relativni je udio vlastitoga kapitala, dugoročnog (u određenim uvjetima i kratkoročnog duga) u vlastitom kapitalu i u obvezama (pasivi bilance) poduzeća. Odluke o strukturi kapitala usko su povezane s poslovnom strategijom tvrtke, konkretno s odlukama o investiranju i politici dividendi. Odlučujući o formiranju strukture kapitala ili o financijskoj poluzi (odnosu duga i vlastitog kapitala), financijski bi menadžer trebao slijediti cilj maksimizacije vrijednosti poduzeća.

Odluke o strukturi kapitala svrstavaju se među najkontroverznija područja teorije financijskog menadžmenta. No, osnovna je dilema ima li odluka o strukturi kapitala uopće efekta na vrijednost poduzeća, u posljednje vrijeme ublažena, a sve se više rasprava premješta u područje analize čimbenika koji su pozitivno ili negativno povezani sa zaduženošću tvrtke. Namjera je ovoga rada dati pregled osnovnih teorijskih stavova i empirijskih testova o strukturi kapitala. Potom će se analizirati relativna zaduženost hrvatskoga gospodarstva u svjetlu njezinih

* Lj. Vidučić, redoviti profesor Ekonomskog fakulteta u Splitu. Članak primljen u uredništvu: 02. 04. 2001.

determinanti iz makrookruženja, i bit će definirani čimbenici iz područja pojedinačnog poduzeća/industrije koje menadžeri moraju i vrednovati radi donošenja optimalne odluke o razmjeru upotrebe financijske poluge.

Stavovi teorije o strukturi kapitala

Jedan od pogodnih načina klasificiranja teorijskih dostignuća iz područja strukture kapitala jest grupiranje teorija na način kako slijedi: (1) Miller-Modigliani teorija. (2) Tradicionalno stajalište. (3) Agencijski modeli (teorija izbora 1.). (4) Pristup asimetričnih informacija: (a) “redoslijed pakiranja” (slaganja), (b) teorija signalizacije.

Osim tih teorija, javljaju se u novije vrijeme i modeli koji se zasnivaju na razmatranju utjecaja prirode proizvoda ili kokurencije na tržištu proizvoda/ inputa kompanije i modeli koji se zasnivaju na razmatranju rezultata tendera za preuzimanje korporacijske kontrole. Prva je grupa modela tek u začetku, a potonji se bave samo kratkoročnim promjenama strukture kapitala, pa neće biti predmet daljih razmatranja.

Miller-Modigliani teorija irelevantnosti strukture kapitala

Miller i Modigliani svojim revolucionarnim stavovima - poslije poznatima kao MM teorija - postavili su osnove moderne teorije strukture kapitala. Prvu, prijeporeznu verziju svoje teorije postavili su godine 1958. ustvrdivši da su odluke o strukturi kapitala irelevantne. Vrijednost tvrtke determinirana je očekivanim gotovinskim tijekovima i poslovnim rizikom. U uvjetima prefektnih tržišta nije moguće povećati vrijednost tvrtke financijskim odlukama, tj. zaduživanjem (što može učiniti svaki pojedinac (osbnim zaduživanjem ili “domaćom” polugom). Vrijednost zadužene tvrtke jednaka je, dakle, vrijednosti nezadužene tvrtke, a to je izraženo postavkom I.

MM prijeporezna postavka I. glasi:

$$V_z = V_n$$

gdje je:

V_z = vrijednost tvrtke koja se zadužuje (koristi se polugom)

V_n = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje.

Budući da bogatstvo dioničara ovisi o vrijednosti tvrtke, odluke o strukturi kapitala ne utječu na bogatstvo dioničara. Prema tome stajalištu nema utjecaja financijske poluge na prosječni ponderirani trošak kapitala, jer je utjecaj jeftinijeg financiranja zaduživanjem kompenziran rastom tražene stope povrata na vlastiti kapital zbog većeg rizika, a to izražava postavka II.

MM prijeporezna postavka II. glasi:

$$r_e = r_o + \frac{D}{E} (r_o - r_d)$$

gdje je:

r_e = tražena stopa povrata na vlastiti kapitala, trošak vlastitog kapitala

r_o = trošak kapitala tvrtke koja se ne koristi financijskom polugom

$\frac{D}{E}$ = omjer duga i vlastitog kapitala, financijska poluga

r_d = kamatna stopa, trošak duga.

Dakle, prema ovoj je postavci k_e linearna funkcija financijske poluge. Osim toga, nulti je i efekt uvođenja zaduživanja na cijenu dionice, jer negativni efekt rasta tražene stope povrata na vlastiti kapital kompenzira pozitivan efekt rasta zarade po dionici na rast cijene dionice.

Radom iz godine 1964. autori su, uzevši u obzir stanje u ralnome svijetu, postavili poslijeporeznu MM teoriju. Respektirajući postojanje korporacijskih poreza, ali ne i troškova financijskih neprilika vezanih uz korištenje zaduživanja, MM utvrđuju da je vrijednost tvrtke pozitivno vezana s polugom, a to je izraženo poslijeporeznom propozicijom I. Tvrtka koja se financira i zaduživanjem ima poreznu zaštitu, jer je trošak kamata na dug odbitna stavka poreza na dobit. To znači da investitori te tvrtke imaju za taj iznos veće gotovinske tijekomove. Pretpostavljajuću perpetuelnost suviška gotovinskih tijekomova što ih dobivaju investitori tvrtke koja se koristi polugom, u odnosu na onu koja se ne koristi i na pretpostavku da je rizičnost porezne zaštite jednaka rizičnosti kamatnih plaćanja, moguće je izračunati sadašnju vrijednost te zaštite.

$$SV_{pz} = \frac{T_k r_d D}{r_d} = T_k D$$

gdje je:

SV_{pz} = sadašnja vrijednost porezne zaštite

T_k = stopa korporacijskog poreza na dobit

MM propozicija I. s porezima glasi:

$$V_n = \frac{EBIT(1 - T_k)}{r_0}$$

$$V_z = \frac{EBIT(1 - T_k)}{r_0} + T_k D$$

$$V_z = V_n + T_k D$$

gdje je:

EBIT = bruto dobitak uvećan za kamate, dobitak iz poslovanja

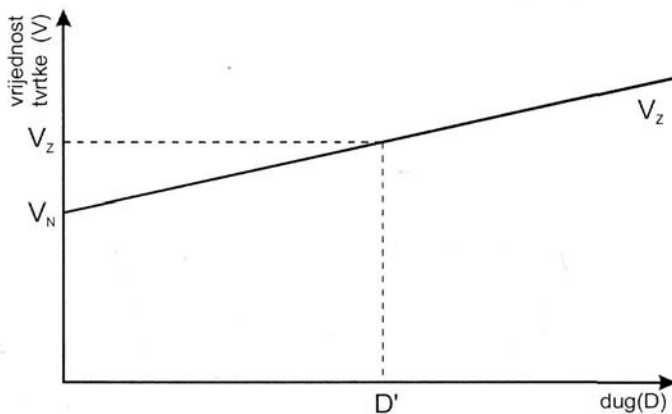
r_0 = trošak kapitala tvrtke koja se ne koristi financijskom polugom

T_k = stopa korporacijskog poreza na dobit

V_z = vrijednost tvrtke koja se zadužuje (koristi se polugom)

V_n = vrijednost tvrtke koja se ne zadužuje

Slika 1.



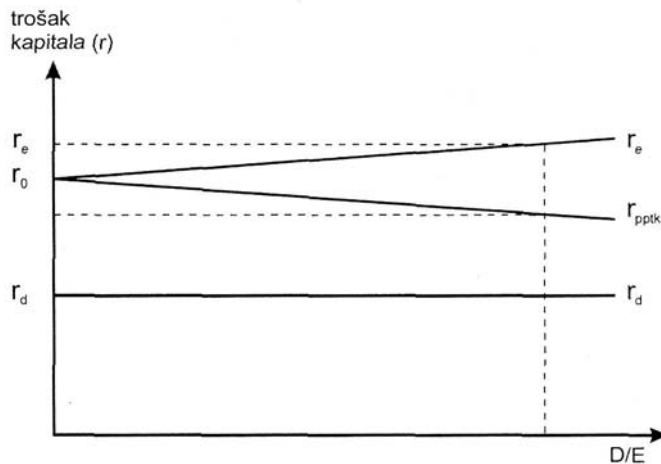
Dakle, vrijednost tvrtke koja se koristi polugom veća je od vrijednosti tvrtke koja se ne koristi polugom za veličinu sadašnje vrijednosti porezne zaštite. Porast vrijednosti tvrtke zbog zaduživanja (porezne zaštite) dovodi do porasta cijene dionice, dakle do povećanja bogatstva dioničara. Iz linearne veze vrijednosti i poluge slijedi da je vrijednost to veća, što je veća poluga, odnosno da je najveća pri 100% poluzi, a to je apsurd i u to MM sigurno nisu vjerovali.

MM postavka II. s porezima glasi:

$$r_e = r_o + \frac{D}{E} (1 - T_k)(r_o - r_d)$$

Prema toj je postavci veza između očekivane stope povrata na vlastiti kapital i poluge, zbog povećanja rizika vlastitoga kapitala zbog upotrebe poluge, pozitivna kao i u slučaju prijeporezne postavke II.

Slika 2.

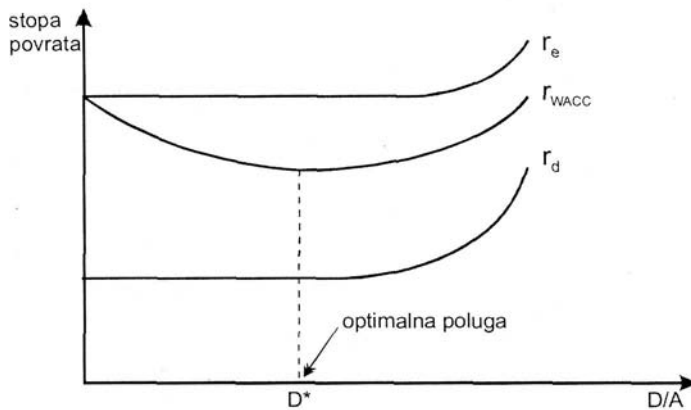


Tradicionalno gledanje na strukturu kapitala

Tradicionalno je shvaćanje nastalo kao odgovor na Miller-Modigliani teoriju. Prema takvom se stajalištu smatra da je optimalna struktura kapitala ona pri kojoj je minimalni trošak financiranja kompanije - ponderiran prosječni trošak kapitala.

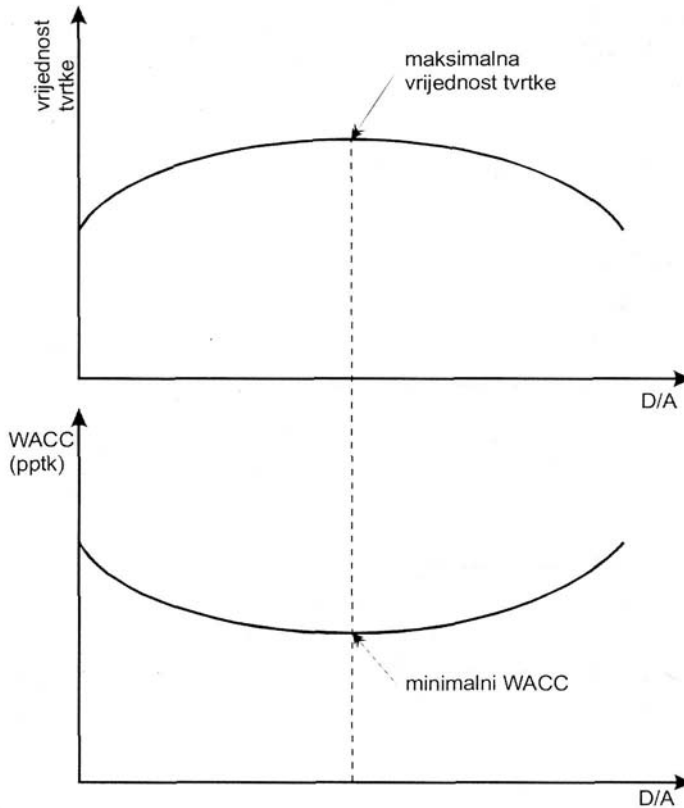
Prema tome stajalištu kako se tvrtka počinje zaduživati, koristeći se malim iznosima duga, raste rizik dioničara bez utjecaja na rizik imaoca obveznica. Stoga su vjerovnici spremni ulagati u dugovne instrumente poduzeća uz stopu povrata bez rizika ili blisku njoj. Pri umjerenim razinama duga tražena stopa povrata na kapital neće značajnije rasti. Budući da je dug jeftiniji izvor financiranja, ukupan će trošak kapitala (WACC, pptk) tvrtke biti niži, a samim time (zbog niže diskontne stope) i veća vrijednost tvrtke. Stoga se financijski menadžer mora koristiti onom razinom duga koja minimizira trošak kapitala tvrtke i maksimizira njezinu vrijednost.

Slika 3.



Kada se zaduženost povećava na visoku razinu, povećava se rizik dioničara i vjerovnika, pa oni zahtijevaju veće stope povrata. To ima za posljedicu rast troška kapitala. Tradicionalisti zaključuju da postoji optimalna razina zaduživanja. Dakle, zadatak je financijskog menadžera pronaći onaj raspon zaduženosti (dug/imovina, tj. D/A) koji maksimizira vrijednost tvrtke. Ako je poslovni plan tvrtke fiksiran, tvrtka može maksimalizirati sadašnju vrijednost gotovinskih tijekova - vrijednost tvrtke usvajanjem takvog financijskog plana koji minimizira trošak kapitala.

Slika 4.



Teorija izbora (agencijski modeli)

Teorija izbora nastala je kao odgovor na MM teoriju irelevantnosti strukture kapitala uvođenjem u razmatranje čimbenika iz realnoga svijeta, kao što su troškovi financijskih neprilika (bankrota) i agencijskih troškova. Optimalna razina financijske poluge postiže se u točki u kojoj se izjednačuju koristi i troškovi duga. Korist zaduživanja proizlazi iz porezne zaštite, i, prema nekim autorima, iz sniženja agencijskih troškova, a troškovi zaduživanja jesu troškovi financijskih neprilika (bankrota) i agencijski troškovi (Campbell, 1999.).

Financijske neprilike (poteškoće) javljaju se kada kompanija ne može servisirati obveze prema kreditorima, ili ih servisira s poteškoćama. Krajnji je slučaj

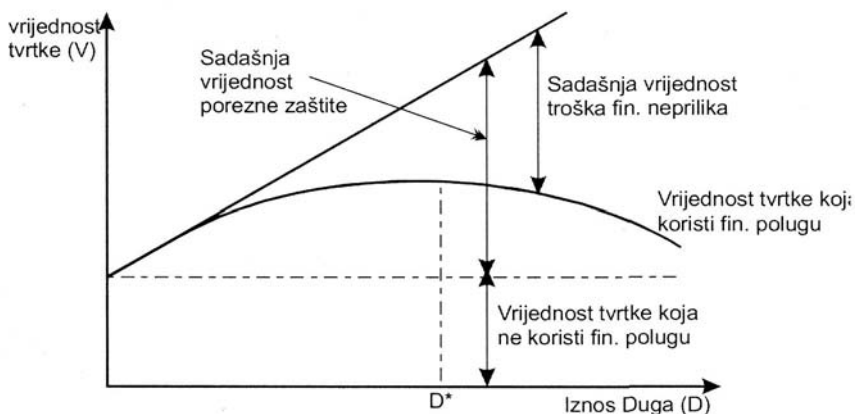
financijskih neprilika bankrot, kojim dioničari gube vlasništvo nad poduzećem, a vjerovnici postaju novim vlasnicima. Troškovi financijskih neprilika uključuju direktne troškove - administrativne i zakonske troškove vezane uz likvidaciju ili reorganizaciju (odvjetnički, računovdstveni i sl.), i indirektne, vezane uz ugrožavanje odnosa s poslovnim partnerima, koji zajedno mogu iznositi i do 20% vrijednosti tvrtke.

Pri umjerenoj je razini duga vjerojatnost financijskih neprilika mala, a korist duga - sadašnja vrijednost porezne zaštite - nadmašuje trošak financijskih neprilika. Ako se tvrtka nastavi zaduživati, raste financijski rizik koji snose dioničari (veća varijabilnost stope povrata i viši sustavni rizik, tj. beta) i time tražena stopa povrata na vlastiti kapital. Raste i vjerojatnost financijskih neprilika, a trošak financijskih neprilika značajno snižava vrijednost tvrtke. Stoga se vrijednost tvrtke koja se koristi zaduživanjem može izraziti relacijom (Brealey, 1991.):

$$\text{Vrijednost tvrtke koja se koristi fin. polugu} = \text{sadašnja vrijednost tvrtke koja se financira samo vlastitim kapitalom} + \text{sadašnja vrijednost porezne olakšice} - \text{sadašnja vrijednost troška financijskih neprilika}$$

Deteminiranje optimalne strukture kapitala koristima i troškovima zaduživanja i njihov utjecaj na vrijednost tvrtke dani su u slici 5.

Slika 5.



Osim troška financijskih neprilika, u realnom se svijetu javljaju i agencijski troškovi koji proizlaze iz konfliktnih interesa principala i agenata. Ta se konfliktnost može pojaviti na relaciji vlasnici (principali)-menadžeri (agenti) i na relaciji dioničari (principali)-holderi duga (agenti). Agencijski troškovi imaju dvostruke implikacije u uvjetima korištenja financijske poluge. Postoji stav da upotreba financijske poluge smanjuje mogućnosti menadžera da provode svoje osobne ciljeve namećući im obvezu podmirivanja fiksne naknade po dugu (Jensen, 1976. prema Harris, 1991.), i time smanjuje agencijske troškove. To znači da, smanjenje agencijskih troškova predstavlja korist zaduživanja.

Upotreba financijske poluge stvara drugu vrstu agencijskih troškova onih vezanih uz sukobe interesa na relaciji: vlasnici-holderi obveznica (duga). Ti se troškovi povećavaju razmjerno s time kako se rastom financijske poluge iznad umjerene razine tvrtka suočava s financijskim neprilikama. Dioničari, naime, poduzimaju sebične strategije koje smanjuju vrijednost tvrtke, kao što je poduzimanje visoko rizičnih projekata, podinvestiranje, isplata ekstra dividendi, osobito ako je velika vjerojatnost bankrota (Ross, Jaffe, 1996.). Te troškove u konačnici snose dioničari, jer holderi obveznica svjesni toga motiva dioničara povećani rizik ugrađuju u kamatne stope. Optimalna struktura kapitala postiže se, dakle, izborom između porezne zaštite i troškova duga. U određenom rasponu zaduživanja za koji vrijedi da je porezna zaštita veća od troškova financijskih neprilika - cijena će dionica rasti s rastom financijske poluge. No, prema ovoj se teoriji priznaje da se optimalna struktura može razlikovati među tvrtkama i među industrijama.

Sažetak teorijskih doprinosa agencijskih modela definira čimbenike koji utječu na izbor optimalne (ciljne) strukture kapitala. Tako se smatra da je financijska poluga pozitivno vezana: s vjerojatnošću financijskih neprilika, s vrijednošću tvrtke, sa stupnjem regulacije, sa slobodnim gotovinskim tijekovima, s likvidacijskom vrijednošću tvrtke, sa stupnjem u kojem je tvrtka predmet preuzimanja (take-overa), i s važnošću reputacije menadžmenta.

Tumači se da negativna veza postoji između poluge i stupnja postojanja razvojnih mogućnosti, pokazatelja pokrića kamata, troška analize perspektive tvrtke, i vjerojatnosti reorganizacije koja nastupa nakon ulaska u financijske neprilike.

Implikacija je te teorije potreba da veću polugu moraju imati tvrtke koje imaju sigurnu materijalnu imovinu i niže agencijske troškove dugovnog financiranja (komunalna poduzeća, tvrtke u zrelih industrijama), zatim i zrele kompanije s velikim gotovinskim tijekovima koje imaju malo razvojnih mogućnosti - projekata s pozitivnim NSV (kao tvrtke kemijske industrije, čeličane, tvrtke duhanske, pivske industrije), i profitabilne tvrtke s dosta očekivanog oporezivog dobitka.

Nižu polugu moraju imati razvojne tvrtke iz područja visoke tehnologije koje imaju najveći dio rizične i nematerijalne imovine, i tvrtke s malom vjerojatnošću

oporezivog dobitka, a tvrtke s visokom polugom, koju neće moći servisirati obveze po dugu interno generiranom gotovinom, u nekoliko narednih godina moraju uravnotežiti strukturu kapitala prikupljanjem vanjskog dioničkog kapitala, ograničenjem dividendi i prodajom imovine.

Modeli zasnovani na asimetričnim informacijama

Ti modeli polaze od postojanja asimetričnih informacija između menadžera i drugih službenika tvrtke i vanjskih investitora.

Teorija signalizacije zastupa stav da menadžeri ili drugi zaposlenici imaju privatne informacije o perspektivi tvrtke (krivulji povrata) ili o investicijskim prilikama. U skladu s time, kada očekuju dobre efekte planiranih investicija i perspektivno poslovanje tvrtke, menadžeri će preferirati financiranje emisijom dugovnih instrumenata u odnosu na emisiju dionica da povećanu zaradu ne bi morali dijeliti s novim dioničarima. Budući da menadžeri profitiraju, ako su vrijednosnice tvrtke bolje tržišno vrednovane, a ostaju bez posla u slučaju bankrota, emisiju dugovnih instrumenata i povećanje poluge investitori smatraju signalom dobrog poslovanja i dobre perspektive. Implikacija je te teorije da je financijska poluga pozitivno vezana sa vrijednošću (ili profitabilnošću) tvrtke (Leland i Pyle, 1977., Ross 1977., prema Harris, 1991.), a prema nakim je autorima poluga usto i pozitivno povezana s vjerojatnošću bankrota (Ross, Jaffe, 1996.).

Teorija "postupka slaganja" ("redoslijeda pakiranja"), kreatori koji su S.C. Myers i N.S. Mayluf, polazeći od informacijske asimetrije između menadžera i vanjskih investitora, definira redoslijed financiranja koji preferiraju menadžeri. Naime, zbog većeg publiciteta i interesa javnosti, i zbog efekta signalizacije kod emisije dionice, menadžeri preferiraju financiranje novih investicijskih projekata prema ovome redoslijedu: najprije interno generirana gotovina, zatim niskorizični dugovni instrumenti-obveznice, pa hibridne vrijednosnice (konvertibilne obveznice) i na kraju obične dionice. Budući da preferiraju interno financiranje investicija, tvrtke provode politiku stabilnih dividendi. Za pribavljanjem eksternih sredstava tvrtke posežu kada povećane investicijske mogućnosti i/ili niža profitabilnost dovode do neravnoteže kapitalnih izdataka i interno generiranih sredstava, koja se ne može otkloniti sniženjem gotovinskog salda i prodajom utrživih vrijednosnica.

Implikacija je te teorije da će tvrtka nove projekte financirati interno generiranim sredstvima ili niskorizičnim zaduživanjem. To može objasniti razlog zbog kojeg visokoprofitabilne tvrtke imaju malu polugu (raspolažu s velikim iznosima interno generiranih sredstava), a niskoprofitabilne koriste se višom polugom (jer je dug prvi po redu od vanjskih izvora). Dalje, zato što nakon objave emisije novih dionica cijena dionica na tržištu pada zbog informacijskog sadržaja, financiranje

projekata na ovaj način neće prenijeti nikakve informacije, pa neće doći do reakcije cijene dionice.

Dakle, financijski menadžeri donose financijske odluke prema principu najmanjeg otpora, a to podrazumijeva prioritet interno generiranih sredstava (determiniranih profitabilnošću, politikom amortizacije i politikom dividendi) i financijskog suviška koji čine gotovina, utržive vrijednosnice i neiskorišteni (rezervni) kapacitet zaduživanja, a koji menadžeru daje sigurnost brzo raspoloživih sredstava za financiranje novih investicijskih mogućnosti.

Budući da su tržišne imperfektnosti, a time i asimetričnost informacija veći u tranzicijskim gospodarstvima, slijedi da bi i modeli asimetričnih informacija, posebno teorija redoslijeda pakiranja, mogli biti od koristi pri utvrđivanju strukture kapitala u ovim zemljama, uključujući i Hrvatsku.

Rezultati empirijskih istraživanja

U svom istraživanju na uzorku grupe razvijenih zemalja-G7, Rajan i Zingales pronašli su da su institucionalne razlike među zemljama važniji čimbenik nego što je slijedilo iz prijašnjih studija (Rajan i Zingales, 1995.). Dalje, determinante strukture kapitala na isti su način korelirane s polugom u odabranom uzorku zemalja, premda je veza između teorije i empirijskih nadomjestaka slaba, što upućuje na potrebu preciznijeg definiranja nadomjestaka.

Ova studija potvrdila je postojanje pozitivne veze između poluge i udjela dugotrajne materijalne imovine u strukturi ukupne imovine. To je u skladu s postavkama agencijskih modela, jer je ta imovina podesna za pokriće kod zaduživanja, pa smanjenje agencijskih troškova omogućuje veću zaduženost. Pozitivna veza utvrđena je i između veličine tvrtke i poluge, izuzevši u slučaju Njemačke, što je u skladu s teorijom izbora, jer za veće tvrtke postoji manja vjerojatnost financijskih neprilika (bankrota). Negativna je veza utvrđena između poluge i profitabilnosti (to je u skladu s teorijom redoslijeda pakiranja, a u suprotnosti je s postavkama teorije izbora, koja zbog visoke porezne zaštite pretpostavlja visoku polugu za te tvrtke). Negativna veza potvrđena je i između poluge i budućih investicijskih mogućnosti, a to je u skladu sa stavovima da razvojne tvrtke poduzimaju rizičnije projekte koji mogu biti u korist dioničarima, a na račun holdera duga. Stoga im trošak duga raste, pa nisu sklone koristiti se većom polugom (Campbell, 1999.).

Koristeći se pristupom agencijskih troškova i Chang (Chang, 1996.) je došao do rezultata o negativnoj vezi profitabilnosti i poluge. Naime, što su tvrtke imale lošije rezultate poslovanja, imale su veću financijsku polugu, kojom su financirale investiranje (primjerice, stjecanja kompanije na principu nevezane diverzifikacije). Ti bi se podaci mogli također objasniti teorijom redoslijeda pakiranja, prema kojoj

se tvrtka sa slabim performansama i time s nedovoljnom snagom generiranja gotovine mora koristiti eksternim sredstvima, dakle, koristi se zaduživanjem za financiranje investicija.

Negativnu povezanost poluge i profitabilnosti potvrdila su i istraživanja Kestera na uzorku velikih SAD i Japanskih tvrtki (Kester, 1986.), jednako kao i niz drugih studija. Kesterova je studija pokazala postojanje pozitivne veze između poluge i investicijskih mogućnosti, što potvrđuje postavke teorije redosljeda pakiranja, prema kojoj slijedi da tvrtke s većim razvojnim mogućnostima imaju veće potrebe za sredstvima, pa se može očekivati da imaju veću polugu.

Sistematizirajući rezultate brojnih empirijskih istraživanja Harris i Raviv došli su do ovih zaključaka:

- Da poluga raste nakon Drugog svjetskoga rata.
- Da najava emisije dionica utječe na pad cijene dionica, dok rast poluge povećava cijenu dionica.
- Da su tvrtke unutar iste industrije sličnije u strukturi kapitala, nego tvrtke iz različitih industrija; tvrtke u nekim industrijama imaju konzistentno niže poluge (elektronika, prehrambena industrija, lijekovi), dok se u drugima koriste više poluge (telekomi, komunalna poduzeća, zračni prijevoznici, tekstilna industrija, cement, industrija papira).
- Da tvrtke teže održavati pokazatelj zaduženosti na istoj razini u tijeku vremena.
- Da je poluga pozitivno vezana s veličinom udjela menadžera u vlasništvu, a negativno s vjerojatnošću preuzimanja.
- Da je struktura vlasništva važna za strukturu kapitala i ponašanje menadžmenta (Harris i Raviv, 1991.).

Empirijski podaci tumače se prema nekima kao uvelike konzistentni s teorijskim postavkama, a neke studije međunarodnih podataka ukazuju na nerazriješenu teorijskih uporišta uočenih korelacija i na nedovoljnu vezi između teorijskih modela i empirijskih specifikacija modela koji traže preciznije definiranje nadomjestaka za pojedine determinante. Neupitno je da je veliki dio teorijskih stavova još uvijek ostao empirijski netestiran, što ima za posljedicu da nam još uvijek nedostaje shema koja bi utvrdila efekte važne u različitim okruženjima (konkretnim uvjetima).

Empirijska analiza na uzorku skupine razvijenih i tranzicijskih zemalja ukazuje na razlike u razmjeru korištenja finacijske poluge (vidjeti tablicu 1.). Među razvijenim zemljama niskom se finansijskom polugom ističu Njemačka i Velika Britanija. U Velikoj Britaniji tvrtke se tradicionalno oslanjaju na vlastite izvore financiranja, a u Njemačkoj postojanje vlasničkih i kreditnih veza između banaka i poduzeća ima za posljedicu da tvrtke mogu od banaka pribaviti ne samo kredite, već i vlastiti kapital.

Tablica 1.

STRUKTURA KAPITALA U ODABRANIM ZEMLJAMA

	USA	Japan	Njemačka	Francuska	Italija	Velika Britanija	Poljska	Mađarska	Slovenija	Hrvatska
D/A*	37	42	16	29	30	24	41	32	19	26

* Podaci se odnose: za razvijene zemlje na godinu 1991. za Poljsku na 1992. a za ostale zemlje u tranziciji na godinu 1994. *Pokazatelj zaduženosti računat je iz donosa dugoročnog duga i ukupne imovine, osim za Hrvatsku i Sloveniju, gdje su uključene i kratkoročne obveze, jer predstavljaju izvor financiranja.

Izvor: Rajan, R. G.: Zingales, L., (1995.), Kuhelj-Krajnović (1996.). Cornelli (1996.): Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske, ZAP, različite godine.

Nizak pokazatelj zaduženosti slovenskih tvrtki valja uzeti s oprezom jer drugačiju sliku daje analiza strukture imovine. Polazeći od osobito viskog udjela dugotrajne materijalne u ukupnoj imovini, i od niskog odnosa dugoročnih obveza i vlastitog kapitala prema dugoročnoj materijalnoj imovini u odnosu na OECD zemlje, može se zaključiti da se slovenske tvrtke više koriste dužničkim financiranjem i osobito kada se uključe i kratkoročne obveze (K.Krajnović, 1996). Jednaki se zaključak može izvesti i za Hrvatske tvrtke za godinu 1994. (Vidučić, 1997).

Tablica 2.

KRAJNJE FINACIJSKE POLUGE HRVATSKIH PODUZEĆA
U RAZDOBLJU 1994. - 1998.

	1994.	1995.	1996.	1997.	1998.
Kratkoročni dug/Ukupna imovina	19,1	24,4	28,2	31,3	33,4
Ukupni dug/Ukupna imovina	26,1	32,4	36,6	42,3	46,1

Izvor: Informacija o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske, ZAP, različite godine.

Štoviše, pokazatelj zaduženosti hrvatskih poduzeća izračunat na osnovi ukupne zaduženosti (kratkoročnih i dugoročnih obveza) pokazuje značajno pogoršanje u razdoblju od 1994-98., godine tj. rast zaduženosti za približno 20% u promatranom petogodišnjem razdoblju (tablica 2.). To pogoršanje duguje se ponajprije brzome rastu kratkoročne zaduženosti, što reflektira kako kretanja na strani potreba za vanjskim financiranjem, tako i na strani ponude sredstava financijskih institucija.

U uvjetima povremenih bankarskih kriza koje su se javljale u Hrvatskoj u devedesetima, naslijeđenih problema s lošim kreditima, neadekvatnih metoda i mogućnosti procjene rizika u bankama, banke su reagirale orijentacijom na kratkoročne kredite uz minimalnu ponudu (u pravilu skupih) dugoročnih kredita. Na strani potražnje sektor nefinancijskih gospodarskih subjekata već niz godina posluje "u crvenom", što ukazuje na male potencijale financiranja neraspodijeljenim dobitkom. Investiranje nije ni na razini amortizacije, a to svjedoči o tehnološkom zaostajanju i gubljenju konkurentne pozicije hrvatskih poduzeća.

Zamiranje investicija srezalo je potencijal zarade i internog financiranja neraspodijeljenim dobitkom, a neadekvatan sustav platnog prometa, toleriranje financijske nediscipline i usporeno prilagođivanje troškova na uvjete pada proizvodnje (posebno troškova rada) iscrpili su likvidnost poduzeća. Posljedično posezanje za kratkoročnim kreditima povećalo je stopu zaduženosti i smanjilo je sposobnost novčanog tijeka za servisiranje kreditih obveza.

Iz navedenoga bi se moglo zaključiti da se hrvatske tvrtke koriste visokom polugom, kada se uvažavaju kratkoročni dug i struktura imovine. No, postojeća je razina zaduživanja više posljedica tekuće financijske pozicije slabe kreditne sposobnosti i boniteta (uključivši slabu snagu zarade) i nedostatka obrtnog kapitala, nego neke smišljene politike strukture kapitala. Dalje, tranzicijsko okružje favoriziralo je kratkoročan horizont i politiku preživljavanja, bez smišljene strategije razvitka i odlučnog restrukturiranja, kako na mikro - tako i na makrorazini.

Osiguranjem makroekonomskog okvira koji ne dovodi do izvlačenja financijskih sredstava iz poduzeća, koji je osigurao postojanje adekvatne vlasničke strukture i koji je uz to naklonjen razvitku (osobito onom orijentiranom na strana tržišta), stvorit će se pretpostavke da odluke o strukturi kapitala ne budu više rezultat pasivne reakcije na vanjske uvjete, već kreativnih odluka menadžera donesenih na osnovi primjene dostignuća suvremene teorije i politike strukture kapitala ovisno o procijenjenim konkretnim uvjetima.

Zaključna razmatranja

Premda se u realnome životu može reći da postoji optimalna struktura kapitala, nemoguće je precizno utvrditi koja je razina optimalne strukture kapitala u konkretnim uvjetima, ni izmjeriti njezin utjecaj na vrijednost tvrtke. Donoseći odluke o strukturi kapitala, menadžment bi morao dobro poznavati stavove teorije o strukturi kapitala (koji, istina, nisu uvijek komplementarni), poznavati čimbenike koji utječu na strukturu kapitala i ocijeniti koji od njih imaju važnost u konkretnim uvjetima, pa na osnovi osobne prosudbe donijeti odluku o strukturi kapitala. Pritom će biti važne osobne karakteristike i preferencije menadžmenta i njegova uloga u

kontroli. Primjerice, menadžer koji je konzervativan preferirat će konzervativniju strukturu kapitala, pa će tako održavati rezervni kapacitet zaduživanja, a menadžer koji poklanja pažnju cilju dugoročnog opstanka tvrtke, preferirat će strukturu kapitala koja vodi računa o riziku bankrotstva tvrtke. Ako menadžer ima glasačku kontrolu i tvrtka nije prezadužena, donijet će odluku o financiranju namjeravanih ulaganja zaduživanjem.

Odluka o strukturi kapitala morala bi, polazeći od teorijskih spoznaja i empirijskih istraživanja, voditi računa o tome da:

- (1) Porezni tretman duga (poreznoj zaštiti) daje prednost dugovnom financiranju pri umjerenim razinama duga (što slijedi iz MM poslije poreznog stava i tradicionalnog stajališta).
- (2) Zbog postojanja agencijskih troškova i troškova financijskih neprilika neto efekt zaduživanja na vrijednost tvrtke može biti negativan (to slijedi iz teorije izbora-izbora između porezne zaštite i troškova financijskih neprilika), pa menadžer mora odrediti granice povećanja financijske poluge.
- (3) Vrsta imovine utječe na strukturu kapitala (to je u skladu s teorijom izbora), jer tvrtke s velikim udjelom materijalne imovine imaju dosta imovine za pokriće pri zaduživanju, osim toga je trošak financijskih neprilika veći za tvrtke koje ovise o razvojnim mogućnostima ili koje imaju najveći dio nematerijalne imovine koju ne mogu prodati u slučaju potrebe.
- (4) Financiranje je po svojoj prirodi nedjeljivo; to implicira da usklađivanje strukture s optimalnom nameće troškove (kao što ističe teorija izbora) i da će u stvarnosti na kratak rok postojati odstupanje između stvarne i ciljne strukture kapitala. Budući da je vrijednost tvrtke na dugi rok određena kvalitetom poslovnih i investicijskih odluka, menadžer mora održavati rezervni kapacitet zaduživanja da bi tvrtka imala pristup financiranju brzo i pod povoljnim uvjetima kada se ukažu povoljne investicijske mogućnosti i da bi izbjegla emisiju dionica po nepovoljnim cijenama (to proizlazi iz modela zasnovanih na asimetričnim informacijama - teoriji signalizacije i teoriji redoslijeda pakiranja).

Poznavajući osnovne teorijske argumente i relacije, menadžment mora procijeniti njihovu ulogu prema strukturi imovine, mogućnosti neporezne zaštite dobitka, postojećoj razini financijske poluge, kontroli i sklonosti menadžmenta i prema razvojnim mogućnostima, odnosno važnostima održavanja financijske fleksibilnosti. Menadžer mora voditi računa o održavanju financijske fleksibilnosti, osobito ako ima iznenadne i nepredvidive zahtjeve za financijskim sredstvima. Budući da je, naime, vrijednost tvrtke na dugi rok određena kvalitetom poslovnih i investicijskih odluka, menadžer mora osigurati da tvrtka ima pristup financiranju brzo i pod povoljnim uvjetima kada se ukažu povoljne investicijske mogućnosti. Stoga

bi odluka o strukturi kapitala morala omogućiti financijskom menadžeru da ima otvorene opcije financiranja u budućnosti, tj. da održava financijski suvišak, primjerice, rezervni kapacitet zaduživanja da u slučaju povoljnih investicijskih mogućnosti ne bi morao emitirati dionice po podcijenjenim cijenama ili odustati od investiranja.

Zato što teorija nije dala jednadžbu kojom bi se mogla utvrditi optimalna struktura kapitala za pojedino poduzeće, menadžment mora sažeti svoju analizu donošenjem odluke o rasponu optimalne strukture kapitala za svoje poduzeće. Tu mu od pomoći mogu biti uobičajena struktura kapitala u industriji i posljedice danog raspona ciljne strukture kapitala na financijsku fleksibilnost.

LITERATURA:

1. *Brealey, R.A., Myers, S.C.:* "Principles of Corporate Finance", McGraw Hill, Inc, 1991.
2. *Brigham, E.F., Gapenski, L.C.:* "Financial Management Theory and Practice", The Dryden Press, 1991.
3. *Campbell, K., Jerzemowska M.:* "The Capital Structure Decisions of Companies in a Transitional Economy: The Case of Poland", Enterprise in Transition, 3rd International Conference, Faculty of Economics, Split, DAAAM International Wien, 1999.
4. *Cornelli, F. Porters, R., & Schaffer, M.E.:* "The Capital Structure of the Firms in Central and Eastern Europe", CEPR Discussion Paper No.1392, May 1996.
5. *Harris, M., Raviv, A.:* "The Theory of Capital Structure", The Journal of Finance, No 1, March 1991.
6. *Kochar, R.:* "Explaining Firm's Capital Structure: The Role of Agency Theory vs. Transaction Cost Economics", Strategic Management Journal, No.9., 1996.
7. *Kuhelj-Krajnović:* "Determinants of the Corporate Structure in Slovenia", International Conference Dedicated to the 50th Anniversary of Faculty of Economics, Faculty of Economics, Croatia, Ljubljana, 1996.
8. *Johnson, R., W.:* "Financial Management", Allyn and Bacon, Inc, 1971.
9. *Rajan, R.G: Zingales, L.:* "What Do We Know about Capital Structure? Some Evidence from International Data", The Journal of Finance, No.6, December 1995.
10. *Ross, S.A., Westerfield, Jaffe, J.:* "Corporate Finance", Irwin, Inc, 1996.
11. *Van Horn, J.C.:* "Financial Management and Policy", Prentice Hall, 1989.
12. *Vidučić, Lj.:* "Capital Structure Decisions in Developed Countries and Countries in Transition, Enterprise in Transition, 2nd International Conference, Faculty of Economics, Split, DAAAM International Wien, 1997.
13. *Wert, J.,E., Prather,C.,L.:* "Financing Business Firms", Richard D. Irwin, Inc, 1975.
14. ZAP: Informacije o osnovnim financijskim rezultatima poduzetnika Republike Hrvatske, različite godine.

THEORETICAL AND PRACTICAL STANDPOINTS OF CAPITAL STRUCTURE

Summary

Recapitulating theoretical attitudes towards capital structure we can state that these theories are greatly complementary (with few cases which have different implications for financial decisions of firms), and they suggest a series of determinants of capital structure. All theories agree with the attitude that in conditions of imperfect market it is possible to define capital structure which maximizes the value of market demands – cash flow to debt shareholders and holders, or total value of firm. Besides, there is consensus that financial lever increases with the fixed property, size of firm and investment (development) possibilities, and declines with earnings variability, possibility of bankruptcy, profitability and uniqueness of products.

In decision-making about capital structure, management must, starting with theoretical footing, consider intensity of specific factors which influence the selection of capital structure in concrete conditions of its firm. Especially important factors which should be evaluated are the level of business risk, firm profitability, property structure, internal conditions of firm, attitudes of financial analysts and agencies rating.