

# УТИЦАЈ СТРУКТУРЕ КАПИТАЛА НА ДОНОШЕЊЕ ОДЛУКА МЕНАЏМЕНТА ПРЕДУЗЕЋА

Милан Б. Михајловић

Универзитет одбране у Београду, Војна академија

Саша Степанов

Факултет за примењени менаџмент, економију и финансије, Београд

Зоран Шуњка

Београдска аутобуска станица а.д.

Предмет овог рада јесу основна питања рачуноводственог вредновања предузећа, односно стварања услова за постизање циља пословања предузећа. У том смислу потребно је поћи од основне диспозиције сваког предузећа, тј. његове билансне структуре. Билансна структура представља основ креирања вредности у предузећу. Овако посматрана структура се може креирати у две равни, првенствено у виду имовинске структуре, а потом и у виду капиталне структуре. Планирање структуре капитала и избор циљних пондера уз захтеване стопе приноса на позајмљени и сопствени капитал, представља менаџмент основу у дефинисању цене капитала. Избор присуства дуга у структури капитала је повезан са питањем капацитета задуживања, а која експлицитно зависи од имовинске структуре.

Кључне речи: *капитал, биланси, менаџмент, предузеће*

## Увод

Плоазна основа за формирање капиталне структуре предузећа је да умерено присуство дуга у финансирању повећава вредност предузећа. Избор присуства дуга је повезан са питањем капацитета задуживања, односно са способношћу предузећа да сервисира одређене финансијске издатке. Способност задуживања је значајна зато што не постоји формално-правна теорија понашања предузећа и кредитора у финансијским тешкоћама. Предузеће треба да се задужује све до тачке у којој вероватноћа настанка тешкоћа постаје неприхватљиво висока. Онтолошки то је она тачка када предузеће искористи готовински ток за сервисирање дуга и осталих основних потреба. Прагматично то се одсликава као недостатак готовине. Несолвентност представља, дугорочно гледано, недостатак готовине. Способност се најчешће темељи на анализи вероватноће да предузеће постане несолвентно услед тешкоћа у пословању. У циљу креирања капиталне структуре оно мора бити самостално, на нивоу менаџмента. Основа за одлучивање менаџмент предузећа

треба да буде на нивоу индивидуалних околности и циљева предузећа, као и процедура у понашању његових готовинских токова. Овако посматрано менаџерска одговорност инволвира и ризик од несолвентности који није једина препрека за задуживање предузећа.

У условима повећане инвестибилности предузећа, финансирање из туђих извора капитала може и да утиче на смањење вредност предузећа, чак и у условима перфектног тржишта капитала. За утврђивање капацитета задуживања уобичајено се користе рацио бројеви покрића.

## Услови рачуноводственог структурирања капитала предузећа

Показатељи задужености привредног субјекта формирају се на основу биланса стања и биланса успеха и показују колико је средстава финансирано из властитог капитала а колико из позајмљеног капитала. Поступак израчунавања показатеља задужености приказатићемо у следећој табели.

Табела 1 – Показатељи задужености предузећа

НАЗИВ ПОКАЗАТЕЉА	БРОЈИЛАЦ	ИМЕНИЛАЦ
коэффициент задужености	укупне обавезе	укупна средства
коэффициент сопственог финансирања	сопствени капитал	укупна средства
коэффициент финансирања	укупне обавезе	сопствени капитал
покриће трошкова камата	опорезива добит	камате
ригорозни степен покрића	сопствени капитал	основна средства
општи степен покрића	сопствени капитал + дугорочне обавезе	основна средства

(Извор: Žager K. i Žager L. 1999. *Analiza financijskih izvještaja*, Masmedia, Zagreb, стр. 188)

При утврђивању покрића трошкова камата разматра се колико пута су камате покривене оствареним износом опорезиве добити. Ако је то покриће веће, задуженост је мања и обрнуто.<sup>1</sup> Покриће трошкова камата показује динамичку задуженост, јер се камате разматрају са могућношћу њене исплате. Утврђује се на основу података из биланса успеха и биланса стања. Општи и ригорозни степени покрића рачунају се на основу података из биланса стања.<sup>2</sup> Код њих се разматра покриће основних средстава сопственим капиталом односно покрићем сопственим капиталом увећаним за дугорочне обавезе. Код општег степена покрића мора се истаћи

<sup>1</sup> Жагер К. и Жагер Л. 1999. *Анализа финансијских извјештаја*, Масмедиа, Загреб, стр. 252.

<sup>2</sup> Владисављевић, В., & Вукасовић, Б. (2017). Савремени системи обрачуна трошкова. Одитор - часопис за Менаџмент, финансије и право, 3(3), 133-151.

да његова вредност увек мора бити већа од 1 јер је познато да део дугорочних извора, због одржања ликвидности, мора бити искоришћен за финансирање краткотрајне имовине.

Ови рацији сучељавају финансијске обавезе предузећа са његовом способношћу да их сервисира, односно покрива.

Коректна интерпретација ових рација захтева две врсте поређења. Прво, они треба да се пореде са прошлим и очекиваним вредностима рација у оквиру истог предузећа. Таква анализа указује на побољшање или погоршање покрића дуга током времена. Друго, ови рацији треба да се пореде са рацијима сличних предузећа у грани. Идеја је да се таквим поређењем пословни ризик изолује у што већој мери. Пракса указује на различите изворе за формулисање капацитета задуживања предузећа. Ти извори укључују: смернице саветника у инвестирању или финансијских посредника, посматрање рада конкурентских предузећа, ослањање на искуствене методе и позивање на недодирљиви ауторитет уобичајеног сазнања.<sup>3</sup> Основни недостаци наведених извора могу упутити на екстерно доношење одлука, што је супротно постављеној тврдњи. Менаџмент има слободан и потпун приступ подацима ове врсте, што усклађено са временском димензијом и мотивима да податке детаљно истражује, ствара погодну подлогу за лично учешће у доношењу значајних закључака у погледу задуживања.

Основа за доношење закључака о способности задуживања предузећа у условима тржишног привређивања је вероватноћа да предузеће у блиској будућности постане несолвентно. Анализом фактора који утичу на промене готовинског тока може се створити слика о овој могућности, што се постиже идентификацијом кључних фактора и праћењем њиховог понашања у одређеном времену. На основу таквих информација се може утврдити очекивани распон понашања за сваки фактор појединачно, у смислу максимално повољне и максимално неповољне границе. Један од закључака може бити на пример да се не очекује смањење физичког обима продаје за мање од  $x\%$  и више од  $y\%$ . Ови проценти представљају оквирни интервал најповољније и најнеповољније границе понашања обима продаје. Након утврђивања вредности за сваки фактор појединачно, простор унутар ових величина се раздељује на процентуалне делове. На примеру обима продаје ти делови могу да буду  $x - x_1 - x_2 - x_3 - x_n - y\%$ . По одређивању интервала утврђује се вероватноћа да се вредност неког фактора нађе у оквиру тих процентуалних распона.

Одређивање степена вероватноће се врши за сваки идентификовани фактор. Збрајањем појединачних вероватноћа свих идентификованих фактора, одређују се укупне шансе за несолвентност предузећа. Оваквом анализом се указује на највероватнију границу рецесионог понашања предузећа у коме оно остварује позитиван минималан салдо готовине. Овако добијен салдо одређује износ додатног задуживања које предузеће може да оствари без претње од несолвентности. Чињеницом да многа предузећа сматрају да учешће дугорочно позајмљеног капитала од 30% укупне капитализације представља сигурну границу задужености, може се наведени проценат превести у еквивалентан номинални износ средстава потребних за сервисирање ду-

<sup>3</sup> Brigham E. and Gapenski L. 1997. *Financial management*, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Orlando, p. 98.

га, тако да он може бити упоредив са резултатима анализе готовинског тока. На овај начин даје се превасходна улога менаџменту при креирању капиталне структуре која је директно везана за вредност предузећа. Из овога се може закључити да је питање способности задуживања предузећа интерног карактера, њиме треба да се бави менаџмент, узимајући у обзир индивидуалне околности и преференције власника.

Потребно је истаћи једну специфичну околност у којој је за предузеће рационално да ограничи задуживање. Тржишна вредност предузећа које има могућност за инвестирање опада емисијом ризичног дуга. Тиме се проузрокује неоптимална инвестициона стратегија која утиче на стварање трошкова избегавања такве стратегије на терет предузећа и његових кредитора.<sup>4</sup> Овако посматрано поступање предузећа може се хипотетички представити тиме да ће предузеће пропустити вредне инвестиционе шансе у неким стањима, уколико се финансира ризичним дугом.

Рачуноводственим структурирањем капитала, теоријски посматрано бавили су се многи аутори, један од њих је представио *Trade-off* теорију капиталне структуре која садржи претпоставку о хомогеним очекивањима. Поставке ове теорије су: да сви учесници на тржишту располажу са истим или симетричним информацијама и да су промене добити из пословања стохастичког карактера, а не продукт антиципирања од стране неких, али не свих учесника.

Уколико се хомогена очекивања замене хетерогеним очекивањима, јавља се другачији приступ структурирању капитала предузећа, познат као принцип асиметричних информација. Принцип је постављен тако да се њиме креира капитална структура под утицајем хетерогених информација.<sup>5</sup> Ова капитална структура се првенствено односи на избор између интерног и екстерног финансирања, што првенствено имплицира однос између емисије дуга и акционарског капитала. Овако посматрано креирање вредности, директан је продукт рачуноводственог третмана капитала.<sup>6</sup>

Рачуноводствено структурирање капитала мора утицати на смањење неефикасности инвестиционог одлучивања услед тржишног начина пословања у коме је заступљена теза о хетерогености информација. Оваквим приступом се полази од ситуације када се од предузећа захтева емисија акција ради финансирања одређених инвестиционих активности. Проблем је када унутрашње информације постану тако повољне да менаџмент предузећа, реагујући у интересу старих акционара, не прихвата иницијативу о емитовању нових акција. Овакви поступци су последица високих трошкова емисије као и потцењивања вредности акција од стране инвеститора. Услед овакве одлуке изазвале би се штетне последице у виду погрешне алокације инвестиција и смањења вредности предузећа, што би значајно утицало на реакције инвеститора. Наиме, инвеститори ће сматрати да одлука предузећа о неемитовању акција даје повољан сигнал. Супротно, одлука о емитовању акција ће бити неповољна, или барем мање добра. Такви сигнали утичу на вољу инвеститора да плате одређену цену за емисију акција, повратно цене акција утичу на одлуку предузећа да инвестира.

<sup>4</sup> Шире о овоме видети у: Mayers S., 1977. *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics, p. 147-175.

<sup>5</sup> Mayers S. and Majluf N., 1984. *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have*, Journal of Financial economics.

<sup>6</sup> Gill G. 2002. *Modern Auditing and Assurance*, Servucesm Monash University, p. 56.

Претпоставке овог приступа се могу приказати путем модела у коме: менаџери предузећа имају информације са којима инвеститори не располажу, предузеће има једно постојеће средство и једну шансу која захтева инвестицију ( $I$ ), инвестиција може да се финансира емисијом акција и/или неангажованим финансијским средствима ( $C$ ) у форми готовине и ликвидних хартија од вредности. Модел садржи следећа стања:  $t=-1, 0, +1$ . У стању  $t=-1$  тржиште има исте информације као и менаџмент. У стању  $t=0$  менаџмент прима додатне информације о вредности постојећих средстава и инвестиционом пројекту предузећа и коригује њихове вредности у складу са тим. Тржиште не прима ове информације све до стања  $t=+1$ . У стању  $t=0$  менаџмент поступа у складу са интересима акционара. Важна претпоставка овог модела је и то да су акционари уједно и пасивни, што значи да они не усклађују своје портфеле као реакцију на одлуку предузећа да инвестира.

У вези са наведеним претпоставкама посебно је значајно питање финансијски неангажованих средстава. Класични став је да предузеће, држањем таквих средстава, избегава принудну емисију акција ради предузимања вредног инвестиционог пројекта. Из угла овог приступа, финансијска неангажована средства су значајна ради избегавања екстерног финансирања и уплитања финансијских одлука предузећа у могуће конфликте интереса између старих и нових акционара. Финансијски неангажована средства омогућавају предузећу да избегне последице менаџерских унутрашњих информација.

Оваквим приступом се ствара могућност адекватног структурирања капитала у циљу креирања вредности предузећа. Менаџери који располажу вишком слободног готовинског тока показују тенденције ка нерационалним и субоптималним улагањима. Због тога дуг може да послужи као значајно средство принуде за дисциплиновање менаџера и побољшање оперативне ефикасности предузећа<sup>7</sup>.

У овом приступу слободан готовински ток варира у распону  $0 \leq C \leq I$ . Промена величине  $C$  утиче на износ захтеване емисије акција ( $E$ ) =  $I - C$ . Акционари ће побољшати свој положај једино ако предузеће емитује акције уз услов да део постојећих средстава и финансијски неангажованих средстава који припадају будућим акционарима буде мањи или једнак делу повећања вредности предузећа који њима припада. Што одговара хипотези да ће менаџмент пре да пропусти добре инвестиционе пројекте, него да их финансира продајом акција. Када предузеће располаже са довољним слободним готовинским током за финансирање инвестиција, онда не постоји губитак. Ако је  $C < I$ , губитак се повећава сразмерно величини захтеване емисије акција. У овом случају јавља се улога менаџмента у виду укључивања и прилагођавања финансијских одлука између финансирања инструментима дуга и сопственим капиталом.

Губици тржишне вредности предузећа мањи су у просеку када се предузеће финансира дугом, него сопственим капиталом. Хипотетички посматрано боље је емитовати сигурне, него ризичне хартије од вредности. Прагматичан оквир, ствара изузетке у односу на претпоставку, уколико су у питању презадужена предузећа као и брзо растућа предузећа високе технологије.<sup>8</sup>

<sup>7</sup> Бердовић, М. 2005. *Рачуноводство привредног друштва*, Институт за економику и финансије, Београд, стр. 19.

<sup>8</sup> Милановић, Н., Анџић, С., & Бутулија, М. (2017). Структура капитала као детерминанта вредности предузећа. *Одитор – часопис за Менаџмент, финансије и право*, 3(1), 80-91.

Информациона хетерогеност може да буде привремена или стална. Када је она привремена, постоји лакши начин да се избегне губитак тржишне вредности предузећа. Све што је потребно јесте да се емитују акције у периоду  $t=-1$ . Тада, по претпоставци, менаџери и тржиште деле исте информације. Ако је информациона асиметрија стална, онда се препоручује да дивидендни рацио буде довољно низак, како би се избегло екстерно финансирање.

Потребно је истаћи да екстерно финансирање на бази дуга ниско ризичних хартија од вредности, је боље него емисијом акција, али да предузећа која су исцрпела могућности емитовања дуга ниског степена ризика, треба радије да одустану од инвестиционих пројеката, него да их финансирају емисијом ризичних хартија од вредности. Са друге стране акционари, побољшавају свој положај када предузеће располаже са довољним слободним готовинским током за финансирање пројеката. Слободан готовински ток предузећа могу да обезбеде ограничавањем дивиденди, у ситуацијама када су у питању инвестициони захтеви ниже вредности. Средства која би се на овакав начин преусмерила имала би карактер резервне моћи задуживања и могу да се држе у облику ликвидних хартија од вредности. Други начин за формирање слободног готовинског тока је емисија акција у периодима када је информациона предност менаџера незнатна.<sup>9</sup> Предузеће не треба да исплаћује дивиденде онда када је за финансирање пројекта неопходна емисија акција или других ризичних хартија од вредности. Ако предузеће емитује хартије од вредности нижег ризика, онда цене акција неће пасти, при осталим једнаким околностима.

Теорија *Trade-off* успешно објашњава многе гранске разлике у структури капитала, али не и зашто најпрофитабилнија предузећа у грани имају, у принципу, најконзервативније капиталне структуре.<sup>10</sup> Овако посматрана чињеница је у супротности са полазном идејом ове теорије, да висока рентабилност повлачи са собом високу способност задуживања и јаке пореске подстицаје за коришћење тог капацитета.

## Утицај структуре капитала на формирање вредности предузећа

У онтолошко-прагматичним оквирима често се долази до великих супротности приликом тражења оптималне структуре капитала у предузећу. У теоријском спектру наилазимо на различите оквире за дефинисање овог предмета. Супротности се допуњују резултатима емпиријских истраживања о утицају капиталне структуре на вредност предузећа. Из тога произилази и захтев за стварањем водиле за формирање капиталне структуре предузећа.

Структурирање капитала у предузећу један је од три корака у процесу дефинисања опште цене капитала путем дисконтне стопе. Остали кораци су процена цене финансирања по основу дуга и процена цене финансирања по основу капитала.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Красуља Д. и Иванишевић М. 2006. *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд, стр. 54.

<sup>10</sup> Breal R. A. and Mayers S., 1996. *Principles of Corporate Finance*, MC Graw – Hill, p. 34.

<sup>11</sup> Gill G. 2002. op. cit, p. 153.

Планирање капиталне структуре предузећа је инструмент управљања ценом капитала, која је извор вредности. У том смислу циљ финансирања је да се за дата средства и план улагања пронађе структура капитала која минимизира његову цену, а максимизира вредност предузећа.

Утврђивање оптималне капиталне структуре намеће двоструки императив за менаџере. У смислу формулисања подлоге за одлучивање о нивоу значајности елемената у вези са избором структуре капитала која максимизира вредност предузећа. Други се односи на могућност релативно јефтиног финансирања, у условима оштре конкуренције на финансијском тржишту. Циљ излагања у овом делу односи се на креирање структуре капитала, а у складу са оба захтева.

Структура капитала се може креирати у складу са коефицијентом капиталне структуре који представља пропорцију дугорочних извора финансирања у форми позајмљеног капитала и сопствених извора финансирања у виду основног капитала (преференцијалних и обичних акција). Ради изолације ефеката промене капиталне структуре на вредност предузећа, у овом моделу претпоставља се да су инвестиционе одлуке константне. Што значи да промена финансијског микса може да се догоди једино емисијом дуга и откупом акција, или емисијом акција и откупом дуга. Присуство туђих средстава у капиталној структури (финансијски левериџ) подређује приносе акционара фиксним финансијским издацима. Због смањене основе акционарског капитала и аверзивности кредитора на ризик, повећава се финансијски ризик предузећа.

Овај ризик се огледа у додатном варијабилитету приноса по акцији и ризику од могуће инсолвентности. Потенцијални инвеститори кажњавају повећани ризик акција тако што подижу захтевану стопу приноса на капитал. За утврђивање капиталне способности предузећа, у том смислу, може се користити метода стратегијског биланса као основа за утврђивање предности и недостатака тржишног окружења наспрам предузећа.

Рачуноводствени третман креирања вредности предузећа полазну основу тражи у оквиру интерних предности наспрам екстерних недостатака. У оквиру анализе стратегијског положаја предузећа откривање стратегијских ограничења представља задатак анализе помоћу стратегијског биланса.<sup>12</sup> Билансне позиције овако презентованог стратегијског биланса чине: капитал, материјал, кадрови, продаја и know-how, који се исказују као позитивне у оквиру активе, односно негативне у пасиви.

На страни активе исказују се зависности других, конкурентских предузећа од посматраног предузећа и на страни пасиве исказују се зависности посматраног предузећа од других конкурентских предузећа.<sup>13</sup> Тако на пример, раст неког предузећа може бити толико велики да конкуренција од њега зависи (Актива), односно раст конкурентског предузећа биће висок, ако је наведено предузеће зависно од конкурента (Пасива).

Прагматично посматрано, ниво или степен зависности предузећа исказује се у активи и пасиви помоћу вредности које су распоређене на скали од 0% до 100 %.

<sup>12</sup> Према R. Mann-у, *Das ganzzeitliche Untermelimen*, конкретан приступ на којем се заснива стратегијски биланс развио је Rolf Moroni. У раду "Трећа кибернетичка биланца" он је позиције биланса стања и биланса успеха истраживао са становишта фактора који су одлучујући за будући развој.

<sup>13</sup> Тинтор Ј. 2001. *Анализа пословања предузећа*, Економски факултет, Осиејек, стр. 78.

При томе, 100% означава потпуну зависност, а 0% означава потпуну независност. На страни активе вредност 100% означава врло високу зависност других од посматраног предузећа и 0% означава врло ниску зависност других од посматраног предузећа што се уједно означава као врло ниска атрактивност предузећа за окружење. На страни пасиве 100% означава потпуну зависност посматраног предузећа од других и 0% означава врло ниску зависност предузећа од других.

Поступак ове анализе се одвија у следећим фазама: анализира се и оцењује зависност по сваком чиниоцу, односно за сваку билансну позицију.<sup>14</sup> Зависност се анализира и оцењује помоћу питања за проверу, на основу којих се за сваку позицију биланса на страни активе и страни пасиве уносе резултати.<sup>15</sup>

У активи и у пасиви се исказује салдо па се сабирањем утврђује удаљеност позиција, на пример, чинилац "капитал" у активи показује вредност од 90% што значи врло високу позитивну зависност других или разлика до потпуне зависности других је 10% и на страни пасиве показује вредност 40% што значи исподпросечну зависност од других или разлика до потпуне зависности показује вредност од 60%. Удаљеност позиција маркираних износи 150 (90% + 60%). Прецизирају се позната ограничења и различитим техникама траже се појединачне мере за противделовање. Ове мере усмеравају се на јачање позитивних зависности (актива) или за редуковање негативних зависности (пасива). Накнадном анализом изводљивости и последица могућих мера омогућава се избор мера и саставља се план акција којим се утврђују термини и одговорности за спровођење.

Табела 2 – Стратегијски биланс

Фактори %	АКТИВА										ПАСИВА									
	100	90	80	70	60	50	40	30	20	10	10	20	30	40	50	60	70	80	90	100
Капитал																				
Материјал																				
Кадрови																				
Продаја																				
Know-how																				

(Извор: Израда аутора)

Из стратегијског биланса можемо видети износ маркираних позиција у наредном прегледу. Откривање критичног ограничења или стратегијског теснаца спроводе се у трећој фази рангирањем на темељу удаљености маркираних позиција. Следећи преглед показује поступак рангирања.

<sup>14</sup> Жагер К. и Жагер Л. 1999. *Анализа финансијских извештаја*, Масмедиа, Загреб, стр. 21

<sup>15</sup> Ђурчић, М., Костић, Р., & Араповић, Т. (2018). Планирање и контрола као функције менаџмента предузећа. *Одитор - часопис за Менаџмент, финансије и право*, 4(1), 94-103.



Табела 3 – Рангирање и утврђивање стратегијског теснаца

Стратегијски чиниоци	Маркиране позиције у активи	Маркиране позиције у пасиви	Распон маркираних позиција (А + П)	Ранг
Капитал	90	60	150	4
Материјал	100	30	130	3
Кадрови	50	30	80	1 Критично
Продаја	90	80	170	5
know-how	80	30	110	2
Укупно	410	230	640	-

(Извор: Израда аутора)

Стратегијски биланс се може схватити и као специфични исказ снага и слабости предузећа. Величина снага записана је маркираним позицијама у активи и величина слабости записана је маркацијама у пасиви. У томе је потребно приметити смер раста вредности.

Овим моделом успоставља се рачуноводствени концепт креирања вредности предузећа под утицајем капиталне структуре. Како сва маркирана подручја означавају снагу у активи и умањење слабости, ограничења зависности од других, у пасиви њихов збир обједињује снаге из активе и отклоњена ограничења или умањене слабости у пасиви. Из тога следи да већи збир или већи распон маркација означава повољнији положај предузећа као што и збир мањи од 100% свакако је знак већих слабости од снага. Најмањи збир представља највеће стратегијско ограничење или стратегијски теснац који се у овом случају приписује чиниоцу „Кадрови”, што се може видети из додељеног ранга "1". Оцењивање снага и слабости или оцењивање зависности других од предузећа (актива), и оцењивање слабости или избегнутих слабости или оцењивање зависности предузећа о другима (пасива) проводи се на основу стварних особина у подручју појединог параметра.

Утврђивање стања снага и слабости појединих стратегијских чинилаца успеха и откривање чинилаца с највећим ограничењима, односно откривање чинилаца који ствара стратегијски теснац не значи завршетак анализе.

Уколико овако посматрану билансну условљеност препустимо тржишним условима, при том, респектујући, перфектно финансијско тржиште и одсуство јавних прихода, може се закључити да је тржишна вредност предузећа независна од релативних износа дуга и капитала у капиталној структури предузећа. Тржишна вредност предузећа ће у овом случају бити зависна од величине и ризика готовинских токова које ствара имовина предузећа. У складу са тиме пондерисана просечна цена капитала је такође независна у односу на левериџ.

Ако претпоставимо да је цена дуга "јефтинија" од цене капитала, онда, по логици, укључивањем више дуга у капиталну структуру предузеће треба да снизи своју општу цену капитала.<sup>16</sup> Основна претпоставка класичног приступа је да постоји оптимална

<sup>16</sup> Pogue G. and Lall K., 1976. *Corporate Finance: An Overview*, Preager Publishers, p. 32.

капитална структура. Овај приступ сугерише да повећање финансијског леверица иницијално може да смањи цену капитала и повећа вредност предузећа.<sup>17</sup>

Иако будући инвеститори подижу захтевану стопу приноса на капитал, то повећање се може у потпуности компензовати корисношћу од финансирања у облику дуга. У условима високог финансијског леверица, ситуација се из основе мења. Наиме, кажњавање стопе приноса на капитал од стране будућих инвеститора више него компензира користи од употребе дуга.<sup>18</sup> Укључујући ефекте јавних прихода у оцену креирања вредности предузећа, може се закључити да ће финансијски левериц повећати вредност предузећа и то пропорционално величини дуга у његовој капиталној структури.

Због пореског изузећа камате на дуг повећавају се приноси који су расположиви за власнике. Повећањем тржишне вредности предузећа постиже се додатна нето власничка вредност, која је једнака садашњој вредности пореских уштеда, које су производ ангажовања додатног дуга. У екстремним случајевима, оптимална капитална структура би захтевала потпуно финансирање дугом, или бар у нивоу разлике од минимално потребног сопственог капитала, пошто предузећа морају да имају минимално учешће сопственог капитала.<sup>19</sup> Овакво капиталисање доводи у питање однос понуде и тражње за позајмљеним средствима. Увођењем пореза на доходак у капитални модел смањује се добит која остаје расположива за будуће инвеститоре. Последично, ови порези смањују вредност предузећа, при осталим непромењеним околностима.

Оптимална структура капитала у предузећу формира се као компромис између приноса и расхода по основу коришћења дуга. Можемо закључити да предузећа са већим пословним ризиком треба да користе мање дуга него предузећа са мањим пословним ризиком, при осталим једнаким условима, јер повећањем пословног ризика расте степен вероватноће да предузеће упадне у финансијске тешкоће на било ком нивоу задужености. Предузећа код којих је у имовинском делу биланса заступљенија стална имовина у материјалном облику, у релативно већем обиму, могу да користе више дуга у капиталном делу биланса, него предузећа са имовином претежно у облику нематеријалних средстава. Нематеријална имовина и њени специфични облици, патенти, лиценце, концесије и сл., поседују већу вероватноћу губитка вредности, него што је то случај са материјалним средствима, у условима ниже развијених земаља. Предузећа која плаћају порезе по вишим пореским стопама треба да користе више дуга него предузећа са нижим пореским стопама, а у зависности од фискалне политике, јер високи порези на добит стварају веће уштеде по основу изузећа камате од опорезивања.

На основу истраживања можемо закључити да предузећа са јединственим или ужим производним програмима имају релативно мала рација дуга, односно, нивои задужености су у негативној корелацији са специфичностима пословања предузећа. У овакој ситуацији промена капиталне структуре утиче на дисперзију ризика између власника хартија од вредности.

<sup>17</sup> Brigham F. E. and Gapenski L., 1997, op. cit, p. 50.

<sup>18</sup> Horne van J. and Wachowicz M., 2007. *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall, p.210.

<sup>19</sup> Stern J. and Chew D., 1986. *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell, p. 89.

На основу стратегијског биланса у изналажењу оптималне капиталне структуре можемо укључити порезе, ризик и различите врсте средстава предузећа. Када посматрамо порезе прва њихова димензија наводи на закључак да постоји умерена пореска предност по основу задуживања предузећа. У супротном, када предузеће не користи пореске олакшице по основу задуживања онда постоји умерени порески недостатак. Ако узмемо на пример порезе на добит предузећа, она која се финансирају дугом не плаћају порез на дуг, док она која су новооснована не користе пореску олакшицу.

Ризик као други елементи биланса условљено је везан за неликвидна предузећа што умањује нето садашњу вредност средстава која припадају кредиторима. У складу са тиме, кредитори калкулишу премију осигурања, тако да величина уграђене премије зависи од вероватноће да предузеће дужник упадне у финансијске тешкоће. Овако посматрано акционари сnose трошкове ризика у случају емисија хартија од вредности.

Трећи елемент стратегијског биланса у овом моделу су средства предузећа. Нематеријална средства као што су know-how, шансе за раст или хумани капитал јако су осетљива на снижење ликвидности предузећа. Насупрот њима, материјална средства попут основних средстава могу да изгубе релативно мало од своје вредности. На основу чега можемо закључити да је потребно размишљати не само о степену вероватноће да се задуживањем можемо доћи у неликвидан положај, већ и о вредности која ће се морати компензовати у том случају.

Када се у тржишним привредама пред менаџмент постави захтев избора оптималне структуре капитала очекује се обезбеђивање релативно јефтиних извора финансирања у условима оштре тржишне конкуренције. Овако конципиран захтев условљава познавање финансијског тржишта од стране менаџмента посебно у смислу валоризације постављање финансијске политике предузећа. Финансијско тржиште награђује: предузеће за иновативност у емисији хартија од вредности, као и за успешно управљање различитим врстама ризика као што су: информациони ризик, ризик девизног курса, политички ризик, ризик тржишта производа, ризик приступа изворима финансирања и ризик неликвидности банкротства који је повезан са финансијским левериџом, који ће бити детаљно обрађен у наредном делу рада.

Утицај ризика на формирање вредности предузећа може се ублажити применом различитих методолошко-аналитичких поступака. Једна од таквих је портфолио анализа. Ова метода подразумева, циљу усмерено обликовање пакета вредносних папира према следећем начелу, комбиновати групу имовинских вредности тако да се, уз постојећи ниво ризика, максимизира очекивани укупни портфолио-добитак<sup>20</sup>. Или обрнуто, комбиновати групу имовинских вредности тако да се за постојећу стопу зараде минимизирају портфолио-ризичи.

Када се ова концепција примени на диверсификовано предузеће тада портфолио предузећа показује целину пословног поља састављеног од вишебројних стратегијских пословних јединица. У томе случају, циљ портфолио концепције је поставити такву комбинацију стратегијских пословних јединица која ће омогућити да се, уз постојеће ризике, на најбољи могући начин остваре стратегијски циљеви. Ради тога дисперзијом ризика треба осигурати континуитет остваривања успешности, и трансфер текућих средстава у нова тржишта.

<sup>20</sup> White G, Sondhi A. and Fried H. 2003. *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3rd Edition, Grace and White, Inc., p. 14

Портфолио приступ може се на одговарајући начин применити и за оцену ризика појединачних пословних јединице. Онтолошки, могуће је примити матричну технику, где је матрица димензионирана обележјима која се анализом могу испитати. Према обележјима или према параметрима могуће је обликовати компаративне портрете различитих садржаја. Уочава се традиционални портфолио приступ у коме обележја одражавају резултате и новија у којима обележја одражавају потенцијале.

Поступајући у складу са наведеним захтевима, предузеће може да очекује ниже трошкове финансирања и повећање цена својих акција на финансијском тржишту.

## Политика дивиденди као део пословне политике предузећа

Утицај дивидендне политике на вредност предузећа може се анализирати у контексту изолације њених ефеката од осталих менаџмент одлука. Када су менаџмент одлуке и политика задуживања константа, емисија акција је једини извор повећања дивиденди. Зато дивидендна политика може да се дефинише као компромис између задржаних прихода, исплате дивиденди и емисије акција.

Дивидендна политика утиче на вредност предузећа у форми цене капитала.<sup>21</sup> Цена капитала представља дисконтну стопу која служи за свођење пројектованих готовинских токова из пословања на садашњу вредност. Ова стопа садржи компонентне цене дуга и сопственог капитала.

Цена сопственог капитала се може променити под утицајем реаговања инвеститора на величину рачуна исплате дивиденди. Ова промена се одражава на дисконтну стопу и вредност предузећа. Код успешних предузећа која исплаћују дивиденде, дивидендна политика је важно подручје за креирање сопствених вредности.<sup>22</sup> У том контексту политика стабилних дивиденди привлачи многе инвеститоре, што се одражава и на котирање цене акција предузећа.

У случају нижих жељених дивиденди, акционари могу да продају извесан број акција ради остварења захтеване дистрибуције готовине. У супротном, када су дивиденде веће од жељених, акционари могу да купе додатни број акција у предузећу. На тај начин акционари су способни за креирање дивиденди у "сопственој режији". У случају да менаџмент фиксира задуживање, додатна емисија акција постаје основни начин за финансирање виших дивиденди. У овом моделу, када су средства, приходи, расходи, као и тржишна вредност предузећа константне, новемиштане акције ће вредети мање него пре објављивања дивидендне промене. Стари акционари ће остварити капитални губитак на постојећим акцијама услед ефекта разводњавања, који је у потпуности компензован додатним дивидендама.<sup>23</sup> На овај начин долази до трансфера вредности од старих ка новим акционарима.

<sup>21</sup> Крајчевић Ф. 1975. *Анализа пословања организација удруженог рада*, Информатор, Загреб. стр. 142.

<sup>22</sup> Малинић, Д. 1999. *Политика добити корпоративног предузећа*, Економски факултет, Београд. стр. 59.

<sup>23</sup> Вукша С. и Милојевић И, *Напомене као основни финансијски извештај*, Пословна политика бр. 05/2006, Београд. стр. 54.

Уколико претпоставимо да је дивидендна политика један од битних фактора у креирању вредности предузећа, претпоставићемо да акционари теже да у условима неизвесности дисконтују капиталне добитке по већој стопи него дивиденде. Као последица следи да подела прихода између дивиденди и задржаних прихода утиче на цене акција, чак и када се принос на реинвестирана средства изједначава са захтеваном стопом приноса.

Овако постављена релација између дивидендне политике и цене акција се назива дивидендни ефекат. Он се огледа кроз повећање задржаних прихода што утиче на смањење цене акција. Овај закључак се темељи на томе да акционари желе што мањи ризик, јер сматрају да су капитални добици мање сигурни у односу на дивиденде.<sup>24</sup> Уколико ово тврђење посматрамо са пореског аспекта можемо закључити да, уколико је већа додатна стопа опорезивања дивиденди у односу на стопу опорезивања, добитак има негативан утицај на цене акција. У том случају капитални добици имају пореске предности над дивидендама. Пореска стопа на капиталне добитке је нижа него релевантна стопа на дивиденде што је праћено и последицом да се капитални добици опорезују онда када се реализују. Овако посматране пореске предности капиталних добитака над дивидендама имају утицај на менаџмент приликом одлучивања о стратегији креирања пословне политике. На тај начин се утиче преко пореског третмана на креирање капиталне структуре у предузећу. Инвеститори који поседују акције са високим дивидендама треба да захтевају веће приносе пре пореза, како би принос након пореза био исти као и на акције са ниским дивидендама.

Посматрано из овог угла пореске преференције утичу на ниске рације исплате дивиденди, односно на нула рације кад год капитални добици имају пореску предност. На другој страни, према теорији дивидендног ефекта, будући акционари преферирају дивиденде, јер што је већи проценат исплате дивиденди, то су веће цене акција и нижа цена сопственог капитала. У складу са теоријом пореске преференције, инвеститори желе да предузећа задрже приходе, обезбеђујући тако мање опорезиве капиталне добитке, уместо високо опорезиване дивиденде. Са повећањем рација исплате дивиденди, цена акција опадају и расте цена сопственог капитала.

Хипотеза да су дивиденде веома значајне за формирање вредности предузећа у основи представља мешање дивидендне са инвестиционом политиком, јер оно што проузрокује повећање вредности предузећа није пораст дивиденди (употреба средстава), него повећање прихода по основу инвестирања (извори средстава). С тога је потребно мерити пораст дивиденди.

Прираст дивиденди је рацио број који ставља у однос исплаћене дивиденде на опште акције са њиховим тржишним ценама. У условима тржишног привређивања, у пракси се показало да како се приближава време јавног објављивања дивиденди, тржиште тим поводом формира одређена очекивања.<sup>25</sup> На овом примеру истраживање је показало да се упркос теоријском приступу о негативној корелацији дивиденди и цене акција јавља прагматична чињеница да најуспешнија предузећа исплаћују дивиденде, што позитивно утиче на вредност предузећа.

<sup>24</sup> Милојевић И, *Акцијски капитал као предмет ревизије*, Ревизор бр. 38/2007, Београд. стр. 99

<sup>25</sup> Вучићевић, Р. 2003. *op. cit.*, стр. 209

Истраживањем се показало да предузећа имају разлоге да исплаћују дивиденде, а инвеститори да обратe пажњу на објављивање дивиденди. Када се дивидендна политика базира на разумно стабилним дивидендама тржиште успоставља премију на цене акција.<sup>26</sup> Најзначајнији фактори за исплату дивиденди су: трансакциони трошкови екстерног финансирања; агенцијски трошкови екстерног власништва и финансијска ограничења која настају под утицајем већег левериџа. Први и трећи фактор делују у правцу ограничавања исплате дивиденди, док други фактор, има позитивну улогу у стимулисању тражње инвеститора за већим дивидендама.

Стабилност дивиденди је атрактивна карактеристика за многе инвеститоре и подразумева исплату дивиденди у односу на трендну линију, поготову ако она има узлазни нагиб. С тога се јављају различите врсте акција на финансијском тржишту.

1. Акције могу бити према редоследу издавања:

- оснивачке (акције прве емисије),
- акције следећих емисија.

Оснивачка акција је обична акција са правом гласа. Она гласи на име, преноси се пуним индосаментом и даје друга права у складу са одлуком о емисији, укључујући и право прече куповине акција следећих емисија. Уколико предузеће издаје нове емисије акција јавиће се емисиони трошкови који се обухватају у пореском билансу као расходна ставка.

2. Према обиму права које садрже акције се деле на:

- обичне и
- преферцијалне.

Обичне акције дају право на капитал, дивиденду и право гласа. Преферцијалне акције дају власнику поред права на капитал и дивиденду и право приоритета исплате дивиденде или ликвидационог остатка, али не дају право гласа.

Приоритетна акција може бити: кумулативна, партиципативна и заменљива.

Кумулативна акција даје право првенства на исплату свих неисплаћених дивиденди пре исплате дивиденде по основу обичних акција.

Партиципативна акција даје право имаоцу, поред утврђене приоритетне дивиденде, право и на исплату дивиденде која у складу са одлуком о емисији акција, припада имаоцима обичних акција.

Заменљива акција даје право имаоцу да је може претворити у обичну акцију у складу са одлуком о емисији акција.

3. Према праву гласа, акције могу бити:

- акције без права гласа и
- акције са правом гласа.<sup>27</sup>

Стабилне дивиденде садрже значајне информације о менаџерској процени будућности предузећа што је услов раста вредности предузећа. У неким ситуацијама и смањење дивиденди може да буде позитиван сигнал за будуће акционаре. То се може представити ситуацијом када предузеће располаже већим бројем профитабилних пројеката, али постоји мањак готовине и значајни трошкови екстерног финансирања што утиче да смањивање дивиденди и повећање инвестиција могу да позитивно утичу на вредност предузећа.

<sup>26</sup> White G, Sondhi A. and Fried H. op. cit., стр. 202.

<sup>27</sup> Красуља Д. и Иванишевић М. оп. цит., стр. 372.

Квантитативно ово се може приказати коришћењем рачуна показатеља сигурности финансијских пласмана који говоре о успешности улагања у акције привредних субјеката. За израчунавање ових показатеља потребни су осим података из финансијских извештаја, и подаци о акцијама, посебно о броју акција и њиховој тржишној вредности.<sup>28</sup> Добит по акцији и дивиденда по акцији исказују се у новчаним јединицама, односно показују колико се новчаних јединица дивиденде оствари по једној акцији.

Правило је да добит по акцији буде већа од дивиденде по акцији, јер се део добити задржава. Међутим, могућа је и обрнута ситуација, али то онда значи да су дивиденде исплаћиване из задржане добити. Однос исплате дивиденди показује однос дивиденде по акцији и добити по акцији. Однос цене и добити по акцији показује колико је пута тржишна цена акције већа од добити по акцији.

Табела 4 – Показатељи сигурности инвестирања

НАЗИВ ПОКАЗАТЕЉА	БРОЈИЛАЦ	ИМЕНИЛАЦ
добит по акцији (EPS)	нето добит	број акција
дивиденда по акцији (DPS)	део нето добити за дивиденде	број акција
однос исплате дивиденди (DPR)	дивиденда по акцији (DPS)	добит по акцији (EPS)
однос цене и добити по акцији (P/E)	тржишна цена акције (PPS)	добит по акцији (EPS)
укупна рентабилност акције	добит по акцији (EPS)	тржишна цена акције (PPS)
дивидендна рентабилност акције	дивиденда по акцији (DPS)	тржишна цена акције (PPS)

(Извор: White G, Sondhi A. and Fried H. оп. цит. р. 253)

Разликује се укупна и дивидендна рентабилност акције.<sup>29</sup> Битно је да у овом случају сопствени капитал није исказан по књиговодственој, већ је исказан по тржишној вредности. Наиме, у бројиоцу тих показатеља налази се добит, односно дивиденда по акцији, а у именуоцу је тржишна вредност акције. У нормалним ситуацијама укупна рентабилност већа је од дивидендне рентабилности. Обрнути случај могућ је само ако се дивиденде исплаћују из задржане добити кумулиране у претходним обрачунским периодима.

## Закључак

Рачуноводствено посматрано структурирање капитала у циљу креирања вредности предузећа се може посматрати са аспекта у коме менаџмент користи интерно финансирање онда када је то могуће и бира степен позајмљеног капитала у укупном капиталу када се захтева екстерно финансирање. Проблем са овим начином размишљања је што не постоји добро дефинисан циљни микс дуг – капитал, када се финансирање пројеката заснива на две врсте капитала, интерном и екстерном. Интерни капитал се налази на врху, а екстерни капитал на дну. Одржавање способности задуживања представља недостајућу карику за објашњење финансијског понашања предузећа.

<sup>28</sup> Жагер К. и Жагер Л. оп. цит. стр. 288.

<sup>29</sup> Красуља Д, Иванишевић М. оп. цит., стр. 232.

У складу са тим може се рећи да: финансирање дугом обезбеђује користи по основу пореског изузећа камате, због чега предузећа треба да имају дуг у својим капиталним структурама. Трошкови финансијских тешкоћа и агенцијски трошкови постављају границе за коришћење дуга, јер иза одређене тачке ови трошкови компензују пореске предности дуга. Изузетно важне за креирање вредности предузећа можемо закључити да су и информације. Оне треба да одржавају резервни капацитет задуживања, у условима хетерогености информација, ради способности за финансирање пројеката.

Многи будући акционари се опредељују за предузећа са стабилном исплатом дивиденди због жеље за текућим доходком. Када исплаћене дивиденде не могу да задовоље потребе акционара за потрошњом, они могу да продају део својих акција на финансијском тржишту, што они невољно чине. Тако да смањене дивиденде сигнализирају пад прихода, што води ка смањивању тржишне цене акција. Продаја акција под таквим условима не би била исплатива за акционаре. Овако се рачуноводственим сучељавањем структуре капитала и дивидендне политике утиче на креирање адекватне вредности предузећа.

## Литература

- [1] Бердовић, М. 2005. *Рачуноводство привредног друштва*, Институт за економику и финансије, Београд.
- [2] Breal R. A. and Mayers S., 1996. *Principles of Corporate Finance*, MC Graw – Hill.
- [3] Brigham E. and Gapenski L. 1997. *Financial management*, The Dryden Press, Harcourt Brace College Publishers, Orlando.
- [4] Владисављевић, В., & Вукасовић, Б. (2017). Савремени системи обрачуна трошкова. *Одитор – часопис за Менаџмент, финансије и право*, 3(3), 133-151.
- [5] Вукша С. и Милојевић И, *Напомене као основни финансијски извештај*, Пословна политика бр. 05/2006, Београд.
- [6] Јовановић, Д., Миленковић, Н., & Дамњановић, Р. (2017). Оцењивање и предвиђање потреба потрошача. *Одитор – часопис за Менаџмент, финансије и право*, 3(1), 70-79.
- [7] Крајчевић Ф. 1975. *Анализа пословања организација удруженог рада*, Информатор, Загреб.
- [8] Малинић, Д. 1999. *Политика добити корпоративног предузећа*, Економски факултет, Београд.
- [9] Милојевић И, *Акцијски капитал као предмет ревизије*, Ревизор бр. 38/2007, Београд.
- [10] Жагер К. и Жагер Л. 1999. *Анализа финансијских извештаја*, Масмедиа, Загреб.
- [11] Mayers S., 1977. *Determinants of Corporate Borrowing*, Journal of Financial Economics.
- [12] Mayers S. and Majluf N., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have, Journal of Financial economics.
- [13] Gill G. 2002. *Modern Auditing and Assurance*, Servucesm Monash University.
- [14] Красуља Д. и Иванишевић М. 2006. *Пословне финансије*, Економски факултет, Београд.
- [15] Тинтор Ј. 2001. *Анализа пословања предузећа*, Економски факултет, Осиек.
- [16] Pogue G. and Lall K., 1976. *Corporate Finance: An Overview*, Preager Publishers.
- [17] Stern J. and Chew D., 1986. *The Revolution in Corporate Finance*, Basil Blackwell.
- [18] Home van J. and Wachowicz M., 2007. *Fundamentals of Financial Management*, Prentice Hall.
- [19] White G, Sondhi A. and Fried H. 2003. *The Analysis and Use of Financial Statements*, 3rd Edition, Grace and White, Inc.
- [20] Ђурчић, М., Костић, Р., & Араповић, Т. (2018). Планирање и контрола као функције менаџмента предузећа. *Одитор – часопис за Менаџмент, финансије и право*, 4(1), 94-103.