

Vladimir Veselica\*

UDK 65.01.011:658.14

Izvorni znanstveni rad

## RAZUMIJEVANJE PODUZEĆA I NJEGOVO FINANCIRANJE

*Cjelokupan instrumentarij gospodarskog i financijskog sustava usko je vezan s ostvarivanjem ciljeva poduzeća, što se posebno odnosi na odluke na kratak i na dugi rok. Tradicionalno je gledanje u ekonomiji bilo, da je prikladan cilj poduzeća u odnosu njegova poslovanja maksimalizacija profita. Moderno je poduzeće jedna od najznačajnijih civilizacijskih stečevina i nositelj je ekonomskog sustava, jer osigurava tijekom proizvodnje dobara i davanja usluga i jedan je od najvažnijih pronalazaka modernoga društva i veliko je "svjetsko čudo". Cilj je poduzeća stvaranje vrijednosti dioničarima, jer poduzeće doslovno stvara vrijednosti. Zaključak je autora da njihove odluke imaju zajednički učinak na tržišnu cijenu trajnog kapitala poduzeća.*

### Razumijevanje poduzeća

#### *Općenito*

Svekolike promjene gospodarskog, političkog i socijalnog sustava daju naznake da se nalazimo u prijelomnoj tranzicijskoj fazi, pri čemu se otvaraju sasvim nove mogućnosti priključaka na razvijeni svijet i mogućnosti za izgradnju učinkovitog, dinamičnog i slobodnog demokratskog društva. Sve to ima svog odraza i na pozicioniranje poduzeća kao glavnog nositelja sustava proizvodnje dobara i usluga. Potrebno je implementirati znanja o suvremenom kapitalističkom poduzeću i o tome što ono znači u uvjetima razvijenog tržišta, tržišta kapitala i slobodnog poduzetništva. Potrebne su spoznaje o tome kolike su mogućnosti i ograničenja hrvatskih gospodarskih jedinica u institucionalnim okvirima koje određuju okruženje u kojem poduzeće, kao ekonomski subjekt, ostvaruje svoje ciljeve, a prije svega profitabilnost poslovanja. Poduzeće kao složeni sustav u privređivanju ne može ostati samo na kriterijima poduzetništva i profitabilnosti, nego mora uključiti

---

\* V. Veselica, redoviti profesor Ekonomskog fakulteta Sveučilišta u Zagrebu. Članak primljen u uredništvu: 08. 04. 2000.

i etičke zasade, suvremene humanističke radne i ekosocijalne tendencije i druga dostignuća znanosti i tehnologije koje se primjenjuju u razvijenom postindustrijskom svijetu.

Poduzeće i njemu imanentna kategorija - poduzetništvo jedna je od osnovnih civilizacijskih stečevina i glavna proizvodno-tehnička i gospodarska jedinica društvene reprodukcije. Poduzeće je nositelj dinamike razvitka proizvodnje i tehnologije i promjena načina proizvodnje i načina života. Poduzeće je u isto vrijeme i dinamički inovativni faktor i jedna od glavnih institucija društva. Poduzeće stalno mijenja sebe i svoju okolinu. Autonomija poduzeća i konkurentna sposobnost osnovne su pretpostavke njegova uspješnog djelovanja. Glavna je pokretačka snaga kapital, a jednako je tako to i faktor rada, odnosno ljudske potrebe, a nositelj je sposoban poduzetnik. Samo autonomno poduzeće kao ekonomski subjekt može ostvariti svoje ciljeve u tržišno otvorenoj ekonomiji.

Najrazvijenije zemlje ulaze u postindustrijsko informatičko društvo. Poduzeće mora biti osposobljeno za brze inovativne promjene, pri čemu djelovanje čovjeka postaje bitan faktor razvitka poduzeća. Sve to skupa pretpostavlja privredne i političke slobode, jer su upravo na tome kruti i nepokretni totalitarni sustavi izgubili povijesnu bitku sa slobodnim i razvojno sposobnim sustavima razvijenoga Zapada. Upravo se u tome ogleda važnost političke demokracije s izgrađenom političkom kulturom, tolerancijom i dijalogom. Socijalno-tržišna privreda razvijenih zemalja nije nastala preko noći. Stvorene i složene tržišne strukture plod su ekonomske i političke konkurencije. U takvom okruženju poduzeće djeluje kao katalizator tržišnih procesa i poduzetništva, a to omogućuje transparentnost tržišta.

Sam proces tranzicije iz totalitarnog socijalizma u kapitalizam stvara velike probleme, što se odražava i na poduzeće kao glavnog nositelja tih promjena. Promjene koje nastaju - nisu samo nekoliko zakona, nego se radi o velikom preokretu rušenja starog i građenja novog. Mijenjaju se društvene vrijednosti, svjetonazor, pravila igre, poslovna i politička kultura. Dakle, mijenja se glavna struktura moći u društvu i u poduzeću.

Poduzeće je postalo ključna tema rasprava u reformi gospodarskog sustava i tu se vidi ključ učinkovitosti, dinamike gospodarskog i tehničkog razvitka i mogućeg rješenja sadašnje svekolike krize i općeg zaostajanja u odnosu na razvijeni svijet. Hrvatska mora težiti onome što su visokorazvijene zemlje već osigurale, a što se prije svega odnosi na učinkovitost gospodarstva i na visoki životni standard, na slobodu i na socijalnu sigurnost građana. U toj međugri slobodnog demokratskog političkog sustava i slobodne tržišne poduzetničke privrede nastaju i pretpostavke ulaska u postindustrijsko društvo.

Poduzeće je povijesna kategorija koja se teško može razumjeti bez sagledanja njegova mjesta i funkcije u društvenoj reprodukciji i bez njegove međuovisnosti i djelovanja s gospodarskim sustavom. U tom je kontekstu poduzeće glavni djelatni oblik povezivanja i konfrontacije interesa; ono je osnovna privredna institucionalna jedinica kao osamostaljena kapitalska egzistencija. Poduzeće je i autonomna tržišno-financijska jedinica. Poduzeće je ekonomski subjekt i pravna osoba u

klasifikaciji oblika privrednog organiziranja. Poduzeće je podsustav privrednog sustava, pri čemu privredni sustav određuje funkciju i uvjete djelovanja poduzeća. Istovremeno je potrebno sagledati širi kontekst okruženja u kojem djeluje poduzeće. To se ponajprije odnosi na politički sustav koji određuje osnovne ustanove privrednog sustava i društvene odnose, odnosno glavnu strukturu moći. Ustanove političkog sustava imaju svog izravnog utjecaja na funkcioniranje pravnog sustava, čime je definirana ekonomska i politička struktura moći. Važan je proizvodno-tehnički sustav koji sadržajno obuhvaća proizvodno-tehnički aparat, znanost i istraživanje i slično. Proizvodno-tehnički sustav djeluje bitno na poduzeće i na njegove promjene, jednako kao i na ukupan privredni i tehnički razvitak. Tome još valja dodati i sociokulturni sustav koji predstavlja nagomilano povijesno iskustvo i tradiciju. U tom se kontekstu kapitalizam, odnosno kapitalistički privredni sustav, sa slobodnim poduzetništvom, privatnim vlasništvom i tržišnom konkurencijom i demokratskim političkim sustavom, pokazao sposobnim da rješava nove probleme u stvorenim novim okruženjima. Na tim osnovama nastaje i znanstveno-tehnološka revolucija i na njima je zasnovan moderan ulazak u informatičko postindustrijsko društvo. Između pojedinih zemalja postoje povijesne, kulturno-socijalne i proizvodno-tehničke razlike, pa to implicira razlike u gospodarskom sustavu, uključujući i poduzeće.

Poduzeće nije samo mjesto za proizvodnju dobara i usluga, nego je i središte opsežnog socijalnog problemskog polja. Ono u principu obuhvaća: (1) tržišne partnere, (2) radnike, (3) vlasnike, (4) interesne grupe i (5) državu.

Poduzeće je multidimenzionalno polje odlučivanja i predstavlja mrežu osobnih odnosa u sebi i prema okolini. Odnosi među ljudima u društvu i poduzeću mogu se pojavljivati kao odnosi partnerstva, solidarnosti i konflikta, što znači da poduzeće kao ljudska organizacija nije interesno homogeno i dijeli se na poslodavce i posloprimce.

Poduzeće se može promatrati kao izveden ekonomski subjekt koji djeluje na tržištu i kao izvorni ekonomski subjekt. Izvorni je ekonomski subjekt vlasnik kapitala, dominantan dioničar ili drugi oblik organiziranog utjecaja. U tom je sklopu važan element i vlasništvo kapitala, jer ono određuje osnovnu motivaciju i ponašanje poduzeća. Vlasništvo u poduzeću obuhvaća kapital i učinke kapitala jednako kao i dobit. U ekonomskom smislu riječi, vlasništvo je monopol na ograničenim resursima kojima se raspolaže i iz toga proizlazi i ekonomska moć u poduzeću. Potrebno je istaknuti da ograničeni resursi nisu samo financijski kapital, nego i znanje, informacije, poduzetništvo, prirodni uvjeti i slično. U suvremenim uvjetima djelovanja poduzeća menadžerske sposobnosti postaju kapitalne i sve je, više poduzetnički menadžment ravnopravan partner vlasnicima kapitala. Strateški je cilj poduzeća njegov opstanak, a u okviru takve koncepcije poduzeće ostvaruje svoje ciljeve poslovanja: profitabilnost poslovanja i uvećavanje bogatstva dioničara. Ako poduzeće ne kapitalizira raspoloživi kapital, dolazi do promjena u menadžmentu uključujući i institute stečaja, odnosno likvidacije. Poduzeće nije samo instrument kao autonomni gospodarski subjekt, nego ima i vlastitu ekonomsku i socijalnu

subjektivnost. Na svoj je način struktura moći u poduzeću u međuovisnosti sa državnom strukturom moći, odnosno sa društveno- ekonomskim sustavom. Nikada se ne smije izgubiti iz vida da je poduzeće kao izvorni ekonomski subjekt nositelj moći i dominantnog interesa što se ostvaruje putem menadžmenta koji je realizator osnovnog interesa izvornog subjekta, odnosno njegov kreativan i operativan dio.

### *Sustavni pristup poduzeću*

Kao što je poznato, teorija sustava bavi se objašnjavanjem zakona koji određuju principe nastajanja, ponašanja i razvitka općeg sustava, ali i sustava različitih tipova i oblika. Najopćenitije govoreći, teorija sustava skup je općih metoda, specifičnih tehnika i algoritama za analizu i sintezu sustava, za identifikaciju, za adaptaciju i za ono što je najvažnije za poduzeće kao nositelja proizvodnje dobara i usluga - optimalizaciju. Uglavnom se koriste dvije metode istraživanja: empirijsko-intuitivna i logično-deduktivna. Korisna je empirijsko-intuitivna metoda, jer omogućuje vezu s realnim problemima i eksperimentalnu provjeru teoretskih postavki. Teorija sustava potrebna je za rješavanje problema upravljanja. Dakle, potrebno je koristiti se sustavnim prilazom poduzeću, koji podrazumijeva analizu svih dijelova i funkciju sustava.

Najopćenitije govoreći, osnovne bi karakteristike sustavnog pristupa bile: sustavni pristup implicira kreativan proces, kombiniranje empirije i teorije, pragmatizam u prilazu i aktivan udio ljudi neposredno vezanih uz funkcioniranje sustava. Danas je sustavni prilaz za rješavanje ekonomskih, političkih, socijalnih i znanstvenih problema općeprihvaćen i priznat u cijelom svijetu, a za rješavanje upravljanja koristi se sustavska analiza. Na sustavsku se analizu naslanjaju opća teorija sustava, ekonomska analiza, logično-strukturna analiza, operacijska istraživanja i primijenjena sredstva i metode. Kod sustavnog se pristupa razdvajaju ovisne i neovisne pojave, čime se postiže izbjegavanje kaosa. Nastaju sve složenije relacije vezane uz procese decentralizacije donošenja upravljačkih odluka na razini poduzeća. Zapravo je donošenje kolektivnih i pojedinačnih odluka vezano uz korištenje raspoloživih resursa. Kod poduzeća kao poslovnog sustava javlja se materijalna i intelektualna komponenta, a njihov međusobni odnos ovisi o razini organiziranosti, eksternih okruženja i o tehničkoj razini.

Problematika upravljanja manifestira se kao problematika postavljanja pravih pitanja, jer je besmisleno tražiti odgovore na loše postavljena pitanja. Greška koja se najčešće pojavljuje u upravljanju poduzećem jest stav kako upravljati postojećim poslovnim sustavom poznatim metodama upravljanja. Greška je u "postojećim" i "poznatim". Prilikom projektiranja budućnosti poduzeća teško bi bilo prihvatiti stav da će ono imati istu ili sličnu strukturu odlučivanja, relacije funkcioniranja i slično. Ukratko, pravolinijsko razmišljanje kao filozofija produžetka sadašnjice javlja se kao pogrešna pretpostavka. Iz toga proizlazi da je sustavni pristup kvalitetan proces i okrenut je modeliranju kao nositelju konverzije resursa. U tom kontekstu poduzeće se mora promatrati na modelu: funkcioniranje poduzeća sa stajališta

konverzije resursa, funkcioniranje poduzeća sa stajališta upravljanja, funkcioniranje poduzeća sa stajališta planiranja poslovanja, funkcioniranje poduzeća sa stajališta odlučivanja. Na takav način poduzeće donosi odluke vezane uz: izbor poslovne strategije, izbor poslovne taktike, izbor operativne i poslovne akcije.

Poduzeće u svome djelovanju nikada ne teži jednome cilju, a ni sam financijski pokazatelj uspjeha nije dovoljan kao cilj. Poduzeće u svom poslovanju upotpunjuje razne zahtjeve i ciljeve, što zapravo znači da poduzeće ima višestruke ciljeve. Osnovni cilj poduzeća jest samoodržavanje i može se reći da je opstanak poduzeća ideal. Osim realizacije opstanka, poduzeće kao složen poslovni sustav ostvaruje i posredne ciljeve:

- (1) Rast kao prijelazak iz jednog stanja u drugo više stanje. Rast poduzeća imperativ je opstanka. Rast poduzeća ima svoju kvalitativnu dimenziju, pri čemu je potrebno uspoređivati stopu rasta osnovnih financijskih pokazatelja s konkurencijom, uključujući i granu djelatnosti u kojoj poduzeće posluje.
- (2) Učinkovitost koja je vezana uz funkcioniranje poduzeća kako u fazi investicijskog ciklusa, tako i u fazi eksploatacijskog poslovanja i ciklusa financiranja. U biti je najvažnija učinkovitost u korištenju resursa kojim poduzeće raspolaže.
- (3) Sigurnost koja osigurava kontinuitet funkcioniranja poduzeća. Svaki zastoј ugrožava poduzeće, tj. njegov opstanak.

Da bi se poduzeće moglo slobodno razvijati i učinkovito se koristiti svojim potencijalima i svim poticajima na modelu slobodnog poduzetništva, mora postojati razvijen tržišni mehanizam, odnosno mora postojati tržišna struktura koja se manifestira u funkcioniranju tržišta faktora, tržišta proizvoda i u financijskom tržištu. Razvijena tržišna struktura omogućuje pribavljanje svih faktora i uvjeta uspješne proizvodnje u konkurencijskim uvjetima. Znači, tržišna struktura omogućuje poduzeću vremensku i prostornu koincidenciju svih proizvodnih faktora i usluga i mogućnost njihove optimalne kombinacije. Tako shvaćeno tržište obuhvaća, ne samo tržište roba i usluga, već i kapitala, radne snage, znanja, tehnologije, informacija, ideja i menadžmenta i tržište poduzeća i poduzetništva. Dakle, i poduzeće postaje roba na tržištu. U procesima tranzicije posebno se aktualiziraju problemi vezani uz opstanak poduzeća. Pojedina poduzeća propadaju, a nova niču. Taj je kontinuirani proces starenja i obnove poduzeća bazalni metabolizam privrede. Ako poduzeće nije vitalno, tj. ako ne može ostvarivati profitabilnost poslovanja, ono propada i nastaju nova poduzeća koja imaju supstitucijski učinak i omogućuju ostvarenje velikih ekonomskih ciljeva na razini nacionalne ekonomije, kao što su: zaposlenost, razina plaća, životni standard i slično.

U funkcioniranju poduzeća kao složenog poslovnog sustava značajno mjesto pripada poduzetništvu, a to se posebno odnosi na procese tranzicije, jer se radi o implementaciji poduzetništva kao o kategoriji inherentnoj poduzeću. Radi se, zapravo, o rehabilitaciji poduzetništva i poduzetnika u uspostavi tržišno otvorene ekonomije. U okvirima tržišne strukture tržište nije samo spontan i objektivan mehanizam regulacije (nevidljiva ruka), a konkurencija nije samo takmičenje cijena

i kvalitete, nego se odigrava borba ekonomskih i političkih struktura moći s mogućnošću dominacije i manipulacije. U tom kontekstu tržište može proizvoditi i negativne učinke, uz napomenu da je napušten koncept tržišne demokracije koji je manifestiran u fazi liberalnog kapitalizma. U procesu povezivanja ekonomske i političke moći dolazi do procesa u kojem se ekonomska moć pretvara u političku, a politička u ekonomsku, što može rezultirati političkim oligarhizmom. U tom je kontekstu važno osigurati da tržište djeluje pozitivno, tj. da bude kompletno tržište svih faktora i elemenata poslovanja i da bude slobodno i otvoreno bez monopola i dominacije s odgovarajućim pravilima ponašanja, kontrolom i sankcijama (kontrolni i regulacijski mehanizmi).

I samo poduzetništvo može proizvoditi negativne pojave ako se generira na modelu špekulacija, nelojalne konkurencije, neprimjerene eksploatacije radnika, ako proizvodi ekonomske i ekološke štete. Postoje slabosti s toga naslova kod zemalja u tranziciji, među koje se ubraja i Hrvatska. To ne znači da nije potrebno prihvatiti pozitivnu ocjenu o poduzeću i poduzetništvu, kao civilizacijsku stečevinu koja mora osigurati uspješnu kombinaciju slobode poduzetništva, odgovornosti i rizika, tržišne konkurencije i učinkovitosti privređivanja. Na tom je modelu poduzeće postalo jedna od osnovnih ustanova ljudskoga društva. Može se ustvrditi da je moto poduzetništva - pojedinačni kapital koji se u konkurenciji sa drugim kapitalima bori za svoje oplođivanje i ekspanziju. Poduzetnik djeluje kao personifikacija kapitala. Bez inovativnog i slobodnog poduzetništva nema razvijenog poduzeća, a to znači ni nacionalne ekonomije u cjelini. Ekonomskom sustavu koji generira proizvodnju dobara i usluga potrebni su moderno poduzeće i spremno poduzetništvo. Tržišna konkurencija i poduzetništvo izazivaju proces diferencijacije i određenu nesigurnost, a to, opet, sa svoje strane, potiče učinkovitost i razvitak. Nije lako pronaći mjeru nejednakosti koja bi bila dovoljno stimulativna sa stajališta učinkovitosti i razvitka s jedne strane, a ekonomski i socijalno podnošljiva sa stajališta solidarnosti i društvene stabilnosti (preraspodjela odnosno socijalni retransferi), sa druge strane. U stvarnosti, u gospodarstvu se mora stvoriti okruženje konkurencije i učinkovitosti, a izvan gospodarstva više solidarnosti i socijalne sigurnosti.

### *Suvremene tendencije u razvitku poduzeća*

U najrazvijenijim zemljama nastaju suvremene promjene u poduzeću, i to pod utjecajem znanstveno tehnološke i, prije svega, informatičke revolucije, kojom, zapravo završava industrijsko društvo i nastaje postindustrijsko informatičko društvo. Te se promjene ogledaju u činjenici da su "bijeli ovratnici" brojniji od "plavih ovratnika". Više ljudi radi s informacijama, nego što ih radi u proizvodnji materijalnih dobara. Dakle, nastaju promjene u industrijskom društvu, promjene koje nosi postindustrijsko informatičko društvo i aktualne promjene u metodama menadžmenta. Promjene koje se događaju u gospodarskom, socijalnom i tehničkom razvitku, uključujući i međunarodne ekonomske i tehničke odnose, dovode do

promjena i u unutrašnjim odnosima u poduzeću i u odnosu poduzeća prema okolini. Nastaje proces reforme poduzeća. U isto vrijeme nastaju i procesi demokratizacije i humanizacije unutarnjih odnosa u poduzeću. To se manifestira u pojavi promjena autoritativnih hijerarhijskih odnosa s raznim oblicima participacije i partnerstva u mnogim zemljama.

Integracije i procesi restrukturiranja poduzeća doveli su do velikih poduzeća i do privrednih koncentracija s velikom ekonomskom društvenom moći koje utječu na užu i širu ekonomsku i društvenu okolinu. Nastaju novi kriteriji odgovornosti takvih poduzeća. Poduzeće predstavlja interesno pluralističku ustanovu.

Sadašnju etapu razvitka karakterizira brzi razvitak znanosti i tehnike, stvaranje velikih prirodnih koncentracija i poslovnih sustava i stvaranje velikih međudržavnih gospodarskih integracija i velikih zajedničkih tržišta sa slobodnom cirkulacijom robe, kapitala i radne snage. Veličina poduzeća i njegov udio na tržištu nije jedina atribucija. Veliku važnost imaju financijska i intelektualna snaga, posebno razvojna i istraživačka, koja osposobljava poduzeće da kreira ideje i ostvaruje promjene. Prelazeći nacionalne okvire, poduzeća postaju međunarodna i svjetska, pri čemu posebnu važnost imaju multinacionalne i transnacionalne kompanije. Nova tehnička sredstva na području informatike i tehnologije upravljanja omogućuju upravljanje velikim sustavima, ali i demokratsku decentralizaciju. Uvodi se multidivizionalna organizacija.

Promjene poduzeća i njegov položaj prema okolini karakteriziraju brojni prijelazi, a to se manifestira kao prijelaz: od orijentacije na prošlost prema orijentaciji na budućnost, od poduzeća usredotočenog na proizvodnju prema poduzeću usredotočenome na proizvod (tržište), od poduzeća u pregovaračkoj okolini, prema poduzeću u konkurentskoj okolini, od polarizacije kapitala i rada, prema osmozi kapitala i rada, od vlasničke kontrole prema profesionalnom menadžmentu, od akumulacije izvora prema racionalnom razvitku, od slučajne inovacije prema znanstvenom upravljanju inovacije, od koncepta ekonomskog čovjeka prema konceptu pluralističke motivacije, od izolacije poduzeća prema poduzeću u pluralističkom društvu, od klasične organizacijske teorije prema pluralističkoj organizacijskoj teoriji.

Iako se to odnosi na razvitak američke privrede (Van der Haas, H.: "The Enterprise in Transition", London, 1967.), ipak ima opće značenje. Organizacija poduzeća mijenja se od krute u matričnu organizaciju. U tim se okolnostima stvara i novi tip poduzetnika. Tromost velikih organizacija na tehnološki dinamičnim područjima dovela je do stvaranja malih i srednjih poduzeća. Novi tehnološki postupci i prodori novih industrijskih grana i diversifikacija doveli su do unutarnjih promjena u poduzeću. Koncept sustavskog poduzeća mijenja horizontalnu i vertikalnu organizaciju poduzeća. Procesom povezivanja integriraju se svi elementi za zadovoljenje funkcija poduzeća u suvremenim uvjetima. Tako nastaje kompleksna i kompletna organizacija, u kojoj su sve potrebne aktivnosti povezane, koordinirane i sinkronizirane. Spontanom povezivanjem kroz tržište i konkurenciju, s mnogo trvenja, neusklađenosti i konfrontacija, nastaje "sustavsko poduzeće". Velike promjene suvremenog poduzeća u funkcionalnom i institucionalnom smislu bile bi: odnos poduzeća

u sebi i prema privrednoj i društvenoj okolini, rast poduzeća i njegovog prostornog širenja i djelovanja, rast veličine i promjene strukture poduzeća u smislu diverzifikacije proizvodnje i divizionalizacije organizacije, stalnost i trajnost organizacije podliježe brzim promjenama, kao učeći sustav poduzeće se mijenja u međudjelovanju sa svojom okolinom.

Poduzeće zadržava svoj osnovni poduzetnički sadržaj i prenosi ga u sire složene komplekse. Klasično je poduzeće s individualnim poduzetnikom u industrijsko doba bilo potiskivano. Stvaranje velikih poslovnih sustava omogućilo je sinergičke učinke kooperacije i koordinacije, ali je došlo i do ograničenja za razvitak, za inoviranje i za dinamiziranje proizvodnje. Kao posljedica tih procesa dolazi do monopolnih ili oligopolnih situacija.

Posebno su značajne promjene poduzeća na prijelazu u postindustrijsko društvo. Izuzetno su zapažena gledanja Tofflera u njegovoj knjizi: "Šok budućnosti". Toffler, razmatrajući razvitak tehnologije, privrede i društva, dijeli razvitak čovječanstva na tri velika razdoblja, odnosno vala. Prvi su val poljoprivredna revolucija i poljoprivredno društvo. Drugi val predstavljaju industrijska revolucija i industrijsko društvo (1750.1955). Treći je val postindustrijsko informatičko društvo, od 1955. pa dalje. U najrazvijenijim zemljama odigrava se sukob drugog i trećeg vala s velikim promjenama u tehnologiji, u proizvodnji informacija i u načinu mišljenja i ponašanja, u svjetonazoru, u položaju i u ponašanju poduzeća i čovjeka (vlasnika, poduzetnika, menadžera i radnika). Zbog svoje neučinkovitosti i nesposobnosti za promjene došla su kruta i dogmatska društva u veliku ekonomsku i političku krizu, a to je rezultiralo lomovima i nasilnim promjenama.

Ukratko, osnovne su karakteristike poduzeća u drugome valu: standardizacija, specijalizacija, sinkronizacija, koncentracija, maksimalizacija i centralizacija. U trećem se valu to bitno mijenja. Bitna je karakteristika poduzeća drugoga vala (tradicionalna industrijska korporacija masovna proizvodnja u velikim serijama i u standardiziranoj proizvodnji, s velikim jedinicama kapaciteta, s hijerarhijskom organizacijom i sa centraliziranim upravljanjem, sa stabilnom organizacijom i tehnologijom, s rutinskim menadžmentom i sporim reagiranjem na promjene u okolini. Osnovna snaga kompanija velika su postrojenja i kapital. Isto su tako postojale razvijene stožerne službe i dugoročno planiranje. U trećem valu dolazi do procesa prilagođivanja velikim dinamičkim promjenama u okolini, tržištu i tehnologiji. Nastaje potreba fleksibilnosti, elastičnosti i sposobnosti za promjene proizvodnje, organizacije i menadžmenta. Nastaje potreba istraživanja tržišta i marketinške orijentacije. Stvaraju se manje jedinice kapaciteta i manja poduzeća. U tim se procesima uvode slobodnija i fleksibilnija radna mjesta i radno vrijeme. Dolazi do procesa decentralizacije i mrežne organizacije sa samokontrolom. Menadžment se pretvara u dinamično vođenje. Uloga se čovjeka povećava, a njegov se položaj poboljšava. Neke se mrežne kompanije teško prilagođuju tim promjenama, koje karakteriziraju kao neprilagodive organizacijske dinosauruse. Javlja se potreba za koherentnim alternativama, odnosno za novim vizijama. Pojačava se uloga planiranja.



Zanimljiva su i gledanja Naisbitt u knjizi "Megatrendovi". On je opisao novi svijet koji nastaje u SAD i glavnu društvenu instituciju-poduzeće koje je nositelj tih promjena. Glavni su megatrendovi: umjesto industrijskog društva, informatičko društvo, umjesto forsirane tehnologije, high tech/high touch (visoka tehnologija i emotivno prožimanje), umjesto nacionalne privrede svjetska privreda, umjesto kratkoga roka dugi rok, umjesto centralizacije decentralizacija, umjesto pomoći ustanova samopomoć, umjesto predstavničke demokracije participativna demokracija, umjesto hijerarhije mrežna struktura, umjesto ili - ili odluke višestruke mogućnosti izbora.

Preko tih megatrendova nastaje novo informacijski bogato društvo koje je decentralizirano, uz istovremeni proces globalizacije, a to rezultira društvom s multiplim opcijama. U svemu tome posebna uloga pripada poduzetništvu, koje se manifestira i kao tendencija da se društvo menadžera pretvara u društvo poduzetnika. A znakovit je i proces nestajanja srednjeg menadžmenta. Kompjutoru pripadaju značajna uloga i mjesto, pa to dovodi do urušivanja upravljačke piramide. Javlja se i integrirano poduzetništvo. Hijerarhije se pretvaraju u mrežne strukture, pa se stvaraju interdisciplinarnе skupine, partnerstva, visokomotivirane kreativne skupine i slično. Sazrijevanje svijesti o ciljevima poduzeća postaje katalitička snaga, a sama vizija ima motivirajuću snagu koja se pretvara u viziju rasta i prosperiteta.

Promjene u strukturi i u upravljanju poduzećem jednako kao i promjene koje nastaju u mišljenju i ponašanju čovjeka pri prijelazu iz industrijskog u postindustrijski model, prikazao je A. Meyer-Faje. Bitne značajke: umjesto linearnog mišljenja, mišljenje u krugovima, umjesto centralizacije koncentracije decentralizacija, umjesto sinkronizacije prostorno i vremensko fleksibilno uređenje, umjesto krutosti organizacije fleksibilna organizacija, umjesto hijerarhije radne strukture kooperativna radna struktura, umjesto proizvodne orijentacije tržišna orijentacija, umjesto linearnosti multiplo umreženje, umjesto vertikalnosti horizontalnost, umjesto izoliranog stvaranja volje kooperativno stvaranje volje, umjesto signifikantnih sredstava upravljanja: naredba kontrola, signifikantna sredstva upravljanja: motiviranje i koordiniranje, umjesto detaljnih uputstava davanje okvira kompetencije.

Brze i velike promjene u okolini odražavaju se na promjene u poduzeću i na njegov odnos prema okolini. Poduzeće mora izbjeći proces zaostajanja. Promjene u djelovanju poduzeća mogu biti vezane uz vlasništvo, pri čemu se javljaju mogući modeli unutar poduzeća (otkup - buyout) ili izvan poduzeća (kupnja - takeover). Kao oblici restrukturiranja poduzeća javljaju se akvizicije, fuzije i slično.

Poduzeće se nalazi u prijelomnom razdoblju, a intenzivni razvitak znanosti dovodi do promjena u načinu proizvodnje. Sve se više gubi neposredan dodir s predmetom rada u procesu rada, a to se ogleda u činjenici da se automatiziranom proizvodnjom upravlja uz pomoć kompjutorskih sustava. U tome kontekstu u ukupnom radu raste udio pripremnog rada u odnosu na izvršni rad. Tehnološke su promjene najviše vezane uz mikroelektroniku, robotiku, informatiku i uz biogenetiku. Kao što je već istaknuto, najrazvijenije zemlje ulaze u postindustrijsko informatičko društvo. Globalizira se svjetska privreda, a to stvara istovremeno

nove mogućnosti i nove probleme. Tako, osim procesa humanizacije i demokracizacije društva, dolazi do suprotnih tendencija. Na svoj način budućnost postaje otvorena i neizvjesna, a događaju se intenzivne promjene u zgnusnom vremenu. Naprosto se mora naučiti živjeti s neizvjesnošću i sa promjenama. Stabilnost i egzistencija poduzeća najviše su vezani uz njegovu sposobnost za inovativne promjene. U tom je kontekstu vrijeme stalnosti organizacije, proizvodne strukture i djelovanja prošlo. Iz prošlosti se više ne može mijenjati budućnost, a osnovnu snagu razvitka, osim kapitala i tehnologije, čine i kreativni inovativni kadrovi. Sve to skupa čini okruženje u kojem se poduzeće ne može tretirati izolirano, već kao međuovisan dio gospodarstva i društva u cjelini. Nije više dovoljna mikroekonomska kalkulacija troškova i prihoda poduzeća (benefit-cost), već se moraju uključiti i društveni troškovi i koristi (eksterne ekonomije). Neizvjesnost budućnosti poduzeće suprotstavlja istraživanjem budućnosti i heurističkim metodama programiranja. Mijenja se i kvaliteta poslovne politike poduzeća koja se sve više približava razvojnoj politici i spaja se s njom. Strateško se planiranje i upravljanje, spaja u strateško upravljanje, a dnevna se aktivnost pretvara u operativnu strategiju (misli globalno i dugoročno, i djeluje konkretno).

Organizacijsko-upravljačka struktura poduzeća postaje elastičnija i fleksibilnija. Informacijski sustav daje nove mogućnosti za reagiranje na slabe signale. Nastaje nova poslovna filozofija poduzeća. Misiju i viziju poduzeća prihvaćaju menadžment, vlasnici i radnici i internaliziraju u svojem djelovanju. Javlja se potreba stalnog kritičkog odnosa, kreativnosti i inovativnosti. Isto su tako znakoviti procesi snižavanja upravljačke piramide. Razvija se holističko i umreženo mišljenje. Poduzeće se izgrađuje kao senzibiliziran dinamički učeći sustav. Sama vizija "rasta bez granica" nije dostatna, jer proizvodi i brojne socijalne probleme iz čega izbijaju socijalni konflikti. Zamjetan je raskorak između općeg bogatstva i osiromašenja, što rezultira zahtjevima za društvenu pravičnost.

Razumijevanje poduzeća u suvremenim procesima globalizacije svijeta i u promjenama koje nastaju iz prijelaza industrijskog društva u postindustrijsko, implicira potrebu afirmacije poduzeća kao nositelja razvitka i u hrvatskom gospodarskom sustavu. Ako hrvatska poduzeća, kao nositelji realnog sektora, ne budu osposobljena za promjene i procese uklapanja u trendove, nastat će degenerativni procesi udaljivanja hrvatskog gospodarstva od modernih tržišnih ekonomija. Hrvatska manifestira visoku razinu distributivne ekonomije, umjesto implementacije i postuliranja tržišno otvorene ekonomije. Hrvatsko poduzeće u sadašnjim okolnostima ne može biti najznačajniji čimbenik rasta i razvitka a bez osposobljenog poduzeća koje koncentrira sve potrebne resurse za razvitak, ne može biti ni razvitka: U tom su kontekstu potrebne korjenite promjene hrvatskog gospodarskoga sustava, i to ne u deklaracijama, nego u stvarnom funkcioniranju. Hrvatska ekonomija ne može biti učinkovita ako osnovni agens privređivanja poduzeće nije nositelj najprogressivnije ekonomske funkcije društva funkcije akumulacije.

## Financiranje poduzeća

### *Općenito*

Poduzeće kao složen i autonomni privredni subjekt valja promatrati multidimenzionalno. Značajno je pitanje koncepcije poduzeća, odnosno kako pristupiti poduzeću. Važan je komercijalni (tržišni), proizvodni i financijski aspekt. Neće se pogriješiti ako se kaže da financijski pokazatelji najzornije odražavaju svekoliku zbilju poduzeća i oni se najučestalije koriste za dijagnozu ekonomskog stanja; oni odražavaju i tržišnu poziciju poduzeća, i njegov tehničko-tehnološki napredak. Svi su segmenti poslovne politike poduzeća značajni, pri čemu financijskom menadžmentu pripada središnje mjesto, funkcija i značaj. Financije na svoj način fokusiraju svu problematiku poduzeća i loše odluke o investiranju, financiranju i dividendi, ugrožavaju opstanak poduzeća u složenim i turbulentnim okruženjima. Izrečeno ne znači artifičijelno favoriziranje financija pred ostalim značajnim područjima poslovanja. Ako se financijska funkcija ostvaruje na racionalan način, ona onda uvećava cjelokupne efekte poslovanja. Produktivno i racionalno gospodarjenje novcem, uz uspostavljanje optimalnih odnosa u financijskim strukturama poduzeća, jest *condicio sine qua non* efikasnog poslovanja i ostvarenja strateških ciljeva poslovne politike poduzeća.

Za kontinuirano poslovanje poduzeća potrebno je osigurati optimalna financijska sredstva, jer njihova insuficijencija izaziva štetne posljedice. Sa stajališta poduzeća kao podsustava ekonomskog sustava i nositelja proizvodnje dobara i usluga ključno je pitanje likvidnosti i solventnosti. Kada se razmatra problematika investicija i financiranja uglavnom je fokus usmjeren na fiksna sredstva i na dugoročno financiranje. Problematika likvidnih sredstava odnosi se na kratkoročno financiranje, dakle, upravljanje obrtnim sredstvima obuhvaća novac, utržive vrijednosne papire, potraživanja i zalihe i administriranje kratkoročnim obvezama. Sredstva koja se ne pretvaraju u novac unutar jedne godine smatraju se fiksnim sredstvima i predstavljaju područje određivanja potrebnog kapitala, a administriranje dugoročnim financiranjem smatra se sadržajnim razmatranjem o strukturi kapitala. Takva podjela u razmatranju likvidnih sredstava ne može se shvatiti mehanički, iako je najveći dio upravljanja obrtnim sredstvima usmjeren na lijevu stranu bilance stanja, odnosno optimaliziranja iznosa novca, utrživih vrijednosnih papira, potraživanja i zaliha, a izostaje optimalizacija drugih likvidnih sredstava i cjelokupnog vrednovanja poduzeća. Optimalizacija znači ujedno i uravnoteživanje odnosa u strukturi sredstava. Sva se imovina poduzeća izražava u novčanom, odnosno u vrijednosnom obliku. U uvjetima robnonovčanih odnosa i kružnog kretanja kapitala bitno je "lako" pretvaranje (zamjenjivanje) pojedinih oblika imovine (dobara), poduzeća u novac, jer je novac središnja kategorija i predmet je raznovrsnih i svih mogućih financijskih transakcija. Različita sredstva pokazuju različite stupnjeve likvidnosti. Novac je prvorazredno sredstvo likvidnosti (definitivna solucija dugova), a ostala sredstva imaju manji stupanj likvidnosti, tako da za sredstva različita od novca, novac ima dvije dimenzije: vrijeme potrebno za konvertiranje sredstava i stupanj izvjesnosti vezan za konverziju i odstupanja cijena za sredstva.

Uz pojam likvidnosti nadovezuje se kategorija solventnosti, koja se pretežno veže uz platnu sposobnost poduzeća. Poduzeće je pravno solventno kada je ukupna imovina poduzeća veća od ukupnih obveza, kada aktualna solventnost označuje sposobnost poduzeća da raspoloživim novčanim sredstvima podmiri svoje obveze plaćanja u rokovima njihova dospijea.

Financiranje predstavlja dinamički proces. Upravo je u toj sferi potrebno sagledati dinamiku promjena. Okosnica procesa financiranja jest modeliranje odnosa s izvorima sredstava. U procesu financiranja stalno se izmjenjuju postupci pribavljanja novčanih sredstava, što se često označuje kao financiranje u užem smislu. Pribavljanjem novca uspostavljaju se financijski odnosi s izvorima. Nakon toga nastaje proces korištenja novca u poslovanju, a to se naziva i investiranjem. Kod investiranja dolazi do imobilizacije sredstava i ona se ne mogu slobodno koristiti. Kada se novac oslobađa iz kružnog toka nastaje proces dezinvestiranja, odnosno vraćanja novčanih sredstava izvorima, što se naziva i definciranjem.

Uspostava financijske strukture u poduzeću formalizira se u knjigovodstvu. Računovodstveni, odnosno knjigovodstveni dualitet omogućuje utvrđivanje strukture aktive (imovine) i strukture obveza i vlasničkog kapitala. Za ocjenu financijske strukture poduzeća dobre informacije pruža bilanca stanja, a mogu se koristiti i druge evidencije kojima raspolažu poduzeća. Pojedine stavke u strukturi pasive i aktive nisu odvojene, nego su međusobno povezane. U tom se kontekstu govori o vertikalnoj financijskoj strukturi, koja odražava strukturu imovine i strukturu kapitala i obveza. Horizontalna financijska struktura odražava povezanost između dijelova aktive i dijelova pasive. Što se tiče strukture aktive, najbitnije je da bude raspoređena po oblicima i vrstama koje omogućuju kontinuirano financiranje procesa poslovanja. Postoji kategorija konstitucije aktive koja odražava odnos obrtnih i osnovnih sredstava, iako je interes menadžmenta više vezan uz strukturu obrtnih sredstava. Imovina poduzeća može biti kratkoročno i dugoročno vezana, pa se zbog toga govori o osnovnim sredstvima, o trajnim obrtnim sredstvima i o fluktuirajućim obrtnim sredstvima. Što se tiče horizontalne financijske strukture, ona je predstavljena u rokovima povezanosti između dijelova aktive i dijelova pasive. Preko omjera pokrića, duga i likvidnosti daju se i osnovni odnosi u strukturi aktive i pasive. Valja napomenuti da se osnovna i trajna obrtna sredstva još nazivaju i kvalitetnim sredstvima. U strukturi obveza i kapitala, tj. kada se koristi dug kao izvor financiranja potreba, govori se o hibridnom modelu.

Ročna je struktura izvora financiranja značajna radi uravnoteženja odnosa i nenarušavanja potrebnog stupnja likvidnosti. Zbog toga je važno ocjenjivati bonitet i kreditnu sposobnost poduzeća. Kada je kratkoročna pasiva prema ukupnoj pasivi jednaka kratkoročno vezanoj aktivi prema ukupnoj aktivi, onda se postiže minimum povoljne ročne strukture izvora financiranja. Svako poduzeće uspostavlja svoju optimalnu strukturu izvora sredstava. Što se tiče vlasničke strukture kapitala, bitan je odnos između duga i vlastitog kapitala, a to se označuje uvođenjem financijske poluge.

Ujedno se struktura kapitala u suvremenim kapitalističkim poduzećima može kategorizirati:

- (1) Trajni kapital, koji je u obliku običnih dionica (equity u Velikoj Britaniji, a common štock USA). Vlasnici dioničkog kapitala primaju povrat kapitala razmjerno s uspješnošću rada poduzeća.
- (2) Preferencijalni kapital, koji je dio trajnog kapitala poduzeća, ali koji nosi određene posljedice, za razliku od običnih dionica.
- (3) Posuđeni kapital (obveznice), koji obično uključuje zadužnice i neosigurane zajmove preko dionica. Kao što je poznato, obveznice su čvrsto ukamativi vrijednosni papiri i kamate se plaćaju neovisno o profitu. Većina je posuđenog kapitala iskupiva.

Poštoje različite vrste dionica, a najviše su u upotrebi obične dionice i preferencijalne dionice. Dionička je potvrda skup prava u nekom poduzeću. U normalnim okolnostima obični dioničari imaju pavo na jedan glas po dionici koju imaju u vlasništvu. Imaju pravo na dividendu i za proporcionalni udio u imovini poduzeća u slučaju likvidacije. Zanimljivo je istaknuti da obične dionice imaju najveći rizik, ali za uzvrat daju najveći potencijalni povrat (profit).

Preferencijalne dionice imaju prioritet nad običnima. Prioritet se odnosi na dividende i otplatu kapitala u slučaju likvidacije. Tako, npr., tipične preferencijalne dionice nude vlasniku pravo na fiksnu dividendu. Postoji čitav niz varijacija, pa, npr., "kumulativne preferencijalne dionice" daju dioničarima pravo da primi ostatke dividendi iz budućeg profita, a to znači da imaju prednost u odnosu na obične dionice.

Zadužnice su vrsta vrijednosnih papira koje poduzeće izdaje, koristeći se svojom imovinom kao osiguranjem. Zadužnice imaju najviši prioritet prilikom plaćanja kamata i isplata kapitala po likvidaciji. Postoje i konvertibilne obveznice koje se izdaju u brojnim oblicima. U tom su kontekstu konvertibilni vrijednosni papiri mješoviti vrijednosni papiri s kombiniranim značajkama trajnog kapitala i duga.

Problematika financiranja poduzeća usko je vezana uz vremensku dimenziju. U tom se kontekstu razlikuje kratkoročno, srednjoročno i dugoročno financiranje.

### *Kratkoročno financiranje*

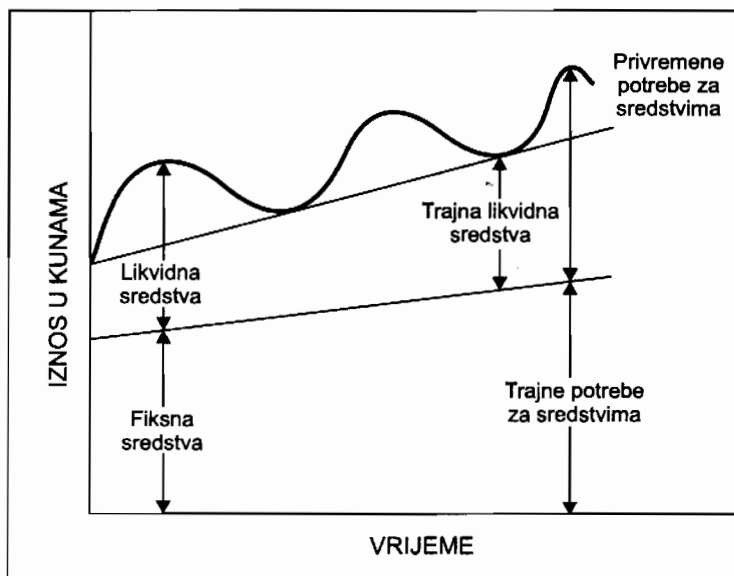
Kratkoročne obveze konvencionalno se tretiraju kao obveze kojih je rok dospjeća do jedne godine i dio su sveopćeg financijskog odlučivanja. Važna je problematika opsega zaduženosti prema trajnom kapitalu, sama struktura dospjeća duga, kao i uvjeti zaduživanja, koji mogu biti različiti. Poduzeće razrađuje svoj pristup modelu kratkoročnog financiranja i koristi se različitim financijskim instrumentima. Ako nedostaje vlastiti kapital, poduzeće se kratkoročno zadužuje, da bi financiralo kratkoročna i sezonska odstupanja u likvidnim sredstvima, a dugoročne kredite ili zaduživanje na srednji rok (do 5 godina) upotrebljava za financiranje

trajne komponente likvidnih sredstava. Trajna sredstva (fiksna sredstva i trajna likvidna sredstva) imaju karakter kvalitetnih sredstava, odnosno kvalitetnih izvora, a povremene potrebe za obrtnim sredstvima osiguravaju se prema potrebama poduzeća s kratkoročnim kreditima. Pregledno se struktura sredstava sagleda iz slike 1.

U prilagođivanju strukture izvora sredstva potrebama poduzeća postiže se optimalna struktura izvora, uz napomenu da se privremene fluktuirajuće potrebe pokrivaju privremenim kreditima, jer bi financiranje kratkoročnih potreba dugoročnim kreditom zahtijevalo plaćanje kamata, i to za vrijeme u kojem kredit nije potreban. Podešavanje u financiranju zahtijeva precizan raspored posuđivanja i otplate kratkoročnog kredita na način da odgovara očekivanom kretanju likvidnih sredstava. Iz toga proizlazi da se osnovna sredstva i trajna komponenta likvidnih sredstava financira dugoročnim kreditom, trajnim kapitalom i trajnom komponentom kratkoročnih obveza.

Slika 1.

#### ZATJEVI ZA FINANCIRANJEM; FINANCIJSKA POLITIKA PODEŠAVANJA



Otplaćivanje duga poduzeća vezano je uz očekivane buduće tokove novca, a oni ovise o poslovnom riziku poduzeća, zbog čega mogu nastati odstupanja u odnosu na očekivana kretanja. Raspored kreditnih dospeljeća, sa stajališta duga poduzeća, važan je u procjeni odnosa rizik - profitabilnost. U određivanju stopa izvjesnosti donose se odluke o udjelima kratkoročnog i dugoročnog financiranja. Može se predvidjeti da poduzeće financira dio očekivanih sezonskih zahtijeva sredstvima na dugoročnoj osnovi što posebno dolazi do izražaja ako su tokovi novca nedostatni, pa se dugoročno financiranje javlja kao potreba. Ako se javlja veliki raskorak između neto tokova novca i predviđenih očekivanja, poduzeće se služi kratkoročnim financiranjem ili nekim drugim mjerama. Poduzeće može smanjiti rizik novčane insolventnosti, produženja rasporeda dospeljeća otplate svojih kredita. Ta se problematika potreba za sredstvima i određenih stopa sigurnosti vidi iz slike 2.

Osim općih okvira, potrebno je istaknuti da se kao metode kratkoročnog financiranja, odnosno kao glavni izvori, mogu pojaviti: trgovački kredit, vremenska razgraničenja, komercijalni zapisi i kratkoročni krediti.

Trgovački kredit uobičajena je forma financiranja i jedan je od većih izvora kratkoročnih sredstava za većinu poduzeća. To djelomično proizlazi iz činjenice da se obveza plaćanja robe ne obavlja prilikom same isporuke, nego postoji odgoda prije dospeljeća plaćanja, a to rezultira kreditnim odnosom. Taj model financiranja odnosno korištenja sredstava dobavljača robe, povoljniji je od odobravanja kredita financijskih institucija. U modernom poslovanju postoje tri tipa trgovačkog kredita: otvoreni račun, mjenice i akceptni nalozi, uz napomenu da je najčešći aranžman otvorenog računa. Model otvorenog računa znači da prodavatelj odobrava kredit na osnovi kreditnog povjerenja kupcu. Umjesto otvorenog računa mogu se koristiti vlastite mjenice, u tom slučaju kupac potpisuje mjenicu koja se manifestira kao mjenični dug prodavatelju. Mjenica se koristi kao instrument osiguranja plaćanja. Potpisom mjenica kupac priznaje dug. Akceptni je nalog široko rasprostranjen u našoj praksi, a njime se priznaje zaduženost kupca.

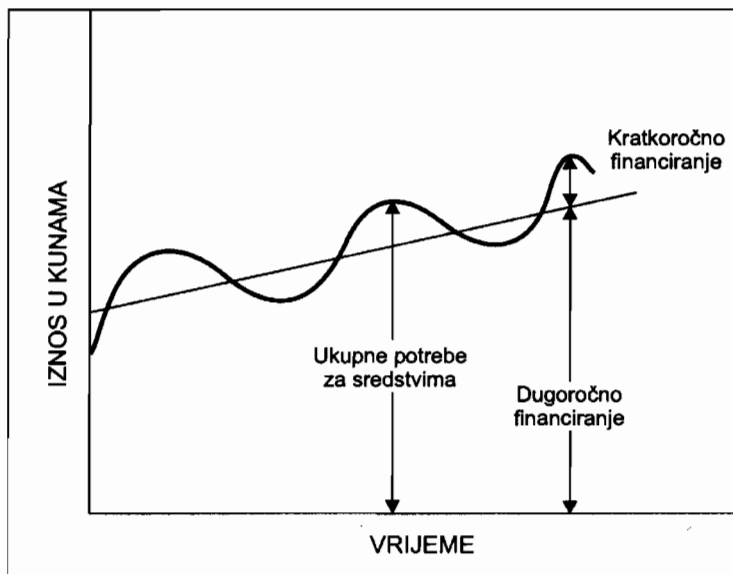
Računi vremenskih razgraničenja koriste se kao oblik spontanog financiranja i najuobičajeniji su njihov oblik plaće i porezi. Različita je dinamika plaćanja i vremenskih razgraničenja. Vremenska razgraničenja u principu predstavljaju besplatno financiranje, odnosno javljaju se kao beskamatni izvor financiranja. S tim izvorom financiranja valja biti oprezan.

Poduzeće zadovoljava svoje kratkoročne potrebe za sredstvima komercijalnim zapisima i drugim instrumentima novčanog tržišta. U anglosaksonskim zemljama komercijalni zapis neosigurana utrživa premisa prodan na novčanom tržištu. Te su mjenice neosigurane i predstavljaju instrument novčanog tržišta, pri čemu je veoma važan kredibilitet poduzeća koje se koristi tim instrumentom kao izvorom kratkoročnog financiranja. Tržište komercijalnih zapisa sastoji se od posredničkog tržišta i tržišta neposrednog plasmana. Posrednici kupuju komercijalne zapise od njihovih emitenata i prodaju ih investitorima, uz određenu proviziju. Zanimljivo je istaknuti da je to tržište visokoorganizirano i visokorazvijeno. Komercijalni zapisi imaju sezonski karakter iako se sve više okreću modelu revolvinga ili nekoj drugoj trajnijoj

osnovi. Prednost je komercijalnog zapisa u tome što je općenito jeftiniji od drugih oblika kredita koji se uzimaju od financijskih institucija.

Slika 2.

### POTREBA ZA SREDSTVIMA: STOPA SIGURNOSTI



Kao poseban oblik izvora sredstava pojavljuju se bankarski krediti na temelju akcepta vrijednosnih papira, što posebno dolazi do izražaja kod poduzeća koja se bave vanjskom trgovinom. Obično se radi o akceptu mjenice, jer taj instrument postaje visoko utrživ po akceptiranju (prihvaćanju). Izdavalac mjenice (trasant) ne mora zadržati mjenicu do svršetka datuma njezina dospijanja. Može doći do tzv. eskontiranja mjenice, pri čemu se obračunava diskont (eskont) koji zapravo predstavlja kamate. Obično se akcepti koriste za vanjsku trgovinu, a manji je dio akceptata vezan uz unutarnju trgovinu. Prihvaćanjem mjenice, banke mogu te mjenice prodavati na tržištu bankarskih akceptata, rezultat toga bio je da se u posljednjim godinama bankarski krediti na temelju akceptata vrijednosnih papira mnogostruko koriste.

Poduzeće se može koristiti i kreditima, koji se obično dijele na dvije kategorije: osigurani i neosigurani, uz napomenu da se neosigurani krediti rijetko nude, osim poznatim značajnim firmama koje imaju visoki stupanj kredibiliteta. Neosigurani bankarski krediti smatraju se samootplativima, jer kupljena sredstva generiraju dovoljan tok novca za otplatu kredita. Ujedno se koristi kreditnom linijom koja



omogućuje korisniku kredita da se prema potrebi koristi sredstvima. Dakle, neosigurane su kreditne linije vezane uz kriterij kredibiliteta. Vezano na kredite, koristi se i model revolvinga kredita, tj. kredit se produljuje, kada zajmoprimac zaželi. Zajmoprimac plaća proviziju na neiskorišteni dio kredita. U određenom smislu kreditne linije i revolving krediti nisu povoljni za kratkoročno financiranje, pa se javljaju transakcijski zajmovi. U posljednjim godinama sve se više koriste tzv. razvijeni ekspertni sustavi koje banke koriste u obradi poslovnih kredita.

Zbog nesavršenosti koje postoje na financijskom tržištu financijski menadžment razmatra svaku vrstu duga i strukturira dugovne instrumente da se iskoriste prednosti koje poduzeće ima. Za dugovne instrumente najznačajnije je njihovo dospijeće. Kratkoročni je dug jeftiniji od dugoročnog, u principu, ali je i rizičniji.

### *Srednjoročno financiranje*

Dok se kratkoročni krediti otplaćuju u kraćem roku od jedne godine, dotle se javlja potreba srednjoročnog financiranja poduzeća. Ta se sredstva koriste za financiranje trajnijih zahtjeva do pet godina. Najučestaliji oblik jest srednjoročni kredit. Uobičajena je praksa da poduzeća dobivaju kredit na osnovi instrumenata osiguranja povrata kredita, što se posebno odnosi na poduzeća koja nisu potvrdila uspješnost poslovanja, odnosno nemaju dovoljan kredibilitet, a to se manifestira kao loše mišljenje zajmodavaca o sposobnosti poduzeća da otplaćuje dug. Instrument osiguranja povrata kredita smanjuje rizik gubitka, pa to dovodi zajmodavca u situaciju da može naplatiti svoja potraživanja, s naslova otplate duga poduzeća, a ako to nije moguće, onda se koristi garancijska vrijednost kolaterala. Dakle, da bi se omogućila uredna otplata duga, bitna je očekivana razina likvidnosti poduzeća.

Modeli osiguranja kredita skuplji su od kredita koji nisu osigurani. Svi troškovi vezani uz korištenje kredita (provizije, kamate, dodatna osiguranja) prenose se na uzajmljivača. Što je razvijenija financijska infrastruktura, razvijeniji su i oblici korištenja kredita, uz napomenu da na tržištu kredita postoji konkurencija. Zajmoprimac uvijek teži kreditima koji su jeftiniji. Ukratko, pored boniteta poduzeća, zajmodavci traže i neku vrstu kolaterala, koji se javlja u obliku osiguranja ili zaštitnih odredbi u ugovoru o kreditu. U tržišno orijentiranim ekonomijama, uvjetima gdje postoji razvijena konkurencija, dužničko-vjerovnički odnosi reguliraju se ugovorima i zakonskim propisima. Postoji protekcija vjerovnika u odnosu na dužnike.

S naslova sigurnosti poslovanja zajmodavci traže kolateralu tržišne vrijednosti, koja je u principu veća od iznosa kredita, jer se u stvarnosti rijetko poklapa nominalna i tečajna vrijednost. Kada zajmoprimac ne ispunjava obveze, zajmodavac prodaje vrijednosni papir da bi namirio svoje potraživanje.

Jamčevna vrijednost kolaterala vezana je uz unovčivost tog vrijednosnoga papira, što predstavlja efikasno funkcioniranje sekundarnog tržišta. Značajan je rok na koji je izdan vrijednosni papir.

U strukturi likvidnih sredstava poduzeća najznačajnija su novčana sredstva, utrživi vrijednosni papiri, a na trećem se mjestu nalaze potraživanja od kupaca koja, ako nisu sporna i nenaplativa, pripadaju najlikvidnijim sredstvima aktive poduzeća. U tom su kontekstu potraživanja od kupaca poželjan kolateral kredita. Glavne su poteškoće u troškovima obrade kolaterala i u postojanju rizika prijevare. Model je jednostavan, jer se kredit dodjeljuje na osnovi potraživanja od kupaca. Važne su kvaliteta i veličina potraživanja. Na modelu potraživanja od kupaca razvili su se faktoring poslovi. Faktoring poslovi označuju pojavu kada poduzeća fakturiraju svoja potraživanja, odnosno dolazi do prodaje potraživanja faktoru. Organizacija ili agent kupnjom potraživanja preuzima odgovornost i rizik naplate. Prodaja može biti s regresom mjenice ili bez nje. Faktor izdaje čekove kojima se odobravaju računi potraživanja. Faktor preuzima funkciju kreditiranja poduzeća i naplate potraživanja. Za snošenje rizika i servisiranje potraživanja faktor dobiva naknadu u određenom postotku od nominalne vrijednosti potraživanja. Aranžman faktoriranja u principu je stalan. Glavni izvori faktoriranja jesu poslovne banke specijalizirane podružnice za faktoring ili bankarska holding poduzeća.

Zalihe su također oblik dovoljno likvidnih sredstava i one mogu biti kao kolateral. Zajmodavac određuje postotak koji će se odobriti od tržišne vrijednosti kolaterala, a to je vezano uz kvalitetu zaliha. Ako su zalihe nekurentne, onda obično ne dolazi do uspostavljanja dužičko-vjerovničkih odnosa. Marža koja se zahtijeva za sigurnost kredita, mala je, a iznos odobrenoga kredita dostiže vrijednost i do 90% od tržišne vrijednosti zaliha koje služe kao kolateral. Najvažniji elementi jesu unovčivost zaliha, stabilnost cijene na tržištu, pokvarljivost robe i sl. U tim aranžmanima mogu se koristiti hipoteke na pokretnu imovinu. U tim odnosima korištenja hipoteke zajmoprimac zadržava pravo na robu, a zajmodavac ima promjenljivo pravo zapljene zalihe, odnosno zalihe se ne mogu prodati bez suglasnosti zajmodavca. Postoje rigidni zahtjevi za identifikacijom pokretne imovine. Hipoteka nije baš prikladna za zalihi s brzim koeficijentom obrtaja.

Kao kratkoročno, tako se i srednjoročno terminsko financiranje samolikvidira. U situaciji kada poduzeće želi emitirati dugoročan instrument duga ili izdati obične dionice, a uvjeti na tržištu nisu povoljni, ono može zatražiti srednjoročni kredit radi premošćivanja nastale situacije. Srednjoročni dug može poduzeću osigurati i veću fleksibilnost u vremenskom rasporedu dugoročnog financiranja. Kredit koji se koristi na duži rok od godinu dana može poprimiti revolving formu. Kada se banka obveže na revolving kredit, ona je obvezna imati sredstva koja se stavljaju na raspolaganje poduzeću.

Jedan od značajnih instrumenata financiranja je najam. Radi se o ugovoru o najmu po kojem vlasnik nekog sredstva daje pravo korištenja najmoprimcu, uz uvjet da mu se plaća najamnina. Unajmljivanje je poznato i pod nazivom lizing (leasing). Lizing se posebno odnosi na opremu. Postoje različiti oblici financiranja uz pomoć najma. Među inim oblicima, značajni su tzv. kapitalni i eksploatacijski najam. Kapitalni najam, vezan je uz bilježenje vrijednosti kapitalnog najma, a to znači da najmodavac mora iskazati vrijednost iznajmljene stvari u knjigovodstvenom računu. Slično je i kod eksploatacijskog zajma. Zagovaranje financiranja

najma ili zajma ovisi o vrsti novčanog toka. Troškovi najma manji su, u principu od troškova klasičnog zajma. Značajnu ulogu igraju razlike u postojećim poreznim sustavima, odnosno porezima koje plaćaju najmodavac i najmoprimac.

## Dugoročno financiranje

### *Općenito*

Dugoročno financiranje poduzeća vezuje se za rok duži od 5 godina. Dugoročno financiranje osigurava se iz dugoročnih (kvalitativnih) izvora. Financijska sredstva postoje zbog štednje različitih pojedinaca, poduzeća ili vlade u tijeku vremena. Kada bi štednja bila jednaka investicijama u realna sredstva za sve ekonomske jedinice u ekonomiji, za vrijeme svih vremenskih razodoblja, onda ne bi bilo vanjskog financiranja, financijskih sredstava ni tržišta novca i kapitala. Zapravo, svaka bi ekonomska jedinica bila sebi dovoljna. Upravo se u tome ogleda i značaj razvitka financijske infrastrukture, unutar koje su se razvili financijska tržišta, instrumenti i institucije. U tim svim procesima štednja je kapitalna kategorija. Bez financijskih tržišta teško bi se osigurali adekvatno pribavljanje kapitala i ekonomski rast u ekonomiji. Financijsko posredovanje omogućuje, u pravilu, racionalniji kontakt između krajnjih posuđivača i krajnjih uzajmljivača. Preko financijskih posrednika uključuju se institucije kao što su: komercijalne banke, osiguravajuća društva, mirovinski fondovi i sl. Preko mehanizma posredovanja došlo je do značajnih financijskih inovacija, među kojima se posebno ističe tržište s financijskim derivatima. Posrednici pretvaraju neposredna potraživanja u posredna, preko primanja primarnih vrijednosnih papira i za uzvrat izdaju svoje vlastite (sekundarna emisija vrijednosnih papira). Financijski intermedijatori omogućuju raznolike usluge u ekonomiji koje čine pretvorbu izravnih u neizravna potraživanja atraktivnom.

Za dugoročno financiranje poduzeća najvažnija financijska institucija jest tržište kapitala, odnosno tržište vrijednosnih papira. Preko posredništva nastaju troškovi transakcija vezanih uz kupnju primarnih vrijednosnih papira i prodavanje posrednih vrijednosnih papira, a to omogućuje ekonomije razmjera, koje su praktično nedostupne pojedinačno uzajmljivaču i štediši. S naslova aktivnosti financijskih intermedijatora smanjuju se troškovi transakcija. Ujedno su financijski posrednici u prednosti dobivanja informacija vezanih uz financijsko tržište i druge institucije. Dalje, financijski posrednici omogućuju lakšu koncentraciju disperzirane štednje, bez čega ne bi bilo moguće osigurati sredstva za izgradnju kapitalnih objekata. Upravo su se zbog toga najviše razvile neizravne transakcije. Financijsko posredovanje čini financijska tržišta efikasnijima. Financijski posrednik može lakše diversificirati rizik. Lakše se pretvara primarni vrijednosni papir jednog vremena dospjeća u posredni vrijednosni papir drugog vremena dospjeća, što rezultira činjenicom da vremena dospjeća primarnih i posrednih vrijednosnih papira mogu biti atraktivnija zajmoprimcu i zajmodavcu, nego kada bi zajam bio neposredan. Financijsko posredovanje predstavlja svojevrsnu stručnu specijalizaciju, a to ima

za posljedicu razinu primjerene stručnosti i izbjegavanja neugodnosti i prijevara. Financijske su transakcije na svoj, način zamršene. Obično su uzajmljivači na distanci te problematike. Posljedica je toga bila da se financijski intermedijatori javljaju kao konzultanti (savjetodavci) i obavljaju distributivnu funkciju. Pristup štednim i zajmovnim organizacijama, komercijalnim bankama, osiguravajućim društvima i sl. prilično je složen, zbog čega financijski posrednik kao stručnjak ima i određene prednosti. I na kraju, potrebno je istaknuti da je financijsko posredništvo unosan posao, jer se zarađuje profit preko mehanizma posredovanja. Kanaliziranjem sredstava novca od krajnjih posuđivača do krajnjih uzajmljivača postižu se niži troškovi ili druge veće pogodnosti od onih koje bi bile moguće preko izravnih financijskih transakcija.

Dugoročno financiranje usko je povezano s problematikom alokacije sredstava koja se odvija na osnovi cijene u smislu očekivane koristi. U tržišno orijentiranim ekonomijama alokacija sredstava obavlja se efikasno, a to znači da se ulaganja u investicijske projekte, prema izboru investicijskih prijedloga, obavljaju na načelu profitabilnosti. Očekivana korist od investicijskih ulaganja glavni je pokretač koncentracije sredstava, pri čemu je očekivani povrat mehanizam po kojem se uravnotežuju ponuda i potražnja za neki financijski instrument na financijskom tržištu. U tom će se smislu gospodarske jedinice, koje su voljne platiti najveći očekivani povrat, najviše koristi sredstvima. Uz uvažavanje kriterija racionalnosti i efikasnosti dolazi do selekcije investicijskih prijedloga koji najviše obećavaju. Zbog činjenice oskudnosti resursa, osobito oskudnosti financijskog kapitala, teži se optimalnosti investicijskih, ulaganja. Zona optimalnosti investiranja ona je točka u kojoj marginalna proizvodnost investicija teži prema 0. Uz očekivani je povrat važan i kriterij rizika, pri čemu različiti financijski instrumenti imaju različite karakteristike rizika.

### *Emisija vrijednosnih papira*

Dugoročno financiranje poduzeća vezuje se uz emisiju vrijednosnih papira. Kapitalne strukture poduzeća dijele se na one koje su trajne i one koje nisu. Preko emisije vrijednosnih papira dolazi do modela vanjskog dugoročnog financiranja poduzeća. Razvijena financijska struktura omogućuje efikasno funkcioniranje financijskih tržišta, a to 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. Postoje dva načina kako poduzeća nude vrijednosne papire javnosti: tradicionalni upis vrijednosnih papira i ubrzani upis vrijednosnih papira. Tradicionalni upis vrijednosnih papira ogleda se u činjenici kupnje vrijednosnih papira od investicijskih banaka, čime one preuzimaju na sebe prodaju emisije, dajući poduzeću ček na prodajnu vrijednost. Dakle, poduzeće je oslobođeno rizika i mogućnosti prodaje emisije po utvrđenoj cijeni. Investicijski bankari umjesto modela supotpisivanja emisije vrijednosnih papira daju ponudu prema najboljoj namjeri, odnosno pristaju

prodati što više vrijednosnih papira po utvrđenoj cijeni. U tom slučaju, banke ne odgovaraju za vrijednosne papire koji se ne prodaju. Banke ne supotpisuju emisiju vrijednosnih papira onih poduzeća koja nemaju potencijale razvitka. Upavo se zbog toga prave i elaborati vezani uz pojedine emisije vrijednosnih papira. Pošto je vrijednosni papir emitiran, supotpisivač stvara tržište, jer je stvaranje tržišta važno za investitore pri prvom javnom upisu obične dionice. Tradicionalni upis vrijednosnih papira imao je obilježje upisa kod komisije za vrijednosne papire i u trgovini vrijednosnim papirima (USA). Osim tradicionalnog upisa, postoji i ubrzani, koji omogućuje poduzeću izlazak na tržište s novom emisijom vrijednosnih papira za nekoliko dana umjesto za nekoliko tjedana.

Emisija vrijednosnih papira može biti simultana i sukcesivna. Simultana označuje emisiju vrijednosnih papira odjednom, a sukcesivna uzastopnu emisiju. Postupak emisije vrijednosnih papira odvija se od raspisa emisije do plasmana vrijednosnih papira kupcima. Prava iz papira nastaju nakon pune uplate njihove tržišne vrijednosti, uz napomenu da se uplata može obaviti odjednom ili u ratama. Kada se uplata obavlja u ratama izdaju se posebne potvrde na uplaćene iznose. Kao što se razlikuje izravno i neizravno financiranje, tako se razlikuje i izravna i neizravna emisija vrijednosnih papira. Istovremeno postoji i interna emisija vrijednosnih papira kojom se obavlja povećanje imovine poduzeća, i to politikom dividende i zarade. Neizravna je emisija vrijednosnih papira potvrdila svoje prednosti u praksi. Razlike u metodama emisije proizlaze iz odnosa emitenta i intermedijatora (dileri, brokeri, investicijski bankari, investicijski trustovi, komercijalne banke). U tome je važan i model distribucije vrijednosnih papira. Uglavnom postoje ove metode emisije vrijednosnih papira: (1) privatni plasman (private placing), (2) ograničeni javni plasman (restricted public placing), (3) uvođenje (introduction), (4) emisija s prospektusom (prospectus issues), (5) dugovna kupnja (negotiated purchase), (6) kupnja nadmetanjem (competitive-bid purchase) i (7) komisija (comision of best-e'fforts basis). Ograničena se emisija usmjerava prema unaprijed poznatim grupama investitora, a otvorena emisija znači prodaju vrijednosnih papira cjelokupnoj javnosti. Iz modela ograničene i otvorene emisije proizlaze svi drugi oblici. Kod oblika privatnih plasmana dionice cjelokupne emisije prodaju se poznatim klijentima. Za taj je oblik emisije karakteristično smanjenje troškova emisije. Kada nisu unaprijed poznati svi kupci dolazi do ograničenog javnog plasmana. Ograničenost javnog plasmana proizlazi iz nemogućnosti kupnje emisije vrijednosnih papira usmjerene grupe investitora. Ograničeni javni plasman provodi se pozivom kupaca na koje je emisija usmjerena. Kod ograničenog oblika uvođenja dolazi u slučaju kada se nakon izvršenog privatnog plasmana vrijednosnih papira omogućuje njihov promet na tržištima novca i kapitala. Zapravo dolazi do prometa na sekundarnom tržištu kapitala.

Otvorena emisija s prospektusom omogućuje svakom investitoru da dobije prospektus kao legalni dokument koji sadrži sve potrebne informacije o kompaniji koja obavlja emisiju, jednako kao i detalje o ponuđenim vrijednosnim papirima. Preko prospektusa emitent poziva javnost na upis neemitiranih vrijednosnih papira po utvrđenoj cijeni. Oblik dogovorene kupnje završava dogovorom o cijeni koju

će platiti investicijski bankar i njegov sindikat za emitirane vrijednosne papire. Oblik nadmetanja znači da se investicijske grupe nadmeću za pravo kupnje emisije na licitaciji. Emisija se inicira preko tendera. Oblikom komisije investicijski se bankar pojavljuje kao posrednik, a ne kao nositelj emisije.

### *Vrijednosni papiri s fiksnim prihodom*

Financiranje dugoročnih potreba poduzeća osigurava se uz pomoć vrijednosnih papira s fiksnim prihodom (čvrsto ukamativi papiri.). Nastalo je bogatstvo posebne vrste financijskih instrumenata. Financijski instrumenti imaju dužnički karakter, što znači da vjerovnici imaju dugoročne obveze poduzeća u obliku vrijednosnih papira. Fiksni je prihod, zapravo, fiksni povrat dugoročnog dužničkog instrumenta, koji označuje stopa kupona. Kreditnu vrijednost dužničkih instrumenata procjenjuju investitori. U tom kontekstu važan je kreditni rang, odnosno važno je mišljenje investicijskih agencija. Emitent obveznice pravi ugovor s agencijom radi rangiranja obveznice, što uključuje i rangiranje obveznice za cijelog trajanja obveznice. Vezano uz rang, postoje obveznice s niskim rangom ili "junk" obveznice. "Junk" obveznice korištene su pri stjecanju vlasništva nad drugim poduzećima i prilikom kupnje vlasničkog prava uz korištenje financijske poluge. Sekundarno tržište takvih obveznica postoji, uz napomenu da postoje određene teškoće, jer mnoge obveznice toga ranga nisu bile isplaćene.

Važan je model iskupa obveznica, a njega je moguće postići na različite načine: isplaćivanjem po dospjeću, ako su obveznice konvertibilne, konvertiranjem u druge vrijednosne papire, pozivom obveznica i periodičnim otplaćivanjem. Obveznice koje se periodično otplaćuju predstavljaju fond koji "tone". Iako obveznice predstavljaju čvrsto ukamative vrijednosne papire, postoje obveznice s fluktuirajućim kamatnjakom, što znači da kamatnjak može fluktuirati. Poseban oblik neosiguranih korporacijskih obveznica jesu zadužnice. Investitori uzimaju mogućnost zarađivanja poduzeća kao "osiguranje". U slučaju likvidacije poduzeća imalac zadužnice postaje prioritetni vjerovnik. Postoje i tzv. sporedne zadužnice, one predstavljaju dug kojeg je rang iza duga koji je stariji od tih zadužnica. Posebno su značajne hipotekarne obveznice, pri čemu se emisija hipotekarnih obveznica osigurava s pravom zapljene određenih sredstava poduzeća - fiksnih sredstava (nekretnina). Hipoteka je zakonski dokument koji daje imaoocu obveznice pravo zapljene imovine. Razvile su se i obveznice na osnovi prihoda, to označuje obvezu poduzeća da plaća kamate na obveznicu na osnovi prihoda kada ga zaradi. Oblik financiranja tzv. povjereničkim certifikatima za opremu jest oblik financiranja najmom. Certifikat predstavlja investiciju s fiksnim prihodom. Konvertibilne obveznice jesu one koje se mogu zamijeniti prema opciji imaooca obveznica za određeni broj običnih dionica poduzeća, navedenih na samoj obveznici i ne izdaju se dok ne dođe do stvarne promjene. Poseban je oblik financiranja financiranje projekta. Formira se posebna pravna cjelina koja ima projekt. Onaj tko nudi kapital ispituje tok zarade projekta, radi otplaćivanja njihova zajma ili radi prihoda na njihovu investiciju. Bitna je

ekonomska opravdanost projekta, jer se zajmodavac ili najmodavac može naplatiti samo iz projekta. Projekt je bolji što je veći ulog vrijednosnih papira i što je veće povjerenje. Sponzor projekta može jamčiti svoj dio obveze projekta, pritom je važna kreditna sposobnost sponzora.

Za obveznice je bitno istaći mogućnost poziva, to znači poduzeću opciju da otkupi obveznice po navedenoj cijeni prije njihova dospijea. Sve se obveznice ne mogu prodati, a to se posebno odnosi za vremena niskih kamatnjaka. Poduzeće izdaje obveznice koje se ne mogu pozvati. Obično je pozivna cijena veća od nominalne vrijednosti obveznice i vremenom se smanjuje. Poziv može biti neodgodiv, što znači da taj instrument (vrijednosni papir) emitent može otkupiti po pozivnoj cijeni u svako doba. Poziv se može odgoditi za određeno razdoblje. Za vrijeme odgode investitor je zaštićen od poziva emitenta. Preko poziva poduzeće ima fleksibilnost u financiranju. U slučaju da kamatnjaci znatno opadnu, poduzeće može pozvati obveznice i refinancirati emisiju po nižim troškovima od kamata.

Emisija obveznica naknađuje se. Pod naknađivanjem podrazumijeva se refinanciranje emisije obveznica novom emisijom obveznica uz niže troškove kamata. Razlog naknađivanja jest profitabilnost, jer su se kamatnjaci smanjili od dana izdavanja obveznica. Odluka o naknađivanju smatra se oblikom upravljanja kapitalom. Operacije naknađivanja razlikuju se od drugih prijedloga za investicijama. Sa stajališta poduzeća operacija naknađivanja smatra se uglavnom investicijskim projektom bez rizika. Polazi se od toga da se, kada se jednom proda nova obveznica, neto prihodi sigurno znaju. Jedini su rizici povezani s tokom novca - pa da poduzeće nije u mogućnosti isplatiti glavnica i kamate. Zbog toga je premija na rizik sadržana u tržišnom kamatnjaku. Zapravo, trošak duga jest odgovarajuća diskontna stopa. Polazi se od pretpostavke da su oportunitetni troškovi sredstava uključени u naknađivanje jednaki onima koje traže investitori poduzeća.

Kod instrumenata s fiksnim prihodima postoji podešavanje položaja, a to znači prebaciti rizik drugima. I zato postoji cijena, i to u obliku razlike u cijeni ili u obliku plaćene premije. Prebacivanje rizika drugima može se postići opcijom na dionice, kamatnim, futures ugovorom, dugovnim opcijama i kamatnim swapovima. Svrha tih oblika jest smanjiti ugroženost od rizika, osiguravajući se od nepredviđenih promjena cijena. S futures ugovorom investitorov dobitak ili gubitak, to ovisi o kretanju kamatnjaka. Uz opciju se mogući gubitak ograničuje do premije koja je plaćena na dužničke instrumente, odnosno tržišta za takve opcije, počele su se naglo razvijati od godine 1982. Poslovi zamjene kamatnjaka (kamatni swapovi) jesu oblik posuđivanja poduzeća uz pomoć jedne vrste financiranja i njezine zamjene drugom vrstom. Dolazi do preferencije. Swap predstavlja razmjenu obveza. Postoje dva glavna oblika: valutna zamjena i zamjena kamatnjaka. Kod valutnih zamjena zamjenjuju se obveze plaćanja kamata na dug koje su denominirane u različitim valutama. Preko zamjene kamatnjaka razmjenjuju se obveze plaćanja kamata između dviju strana, uz napomenu da su te obveze denominirane u istoj valuti.

### *Opcijsko financiranje*

Posebno je područje u strukturi dugoročnih izvora financiranja opcijsko financiranje. Oblici opcija jesu: varanti, konvertibilni vrijednosni papiri i vezano zamjenjivi vrijednosni papiri. Najjednostavnije govoreći, opcija je instrument koji svojem vlasniku daje pravo kupnje ili prodaje obične dionice nekom poduzeću u tijeku određenog vremenskog razdoblja. Opcija ima cijenu. Samom opcijom može se trgovati na tržištu i ako do toga dođe, vrijednost je opcije usko povezana s vrijednošću dionice na koje se ona odnosi. Obična dionica i opcija su kao vrijednosni papiri bliski supstituti u odnosu na kretanje tržišne cijene. Nastaje određena igra oko kupnje dionica i prodaje opcija ili kupnje opcija i prodaje dionica. Takvom kombinacijom kretanja cijene dionica prema dolje ili gore neutraliziraju se suprotnim kretanjem vrijednosti u poziciji opcije. Preko efikasnih financijskih tržišta dolazi se do stope povrata pri nepostojanju rizika.

Varant je opcija kupnje određenog broja običnih dionica pri utvrđenoj cijeni. Varanti se obično koriste kao "slatkiši" koji se daju uz javnu emisiju obveznica. Varant, sam po sebi, sadrži, određene opcije. Varant ima svoju cijenu. Teorijska vrijednost varanta može se izraziti kao:

$$NP_s - E$$

gdje je

$N$  - broj dionica koje se mogu kupiti jednim varantom

$P_s$  - tržišna cijena jedne dionice

$E$  - iznos realizacije koji je vezan uz kupovinu  $N$  dionica.

U praksi se najveći dio varanata prodaje po cijenama koje su više od njihovih teoretskih vrijednosti. Kada je tržišna vrijednost dionica na koje je izdan varant manja od realizacijske cijene, teoretska je vrijednost varanta 0. U tom se slučaju s varantom trguje "bez novca". Obrnut slučaj dovodi do toga da je teoretska vrijednost varanta pozitivna, pa se za varant kaže da se njime trguje "za novac".

Konvertibilan vrijednosni papir jest obveznica i preferencijalna dionica koja se može po opciji imao konvertirati u običnu dionicu istog poduzeća. Kada je vrijednosni papir konvertiran, više se ne može ponovno zamijeniti za obveznice ili preferencijalne dionice. Odnos zamjene iskazuje se u terminima: cijena konverzije ili odnos konverzije. Poduzeća koja izdaju konvertibilne vrijednosne papire od njih očekuju konvertiranje u budućnosti. Postoje dva oblika konverzije: prisiljavanje na konverziju i stimuliranje konverzije. Poduzeća koja emitiraju konvertibilne vrijednosne papire obično moraju otkupiti emisiju. Vrijednosni papiri kao dugoročni instrumenti financiranja poduzeća mogu se podijeliti na obveznice i dionice. Kada se kombiniraju karakteristike jednih i drugih, nastaju tzv. hibridni instrumenti financiranja. Kao tipični hibridni vrijednosni papiri ističu se preferencijalne dionice, participativne obveznice i izvedeni (prava, opcije, varanti). U posljednje su se vrijeme razvili izvedeni vrijednosni papiri. Preko izvedenih vrijednosnih papira dolazi do trgovine s financijskim derivatima.



### *Financijska poluga i struktura kapitala*

Uvođenje financijske poluge ima veliko značenje u sustavu financiranja poduzeća. Financijska poluga znači da poduzeće povećava stupanj financiranja zaduživanjem, pri čemu će se povećavati beta projekt i potrebna stopa povrata. Financijska poluga i struktura kapitala usko su povezane. Poluga je rezultat upotrebe dugo vezane za koštanje fiksne aktive. Povećanje financijske poluge rezultira povećanjem povrata i rizika i obrnuto, smanjenje financijske poluge rezultira smanjenjem povrata i rizika. Struktura kapitala označuje odnos duga i dioničarskog kapitala i odnosi se na dugoročno financiranje. Postoji prag korisnosti uvođenja financijske poluge, jer se stupnjem povećanja zaduženosti povećava i "sumnja" u bonitet poslovanja poduzeća, a to rezultira porastom kamatnih stopa od strane posuđivača. Kategorijalno, postoje operativna poluga, financijska poluga i ukupna poluga. Operativna poluga povezana je relacijama između realiziranog prihoda firme i njezine zarade prije odbitka kamata i poreza (ili EBIT). Financijska poluga odnosi se na relaciju između zarade firme prije kamata i poreza (EBIT) i zarade po dionicama (EPS). Ukupna poluga odnosi se na relacije između realiziranog prihoda i zarade po dionici. Važno je uočiti navedena tri oblika poluga.

U interpretaciji operativne poluge javlja se potreba analize pokrića, koja omogućuje utvrđivanje troškova i rezultata i operativne točke pokrića, odnosno praga rentabiliteta. Polazi se od realiziranog prihoda, koji predstavlja umnožak cijene i količine ( $P \times Q$ ). Zatim se utvrđuju fiksni operativni troškovi FC i oni se odbijaju od realiziranog prihoda. Dok je potrebno odbiti varijabilne operativne troškove ( $VC \times Q$ ). Kada se od realiziranog prihoda odbiju fiksni operativni troškovi, dobiva se zarada prije odbitka kamata i poreza (EBIT). Dakle, algebarski bi pristup bio ovaj:

P - prodajna cijena po jedinici proizvoda

FC - fiksni operativni troškovi za razdoblje

VC - varijabilni operativni troškovi po jedinici proizvoda.

Koristeći se gornjim simbolima možemo pisati

$$EBIT = (P \times Q) - FC - (VC \times Q),$$

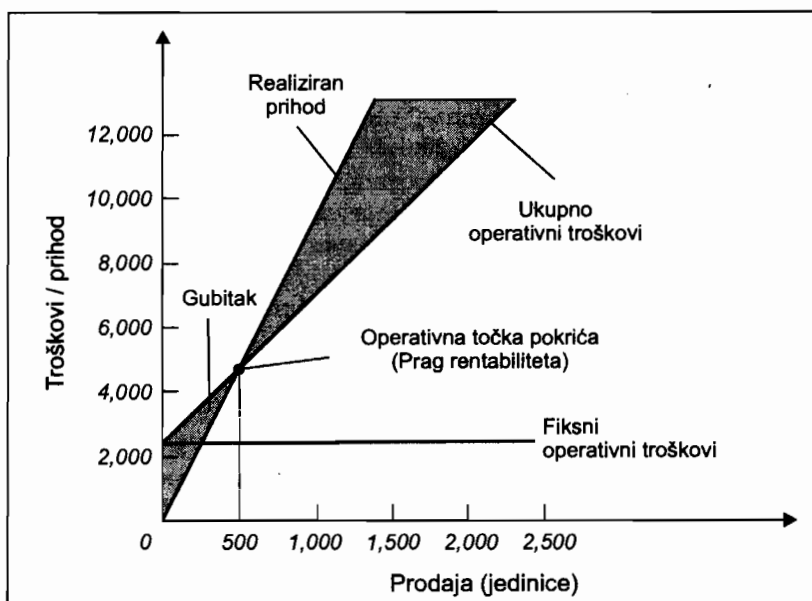
ili pojednostavnjeno  $EBIT = Q \times (P - VC) - FC$ , odnosno

$$Q = \frac{FC}{(P - VC)}$$

Algebarski odnos izražen formulama jednostavnije se doživljava uz pomoć grafičke analize praga rentabiliteta, a to se vidi iz slike 3.

Slika 3.

## GRAFIČKA OPERATIVNA ANALIZA POKRIĆA



Općenito je poznato iz teorije troškova da fiksni troškovi nastaju neovisno, opsegu poslovanja, a to se vidi iz slike 3. Slika 3. pokazuje da je graf linija fiksnih operativnih troškova paralelna s osi apscisa. Ukupni operativni troškovi vezani su uz opseg poslovanja (obujam prodaje) i u onoj točki gdje ukupni operativni troškovi sijeku pravac realiziranog prihoda nastaje točka pokrića, odnosno prag rentabilneta. Ispod točke pokrića nalazi se gubitak, iznad točke pokrića nastaje zona EBIT-a.

U bilančnom listu dolazi se do saznanja o tipu kapitala. Kada se kaže kapital, obično se misli na dugoročne fondove firme, što znači da se isključuje tekuća pasiva (kratkoročne obveze). Kod dugoročnih fondova postoji kapitalni dug, odnosno dug poduzeća koji pokriva iz dugoročnih izvora financiranja i vlastiti kapital dioničara. Prema tome, ukupni se kapital sastoji od dužničkog kapitala i vlasničkog kapitala. Dva su glavna izvora vlasničkog kapitala: (1) preferirane dionice i (2) obične dionice. O riziku i o njegovoj glavnoj podjeli na poslovnoj i financijski rizik bilo je govora. Bitan termin jest optimalna struktura kapitala, i to zato što ona predstavlja osnovne financijske međuodnose. Općenito je vjerovanje da je vrijednost firme maksimizirana kada je trošak kapitala minimiziran, što se obično izražava terminima: maksimizacija profita i minimizacija troškova. Koristeći se dosadašnjim simbolima i označujući sa  $V$  vrijednost firme koja je posljedica maksimizacije profita i minimizacije prosječnih ponderiranih troškova kapitala,  $k_a$ , dobivamo

$$V = \frac{\text{EBIT} \times (1 - T)}{k_a}$$

Napomena: T = porezna stopa za firmu.

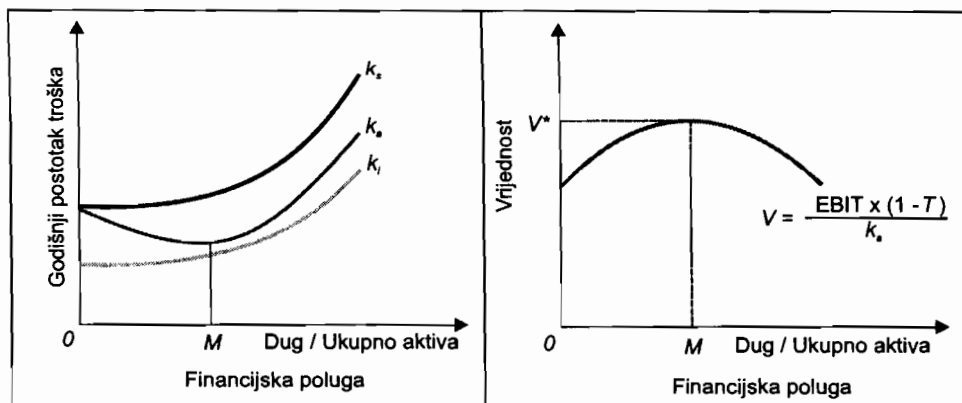
Uz pretpostavku da je EBIT stalan, vrijednost je firme V maksimalizirana preko minimizacije ponderiranih prosječnih troškova kapitala.

Funkcije troškova mogu se prikazati kao tri funkcije, i to:  $k_i$  - trošak duga poslije oporezivanja,  $k_s$  - trošak dioničarskog kapitala,  $k_a$  - ponderirani prosječni trošak kapitala.

Te su tri funkcije troškova funkcijske poluge, mjerene preko omjera duga (dug prema ukupnoj aktivi). Pregledno se taj odnos sagleda iz slike 4.

Slika 4.

#### TROŠKOVI KAPITALA I OPTIMALNA STRUKTURA KAPITALA



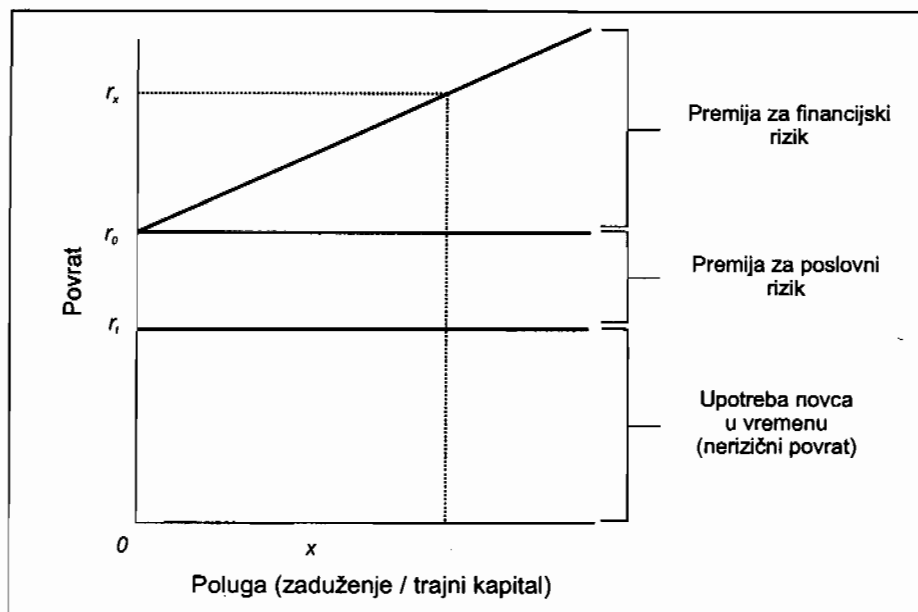
Trošak duga ostaje niži, a trošak vlasničkog kapitala veći je od troška duga i raste s porastom financijske poluge, i to mnogo brže nego trošak duga. Ponderirani prosječni trošak kapitala jest rezultat ponderiranoga prosjeka firme kao odnosa duga i vlastitog kapitala. Kada bi omjer duga bio 0, onda bi se firma 100% financirala iz vlastitog kapitala. U procesu supstitucije, odnosno povećavanja omjera duga i glavnice (vlasničkog kapitala), ponderirani prosječni trošak kapitala pada, jer je trošak duga manji od troška vlasničkog kapitala ( $k_i < k_s$ ). I na svršetku je potrebno istaknuti - dok omjer duga stalno raste, rastu dug i troškovi vlastitog kapitala, a to prouzrokuje rast ponderiranog prosječnog troška kapitala nakon točke M. Ukratko, optimalna je struktura kapitala postignuta kada je ponderirani prosječni trošak kapitala,  $k_a$  minimaliziran. Točka M predstavlja minimalan ponderiran prosječni trošak kapitala i optimalnu točku uvođenja financijske poluge.

Vezano uz financijsku polugu korisno je u zaključku istaći vezu između traženog povrata na kapital i financijske poluge, jer su tržišni povrat i nerizična stopa značajni za ocjenu budućih vrijednosti, što je slučaj i kod koeficijenta bete. U financijskom sustavu prošlost se ne prikazuje kao dobra aproksimacija, odnosno manje vrijedi uzrečica da je povijest učiteljica života. Zato se valja koristiti efikasnim financijskim tržištem na osnovi recentnih informacija na različitim razinama (ekonomije u cjelini, financijskih tržišta i konkretnog poduzeća).

Određena financijska poluga ima za posljedicu i određenu stopu povrata  $r_x$ . U situaciji kada ne djeluje financijska poluga, potrebna stopa povrata za investicijski projekt iznosi  $r_0$ . Razlika između  $r_x$  i  $r_0$  nastala je isključivo zbog djelovanja financijske poluge. Iz slike 5. je vidljivo da upotreba novca u vremenu implicira nerizičan povrat, a nakon toga dolazi do pojave rizika u obliku premije za poslovni rizik i premije za financijski rizik.

Slika 5.

#### VEZA IZMEĐU TRAŽENOG POVRATA NA KAPITAL I FINACIJSKE POLUGE



#### Zaključna razmatranja

Nijedno područje u gospodarskom i financijskom sustavu nije bilo toliko izloženo svim mogućim intenzivnim promjenama kao što su to bile uloga i pozicija poduzeća. Poduzeće i njemu imanentna kategorija poduzetništvo u modernim, tržišno otvorenim ekonomijama imaju kapitalnu ulogu u gospodarskom razvitku.

Poduzeće je autonoman gospodarski subjekt, ujedno je kapitalska egzistencija i financijska institucija. Ostvarena su bitna ostvarenja u teoriji poduzeća (teorija firme, obogaćena je praksa njegova funkcioniranja, unapređena metodologija vrednovanja poduzeća, a bitno su se izmijenila i okruženja u kojima djeluje poduzeće, u čemu značajnu ulogu imaju institucionalni okviri. Poduzeće je dobilo strateško žarište, jer se u njemu jezgrovito i konzistentno fokusiraju gotovo svi problemi funkcioniranja gospodarskog i financijskog sustava. Upravljanje financijama poduzeća sastoji se od donošenja financijskih odluka koje su po svom karakteru realizacija strategije poslovne i financijske politike i izbora investicijskih projekata. Biće poduzeća u tržišno otvorenim ekonomijama slično je - radi se o poboljšanju rentabiliteta, odnosno rentabilnosti poslovanja i o sveobuhvatnoj kontroli njegova rizika.

Moderno je poduzeće, jedna od najznačajnijih civilizacijskih stečevina i nositelj je ekonomskog sustava, jer osigurava tijek proizvodnje dobara i davanja usluga. Moderno poduzeće jedan je od najvažnijih pronalazaka modernoga društva i veliko je "svjetsko čudo". Poduzeće stvara vrijednost unutar različitih organizacijskih profila, prije svega korporacijskog, pa mu se nameće pitanje kako se pravilno i racionalno koristiti sredstvima (resursima) kako uravnotežiti različita potraživanja ulagača, produktivno iskoristiti učinke investiranja i financijskog signaliziranja, kao i globalizacije financija, a sagledanje promjena i primjene zakona i propisa o porezu samo su dio djelatnosti financijskog menadžmenta i politike poduzeća.

Cjelokupan instrumentarij gospodarskog i financijskog sustava usko je vezan s ostvarivanjem ciljeva poduzeća, što se posebno odnosi na odluke na kratak i na dugi rok. To ekonomsku i financijsku teoriju o poduzeću čini uzbudljivom i rastućom. Tradicionalno je gledanje u ekonomiji bilo da je priklada cilj poduzeća u odnosu njegova poslovanja maksimalizacija profita (profitabilnost). No, obuhvatni cilj poduzeća jest maksimizacija bogatstva dioničara. Ukratko, bitna je zarada po dionici, vrijednost koje se iskazuje tržišnim cijenama, uz napomenu da cilj maksimizacije zarade po dionici ne mora biti istovjetan kao i maksimalizacija tržišne cijene dionice, što predstavlja vrijednost koju sudionici na tržištu daju. Prema tome, može se kazati da je cilj poduzeća stvaranje vrijednosti dioničarima, jer poduzeće doslovno stvara vrijednost. Najznačajnije i najobuhvatnije koordinirane odluke koje donosi poduzeći jesu: (1) odluka o investiranju, (2) odluka o financiranju i (3) odluka o dividendi, iako navedene odluke ne iscrpljuju sasvim funkcije poduzeća. Svaka navedena odluka ima svoje aspekte u odnosu na cilj poduzeća, iako su one međusobno povezane, pa i uvjetovane. Bitno je postići optimalnu kombinaciju, jer će se upravo s toga naslova ostvariti maksimizaciju bogatstva dioničara, odnosno vrijednost poduzeća. Odluke imaju zajednički učinak na tržišnu cijenu trajnog kapitala poduzeća. Takav pristup poduzeću omogućuje procjenu o tome koliko su sve tri odluke poduzeća o investiranju, financiranju i dividendama u skladu s maksimizacijom dioničarova bogatstva.

Kapitalne investicije predstavljaju alociranje kapitala na najprofitabilnije investicijske projekte (prijedloge), kojeg će se koristi realizirati u budućnosti. Investicijski projekti svakako u sebi sadrže i rizik i u tom projektu buduće koristi sa sigurnošću nisu poznate. Koristi valja provjeriti u odnosu na povrat i rizik, a o tim

faktorima ovisi određivanje tržišne vrijednosti poduzeća. Odluka investiranja određuje efektivnu imovinu poduzeća, sastav te imovine i narav poslovnog rizika poduzeća. Postoje dva tipa investiranja poduzeća. Jedan je dio investiranja u imobilnu imovinu, a drugi je dio investiranja u ciklus eksploatacije. Investicijske odluke poduzeća imaju strateški karakter i one utječu na rast poduzeća. U tom kontekstu financijska politika neminovno determinira potrebe financiranja i izbora strukture financiranja, što se tiče razine duga i raspodjele između stalnog (trajnog) kapitala i trezorskih kredita. Te odluke utječu na dugi rok i na rezultate poduzeća, na rentabilnost i na njegov financijski rizik.

Poduzeće se često smatra kombinacijom sredstava za proizvodnju i ljudskih resursa radi osiguranja proizvodnje dobara i pružanja usluga. Obično se aktivnost poduzeća dijeli u tri glavna ciklusa: (1) investicijski ciklus, (2) eksploatacijski ciklus i (3) financijski ciklus.

Investicijske su aktivnosti potrebne poduzeću radi realizacije proizvodnje dobara i pružanja usluga. Radi se o cjelini "imobilizirane" aktive za tu proizvodnju, bilo da je materijalizirana - korporalna (teren, građevine, strojevi, materijal i sl.) ili nematerijalizirana - inkorporalna (patenti, znanje i sl.) Selekcija investicija, njihovo korištenje i njihova deprecijacija čine investicijski ciklus jednim od najvažnijih ciklusa u životu svakog poduzeća.

Eksploatacijski ciklus odgovara proizvodnim i uslužnim aktivnostima poduzeća, a kod proizvodnih se radi o transformaciji kupljenih materijala (čimbenika proizvodnje) u gotove proizvode koji se prodaju kupcima. Eksploatacijski ciklus stavlja u upotrebu sredstva poduzeća i u ljudske resurse. Moglo bi se kazati da eksploatacijski ciklus odgovara potrošnji materijala, rada i kapitala (deprecijacija investicija za vrijeme ciklusa proizvodnje) i različitih nabava radi osiguranja prodaje proizvedenih proizvoda.

I na svršetku financijski ciklus odgovara cjelini financijskih operacija poduzeća vezanih uz operacije isplata, naplata, financiranja i raspodjele postignutih beneficija (prihoda, dohotka, dobiti).

Poduzeće možemo shvatiti kao financijski sustav koji nastoji kontinuirano poslovati. Taj se vremenski neograničeni kontinuitet poslovanja poduzeća obično naziva going concern, što zapravo, korespondira sintagmi permanentnost tvrtke. Preko modela permanentnog poslovanja potrebno je osigurati vremensku dimenziju financiranja poduzeća. Proces financiranja poduzeća ima svoj kratkoročan, srednjoročan i dugoročan karakter. Posebno su važno pitanje financijske strukture poduzeća, odnosno njegove vertikalne financijske strukture (struktura aktive i struktura pasive) i horizontalne financijske strukture, tj. povezanost između dijelova aktive i dijelova pasive. Struktura aktive omogućuje donošenje investicijskih odluka, a struktura pasive financijskih odluka. Ako poduzeće u strukturi pasive ima obveze, to implicira uvođenje financijske poluge kao značajnog instrumenta financiranja poduzeća. Ključno je pitanje optimalnosti uvođenja financijske poluge, jer povećana zaduženost implicira veću razinu kamatnih stopa, a to povećava troškove financiranja. Kod financijske poluge važna je profitabilnost poslovanja dioničarskog kapitala i

poslovanja u cjelini. U tržišno otvorenoj ekonomiji razvili su se brojni oblici financiranja potreba poduzeća. Krucijalno je pitanje i optimalnost strukture izvora financiranja i troška financiranja poduzeća.

Posebnu pažnju zaslužuje financiranje poduzeća emisijom vrijednosnih papira. To financiranje omogućuje pribavljanje potrebnog kapitala, mobilnost strukture kapitala i lakoću izvođenja poslovih kombinacija. Preko financijskih tržišta, kako tržišta novca tako i tržišta kapitala, poduzeće osigurava financiranje svog poslovanja i poslovnu ekspanziju.

## LITERATURA:

1. *Babić, Š.*: "Teorija i tehnika računovodstva", Informator, Zagreb, 1981.
2. *Bierman, H. i Smidt, D.*: "The Capital Budgeting Decision, Economics Analysis and Financing of Investment Decision, New York, 1965.
3. *Brigham, E. F.*: "Financial Management, Theory and Practice, šesto izdanje, Chicago, 1991.
4. *Browning, K. and M.*: "Microeconomic Theory and Applications", treće izdanje, 1989.
5. *Fraser, D. R. i Rose, P. S.*: "Financial Institutions and Markets in Manging World", treće izdanje, 1987.
6. *Fole, J. B.*: "Tržište kapitala", Mate, Zagreb, 1993.
7. *Friedman, M.*: "Teorija, novca i monetarna politika, Beograd, 1973.
8. *Galbraith, J. K.*: "Novac", Zagreb, 1978.
9. *Johnson, Gerry & Scholes Kevan*: "Exploring Corporate Strategy", Prentice Hall, 1997.
10. *Gitman, L. J.*: "Principles of Managerial Finance", šesto izdanje, 1991.
11. Grupa autora: "Strategijski managment", Ekonomski fakultet Split, Split, 1997.
12. Grupa autora: "Enterprise in Transition" Ekonomski fakultet Split, Split, 1997.
13. *Hanžeković, M.*: "Vrijednosni papiri i njihova tržišta", Institut za javne financije, Zagreb, 1989.
14. *Haugen, A. R.*: "Modern Investment Theory", USA, 1986.
15. *Wehrich, Heinz & Koontz, Harold*: "Menedžment" Mate, Zagreb, 1994.
16. *Horne, C. V. J.*: "Financijsko upravljanje i politika", deseto izdanje, Mate, Zagreb, 1993.
17. *Katunarić, Ante*: "Banka", Zagreb, 1981.
18. *Keynes, J. M.*: "Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca", Zagreb, 1956.
19. *Keynes, J. M.*: "Izabrana djela, Matica Hrvatske, Zagreb, 1994.
20. *Markowitz, H. M.*: "Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments, New York, 1959.

21. *Markušić, Ž.*: "Medunarodne financije", Zagreb, 1973.
22. *Papas, L. i Hirsekey*: "Managerial Economics, The Dryden Press, šesto izdanje 1990.
23. *Perišin, I. i Šokman, A.*: "Monetarno kreditna politika, Zagreb, 1993.
24. *Stacey, Ralph, D.*: "Strateški menadžment i organizacijska dinamika", Mate, Zagreb, 1997.
25. *Rose, P. S.*: "Money and Capital Markets", peto izdanje, USA, Irving, 1994.
26. *Schumpeter, A. J.*: "Povijest ekonomske analize", Zagreb, 1975.
27. *Srića, V., Treven S., Paulić, M.*: "Menadžer i informacijski sustavi, Poslovna knjiga, Zagreb, 1994.
28. *Stigmus, M.*: "The Money Market, USA, 1983.
29. *Veselica, V.*: "Priručnik o vrijednosnim papirima", Iros, 1987.
30. *Veselica, V.*: "Financijski sustav u ekonomiji", Inženjerski biro, Zagreb, 1995.
31. *Veselica, Vladimir i Dragomir Vojnić*: "Misli i pogledi o razvoju Hrvatske", HAZU, Zagreb, 1999.

## COMPREHENSION OF ENTERPRISE AND ITS FINANCING

### Summary

No sphere in economic and financial system was so exposed to all possible intensive changes as the role and position of enterprise were. In modern, marketly open economies, enterprise and its immanent category entrepreneurship have capital role in economic development. Enterprise is an autonomous economic subject, it is a capital existence and financial institution at the same time. Essential achievements have been realized in theory of enterprise (theory of firm, practice of its functioning is enriched, methodology of enterprise evaluation is improved, and essentially have changed environments of enterprise's functioning where a significant role belongs to institutional frames). Enterprise has become a strategic focus, because almost all problems of functioning of economic and financial system have been concisely and consistently focused in it. Management of enterprise finances consists of bringing financial decisions which mean by their character the strategy realization of business and financial policy and the choice of investment projects. The character of enterprise in marketly open economies is similar: it is a matter of profitability improvement, or business operation profitability and comprehension control of its risk.

Modern enterprise is one of the most significant civilizing acquirements and it is the economic system bearer because it ensures development of production of goods and giving services. Modern enterprise is one of the most important discoveries of modern society and it is a big "world miracle". Enterprise creates value within different organizational profiles, first of all corporative, thus it imposes a question how to use means (resources) correctly and rationally, balance different demands of investors, productively use effects of investment and financial signalling, as well as of finances globalization, comprehension of changes and application of law and regulations on tax. This is just a part of activity of financial management and policy of enterprise.



The entire set of instruments of economic and financial system is closely connected with realization of goals of enterprise, what especially refers to decisions on short and long term. That makes economic and financial theory of enterprise exciting and growing. Traditional attitude in economy was that adequate goal of enterprise in relation to its business operation was maximization of profit (profitability). However, a comprehensive goal of enterprise is wealth maximization of shareholders. Shortly, it is essential earnings by share the value of which is expressed by market prices, with the remark that the goal of maximization of earnings by share must be identical to maximization of share market price, what represents the value given by participants at the market. Thus it can be said that the goal of enterprise is value creation for shareholders, because enterprise literally makes value. The most important and most comprehensive coordinated decisions which enterprise brings are: 1) decision on investment, 2) decision on financing and 3) decision on dividend, although cited decisions do not completely drain of functions of enterprise. Each of the cited decisions has its aspects in relation to the goal of enterprise, although they are mutually connected, even conditioned. It is essential to achieve optimal combination as it is exactly that one which will realize maximization of shareholders, respectively value of enterprise. Decisions have common effect on market price of fixed capital of enterprise. Such approach enables to enterprise the estimate of how much are decisions of enterprise on investment, financing and dividends in coordination with wealth maximization of shareholders.