

KONCEPCIJSKE RAZLIČITOSTI U UPRAVLJANJU PRAVILIMA FINANSIRANJA

CONCEPTUAL DIFFERENCES IN MANAGING THE FINANCING RULES

Prof. dr Petar Bojović ¹

Rezime: Konceptijske različitosti upravljanja pravilima finansiranja su najizraženije kod vertikalnih i horizontalnih pravila finansiranja. Autori su iskazivali tzv. kontra stavove po pitanju odnosa sopstvenog kapitala prema tuđem kapitalu, rezervi prema nominalnom kapitalu, dugoročnom prema kratkoročnom kapitalu, pravilima finansiranja 1:1 i 2:1 itd. što se vidi u delima Harlea, Gerstnera, Nicklischa, Hubnera, Mellerowiza, Lohmana, Antoine, Selliena, Leitnera, Le Coutre i dr. i naših autora Rankovića, Krasulje, Ivaniševića itd.

Ključne reči: Pravila, upravljanje, finansiranje

Summary: Conceptual diversity of management policies of financing are most visible in the vertical and horizontal rules of financing. The authors have expressed rear views regarding the relationship of own capital to foreign capital, reserves to the nominal capital, the long-short equity, financing rules 1:1 and 2:1, etc.. which can be seen in the works of Harle, Gerstner, Nicklisch, Hubner, Mellerowiz, Lohman, Antoine, Sellien, Leitner, Le Coutre et al. and our authors Rankovic, Krasulja, Ivanisevic, etc..

Keywords: Policy, management, financing

Pravila finansiranja predstavljaju norme za primenu principa finansijske politike. Ona su rezultat privredne prakse i nauka ekonomije preduzeća, a njihov značaj i univerzalnost ogleda se u nazivima „zlatna“, „optimalna“, „sveta“. U poslednje vreme daje im se istorijska dimenzija, pa se nazivaju „klasična“ ili „tradicionalna“. Bez obzira što nauka ekonomije preduzeća ukazuje na ograničenu upotrebu ovih pravila, praksa pokazuje da ih kreditne institucije koriste kao sredstvo za ocenu boniteta dužnika.

Pravila finansiranja tretiraju: *strukturu kapitala, odnosno odnos između sopstvenog i tuđeg kapitala (vertikalna pravila finansiranja) i relacije delova imovine i kapitala (horizontalna pravila finansiranja).*

Suštinu vertikalnih i horizontalnih pravila pokazuje sledeća šema:

¹ Fakultet za industrijski menadžment Kruševac, Univerzitet Union Beograd, 37 000 Kruševac, Majke Jugovića 4

| HORIZONTALNA PRAVILA FINANSIRANJA | <i>AKTIVA (imovina)</i> | <i>PASIVA (kapital)</i> |
|--|---|---|
| | 1. <i>fiksna sredstva</i> 2. <i>varijabilna sredstva</i> | 1. <i>sopstveni izvori</i> 2. <i>tuđi izvori</i> · <i>dugoročni</i> · <i>kratkoročni</i> |
| | | VERTIKALNA PRAVILA FINANSIRANJA |

Mesto i odnosi horizontalnih i vertikalnih pravila finansiranja

Vertikalna pravila finansiranja

Vertikalna pravila finansiranja nastoje da se kroz strukturu kapitala obezbedi rentabilnost, sigurnost, nezavisnost i elastičnost finansiranja. Vertikalna pravila finansiranja dele se na: pravila za odnos između sopstvenog i tuđeg kapitala, pravila za odnos rezervi prema nominalnom kapitalu, pravila za odnos dugoročnog prema kratkoročnom kapitalu.

Pravila za odnos između sopstvenog i tuđeg kapitala

Ovim pravilima se postavljaju odnosi između sopstvenog i tuđeg kapitala sa ciljem zaštite poverioca. Ovo je rezultat shvatanja da je sopstveni kapital garancija plaćanja obaveza u celosti i na vreme.

Zaštita poverioca javlja se u formi: *postavljenih relacija između sopstvenog i pozajmljenog iznosa i donjih limita za finansiranje preduzeća sopstvenim kapitalom.*

Za ocenu kreditne sposobnosti preduzeća i potrebe analize finansijske sigurnosti koristi se *pravilo jednakosti sopstvenog i tuđeg kapitala* koje se naziva i „zlatno pravilo izravnjanja rizika“. U literaturi ne postoji jedinstveno mišljenje o odnosu 1:1, tako da se i odnosi 2:1 i 3:1 smatraju zdravi. Zahtevi sigurnosti i likvidnosti poverioca bili su odlučujući za primenu ovih pravila. Međutim, likvidnost nije uslovljena samo velikim udelom sopstvenog u ukupnom kapitalu. Ona zavisi od niza faktora, a najvažnije je usklađivanje priliva i odliva sredstava. Ima mnogo primera koji dokazuju da su preduzeća sa visokim učešćem sopstvenog kapitala nelikvidna, naročito ako su neusklađeni rokovi priliva i odliva praćeni nedovoljnom rentabilnošću. Nasuprot njima preduzeća sa malim učešćem sopstvenog kapitala, ali sa visokom rentabilnošću obezbeđuju optimalnu likvidnost.

Odnos sopstvenog i tuđeg kapitala posmatra se i sa stanovišta rentabilnosti i nezavisnosti. Sa stanovišta rentabilnosti, sve dok je cena pozajmljenog kapitala niža od stope prinosa na ukupni kapital, veće učešće tuđeg u odnosu na sopstveni kapital dovodi do rasta stope rentabilnosti sopstvenog kapitala. Ograničenje ovoj težnji predstavlja poverilac koji zaštitu svojih potraživanja vidi u sopstvenom kapitalu i opasnost da preduzeće naruši princip nezavisnosti i elastičnosti.

Pravila za odnos rezervi prema nominalnom kapitalu

Ovim pravilima određuju se norme za formiranje rezervi prema nominalnom kapitalu. O ovim pravilima relativno se malo pisalo. Hőrle navodi dva autora i to Gerstner-a koji „ističe načelo da je preduzeće sigurnije, ukoliko su rezerve veće“ i Nicklischa koji određuje proporciju da rezervni kapital treba da iznosi 25% od ukupnog kapitala. Razlog što ova pravila nisu naišla na širu podršku dr Ranković vidi u njihovoj nelogičnosti. „To bi zapravo značilo da su mlađa preduzeća nesigurna, bez obzira na svoju opštu poziciju zbog toga što još nisu stigla da obezbede normirane rezerve“.

Preduzeće stvara rezerve čija namena prema zakonu, može da bude: *trajna i privremena*. *Trajna namena* je pokriće eventualnih rizika od gubitaka. *Privremena namena* – sredstva se koriste kao pozajmica za isplatu zarada u slučajevima novčanih oskudica. Preduzeće stvara rezerve raspodelom neto dobitka i pri tom nastoji da što više neto dobitka ostane u preduzeću kako bi olakšalo zamenu dugoročno pozajmljenog kapitala i postiglo veću elastičnost. Veći rezervni kapital obezbeđuje veću sigurnost osnovnog kapitala, ali primena ovog pravila je u suprotnosti sa primenom principa rentabilnosti, jer su preduzeća obavezna da drže novčana sredstva izvan prometa.

Pravila za odnos dugoročnog prema kratkoročnom kapitalu

Opšti zahtev finansijske politike je da odnos između dugoročnog i kratkoročnog kapitala bude postavljen u skladu sa strukturom imovine koja zavisi od vrste preduzeća. Sigurnost preduzeća je veća, ako je učešće dugoročnog kapitala u ukupnom kapitalu veća. Ona se povećava i većim učešćem sopstvenog kapitala. Međutim, preduzeća pored sopstvenog kapitala, koriste i tuđi kapital na duži ili kraći rok. Kratkoročni kapital dovodi preduzeće u poziciju manje sigurnosti jer se vraća u kraćim rokovima, za razliku od dugoročnog kapitala koji poboljšava sigurnost preduzeća. Privlačenje tuđeg kapitala mora da se uskladi sa ciljem preduzeća i principom nezavisnosti.



Slika 1 Vertikalna pravila finansiranja

Horizontalna pravila finansiranja

Horizontalna pravila finansiranja bave se relacijama delova imovine i kapitala. Težnja nauke da dođe do sigurnih merila čijom bi primenom preduzeća uspostavila i održala stabilnu finansijsku situaciju, rezultiralo je velikim brojem ovih pravila. Ovde ćemo se ograničiti i ukratko izložiti ona pravila koja privlače najveću pažnju nauke i prakse. To su: *zlatno (bankarsko) pravilo finansiranja*, *zlatna bilansna pravila finansiranja*, *pravila finansiranja 1:1 i 2:1*, *ostala pravila finansiranja*.

Zlatno (bankarsko) pravilo finansiranja

Zlatno bankarsko pravilo finansiranja utemeljio je 1854. godine nemački autor Hübner (Hibner), koji je u delu *Die Banken (Banke)* istakao misao da „*kredit koji neka banka može dati, a da pri tome ne dođe u opasnost u pogledu ispunjenja svojih obaveza, mora odgovarati kreditu koji banka uživa i to ne samo po iznosu nego i po kvalitetu kredita*“. Ovo pravilo ima za cilj održavanje likvidnosti banke. Suština ovog pravila je da dužnik kratkoročne kredite koristi za kratkoročne a dugoročne za dugoročne namene. Usaglašavanjem rokova pasivnih sa aktivnim bankarskim poslovima obezbeđuje se likvidnost. Međutim, praksa pokazuje da se ni same banke ne drže ovog pravila jer daju kredite na duži rok od roka deponovanja sredstava u bankama. Mogućnost da aktivni poslovi budu dugoročniji od pasivnih uz obezbeđenje likvidnosti banke nalazi u stalnom obnavljanju kratkoročnih izvora finansiranja. Banka očekuje da će se depoziti po viđenju obnavljati i da neće pasti ispod nivoa datih kredita. Pored toga, banka može da pribavi kredit od drugih banaka i od centralne banke. Ovakva praksa mora da se sprovodi oprezno, jer nepoštovanje pravila može banku dovesti u nelikvidnost. Istu logiku koriste i preduzeća kada kratkoročnim kreditima pokrivaju srednjoročne i dugoročne potrebe. Za obezbeđenje likvidnosti preduzeća nije dovoljno samo poštovanje ovog pravila, već je mnogo važnije uslađenost novčanih tokova. Ona je garant izmirenja dospelih obaveza, a samim tim i kriterijum za ocenu kreditne sposobnosti preduzeća, od koje zavisi dobijanje novog ili prolongiranje postojećeg kredita. Možemo izvesti zaključak da zlatno pravilo finansiranja treba uzeti kao opštu orijentaciju, a da likvidnost treba obezbeđivati odgovarajućom finansijskom ravnotežom i usklađivanjem priliva i odliva sredstava.

Zlatna bilansna pravila finansiranja

Osnov za formiranje zlatnih bilansnih pravila je zlatno bankarsko pravilo finansiranja. Zahtev bankarskog pravila finansiranja je da izvori finansiranja po roku raspoloživosti i po visini u okviru svakog roka moraju da budu jednaki uloženim sredstvima. Zbog stalne i neprekidne promene ročne strukture uloženih sredstava i izvora sredstava, teško je kontrolisati da li svaki izvor finansiranja po roku raspoloživosti i po visini odgovara roku vezivanja i visini sredstava. Zbog toga je došlo do podele sredstava i izvora sredstava na dugoročno uložena sredstva i dugoročne izvore finansiranja i na kratkoročno uložena sredstva i gotovinu i kratkoročne izvore finansiranja. Za kontrolu održavanja jednakosti služi bilans stanja.

U zavisnosti od kriterijuma u tretmanu relacija između raščlanjenih delova aktive (sredstava) i pasive (izvora) razlikuju se: *zlatno bilansno pravilo u užem smislu* i *zlatno bilansno pravilo u širem smislu*.

Zlatno bilansno pravilo u užem smislu

Zlatno bilansno pravilo u užem smislu postavlja zahtev da osnovna sredstva budu pokrivena sopstvenim i dugoročnim pozajmljenim kapitalom, a obrtna sredstva kratkoročnim kapitalom. U definisanju ovog pravila javlja se razlika kod pojedinih autora u pogledu vlasništva. J. Ranković navodi grupu autora koji smatraju da osnovna sredstva treba da budu pokrivena isključivo sopstvenim kapitalom (Gerstner, Mellerowicz, Lohman, Antoine), dok druga dopušta i upotrebu dugoročno pozajmljenog kapitala (Sellien, Leitner, Le Coutre). Opšta saglasnost postoji u zahtevu da se za finansiranje osnovnih sredstava preporučuje sopstveni kapital, a da se finansiranje iz dugoročnih tuđih izvora smatra kao nužno odstupanje od utvrđenog pravila. U stvari, ovde se pored povezivanja delova aktive i pasive (horizontalno), razmatra i vertikalna struktura kapitala. Davanje prednosti sopstvenim izvorima finansiranja motivisano je principom sigurnosti i likvidnosti. Sa stanovišta preduzeća, pored osnovnih sredstava i ostale pozicije aktive bilansa povezane su sa rizikom. Preduzeće može da dođe u težak položaj, odnosno da ima gubitak zbog nekurentnih zaliha ili zbog nenaplaćenih potraživanja. Pokrivenost osnovnih sredstava sopstvenim kapitalom nije jedina garancija likvidnosti. Veoma je važno da preduzeće vodi računa o angažovanju obrtnog kapitala i o usklađenosti novčanih tokova priliva i odliva sredstava.

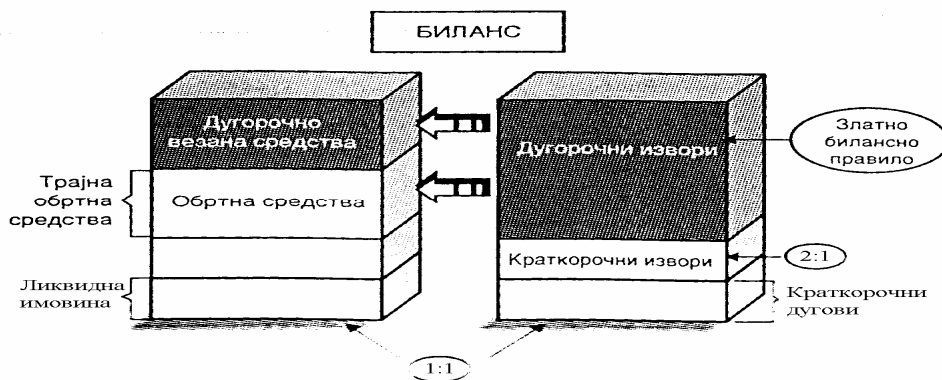
Zlatno bilansno pravilo u širem smislu

Razlika između zlatnog bilansnog pravila u užem i širem smislu je kod definisanja dugoročno uloženih sredstava. Po zlatnom bilansnom pravilu u širem smislu u dugoročno uložena sredstva pored osnovnih sredstava, spadaju i trajna, odnosno stalna obrtna sredstva. Oko definisanja trajno vezanih obrtnih sredstava postoji čitava lepeza različitih mišljenja. Najveći broj autora opredeljuje se za dugoročno finansiranje minimalnih ili „gvozdениh zaliha“. U minimalne zalihe spadaju one zalihe materijala, sopstvenih poluproizvoda i sitnog inventara, čiji nivo obezbeđuje kontinuitet proizvodnje, zatim zalihe nezavršene proizvodnje i zalihe gotovih proizvoda, čiji nivo ne sme pasti ispod minimuma jer će se ugroziti obim i dinamika isporuke po zaključenim ugovorima. Finansiranje trajnih obrtnih sredstava iz dugoročnih izvora otežava održavanje jednakosti između trajnih obrtnih sredstava i dugoročnih obaveza za njihovo finansiranje. S obzirom da se minimalne zalihe ne smanjuju a dugoročne obaveze smanjuju, potrebna je njihova supstitucija novim sopstvenim kapitalom koji se formira akumuliranjem neto dobitka ili novom emisijom akcija. Zalihe koje prelaze nivo minimalnih i kratkoročni finansijski plasmani mogu se finansirati iz kratkoročnih kredita bez opasnosti za likvidnost.

Pravila finansiranja 1:1 i 2:1

Pravilo finansiranja 1:1 zahteva jednakost između gotovine, hartija od vrednosti i kratkoročnih potraživanja, sa jedne i kratkoročnih izvora finansiranja, sa druge strane. To znači da svaki dinar kratkoročnih obaveza treba da je pokriven sa dinarom sredstava u obliku gotovine, hartija od vrednosti

i kratkoročnih potraživanja. Ovo pravilo se upotrebljava kao osnov za *merenje likvidnosti prvog stepena*. Poštovanje pravila finansiranja 1:1 zahteva ispunjenje nekih uslova, a naročito harmoniju između primanja i izdavanja, što je u našim uslovima poslovanja otežano. Pravilo finansiranja 2:1 delimično koriguje krutost pravila 1:1, jer zahteva da odnos obrtnih sredstava i kratkoročnih izvora finansiranja bude 2:1. Ovo pravilo služi kao osnova za *merenje likvidnosti drugog stepena*, znači da za svaki dinar kratkoročnih izvora finansiranja dolazi dva dinara obrtnih sredstava. Primena ovog pravila je otežana, jer zahteva dodatnu procenu finansijskog položaja dužnika od strane kreditora. Ovo pravilo nije našlo široku primenu ni u literaturi, a ni u praksi, jer ne samo da ne obezbeđuje likvidnost već njihova primena ima malu vrednost i za stvaranje uslova za održavanje likvidnosti.



Slika2: Horizontalna pravila finansiranja

Ostala pravila finansiranja i traženje adekvatnijih rešenja

Činjenica da su uplate i isplate, a ne bilansne relacije značajne za održavanje finansijske ravnoteže, dovode do traženja adekvatnijih rešenja. J. Ranković navodi značajni doprinos nemačkog autora Vormbaum-a koji polazi od dinamičke likvidnosti, odnosno sposobnosti preduzeća da u doglednom budućem vremenu, ispuni sve svoje obaveze plaćanja. Osnovu za praćenje ovog zahteva predstavlja finansijski plan. Formulisanje pravila finansiranja zahteva da se raščlanjivanje imovine obavi prema raznim ciljevima, koji su postavljeni pojedinim delovima imovine, a ne na postrojenjsku i obrtnu. Za određivanje vrste kapitala kojim treba da bude pokrivena imovina povezani sa ciljem preduzeća važna je mogućnost supstitucije i prolongiranja. Na osnovu napred navedenog možemo zaključiti da nizovi uplata i isplata u vremenskom razvoju treba da obezbede usklađivanje sadašnjeg i planiranog obima poslova, željenu rentabilnost, stanje rizika i mogućnost finansiranja.

LITERATURA

- [1] Brighman, E.F., Gapenski, L.C, *Financial Management*, The Dryden Pres, Forth Worth, 1994.
- [2] Brealey, R. And S. Myers, *Principles of Corporate Finance*, Mc Graw- Hill, 1998.
- [3] Van Horne Wachovicz, *Osnovi finansijskog menadžmenta*, Data, Beograd, 2008.
- [4] Ivanišević, M, *Poslovne finansije*, Ekonomski fakultet, Beograd, 2008.
- [5] Ranković, J, *Upravljanje finansijama preduzeća*, Ekonomski fakultet, Beograd, 1998.
- [6] Shapiro, A.C, *Modern Corporate Finance*, Mc Millan Publishing Company, New York, 1990.
- [7] Bojović, P i dr., *Finansijska analiza poslovanja*, redaktor: P. Bojović, Žig, Zemun, Beograd, 2010.
- [8] Bojović, P (koautor), *Mikrofinansije*, redaktor: P. Bojović, str. 526, Žig, Zemun, Beograd, 2009.
- [9] Bojović, P, *Poslovne finansije*, Čigoja štampa, Beograd, 2006.
- [10] Bojović, P, *Ekonomska analiza*, FIM, Kruševac, 2005.