

Силвије Орсаи¹

Нека питања финансирања реиндустријализације

Some Questions of Funding Reindustrialization

Резиме

Предмет овог чланка су нека питања финансирања реиндустријализације. Чланак расправља о проблемима са облицима, методама и инструментима финансирања у малој транзицијској земљи, са доминантним сектором условног банкарства у финансијској индустрији. Чињенице показују недостатак инвестициона задовољења јавних фондова нове плавнице, исто као и инвестиција ризичног квалитета задовољења приватног плавница. Слично је и са јавном фондом дугова. Такође, недостатак осталих финансијских инвестиција и слабе перформансе индустрије осигурања преуређења су моћним облицима нестандартних дугова, као што су синдицирани кредити или приватно емитоване обвезнице. На тај начин у чланку прекознаје развојна банка као једина финансијска инвестиција задовољења реиндустријализације.

Кључне ријечи: реиндустријализација, финансирање плавницом, финансирање дуговима, финансијске инвестиције, банке.

¹ Економски факултет Свеучилишта у Загребу, silvije.orsag@zg.t-com.hr

Summary

The subjects of this paper are some questions about reindustrialization financing. Paper discussed problems with forms, methods and instruments of financing in small transition country with dominant commercial banking sector in financial industry. The facts showed lack of underwriters for providing public offering of new equity, as well as venture capital institutions for providing private placement of equity. Similar is with public debt offerings. In additions, lack of other financial institutions and pure performances of insurance industry are barriers potentials forms of nonstandard debt, like syndicate credits and private issued bonds. In this way paper recognizes bank form development as only financial institution for providing reindustrialization.

Keywords: *reindustrialization, principal financing, debt financing, financial institutions, banks.*

1. Увод

Након Другог свјетског рата индустријализација је осигуравала југославенској привреди високе стопе раста. Због уопштено непостојања значајније индустријске производње, тај је процес давао резултате једноставним смањењем радне снаге на селу и повећањем продуктивности пољопривреде, без значајнијих наслијеђа индустријске културе и постојања одговарајуће образоване радне снаге. Насупрот процесима индустријализације у транзицијској ери, чланице те заједнице проводиле су процесе деиндустријализације, баш као већина европских држава и Сједињене Америчке Државе. Избијањем свјетске економске кризе, инициране сломом свјетског финансијског тржишта, индустријализација поново добива на важности, јер се је показало како су оне државе код којих индустрија има значајнији удио у укупној привреди, најотпорније на утицаје кризе.

Процес деиндустријализације у транзицијским земљама проводио се стихијски, без било каквих покушаја формулирања стратегије, уз значајне утицаје дуготрајне кризе наслијеђене из бивше државе, те процеса приватизације, са свим потешкоћама и недосљедностима које су пратиле тај процес. Управо се у тим транзицијским земљама потреба за поновном индустријализацијом намеће као могуће рјешење дуготрајних процеса застојања. Искуство из прошлости и општи трендови усмјерени на нову индустријализацију сковали су појам реиндустријализација. Реиндустријализација захтијева инвестиције у нове капацитете и обнављање постојећих индустријских капацитета, а тиме и финансирање тих инвестиција у условима недостатка домаће штедње, неразвијености финансијских тржишта

и доминантним положајем банака у односу на друге облике финансијских институција.

Реиндустријализацију треба схватити као антитезу деиндустријализације, настале као реакција на појаву нових привредних облика и нових технологија. Учинци индустријализације не могу се једноставно очекивати по узору на прошлост, због промијењених услова. У том смислу би реиндустријализација требала бити усмјерена на компаративне предности појединих транзицијских земаља и уклапање њихових производа у глобални свјетски производ, нарочито уз кориштење знања и нових технологија, као и форсирањем нових, перспективних и брзорастућих индустрија. За провођење реиндустријализације, схваћене као подлоге раста и, нарочито, развоја, потребна је и образована радна снага. Образовање такође тражи улагања и финансирање тих улагања.

Транзицијске земље регије наслиједиле су тзв. банкоцентричан финансијски систем из бивше државе. Након санације, реструктурирања и приватизације банака, банкарски сектор постао један од најпросперитетнијих, тако да су банке транзицијских земаља постале једна од најатрактивнијих инвестиција на тим подручјима (Orsag, et al.,2011). Можда се је тај процес најспорије одвијао у Босни и Херцеговини, али у вријеме у којем говоримо о реиндустријализацији, велике банке у Босни и Херцеговини углавном су сличне онима у другим транзицијским земљама (Orsag, et al.,2009). Како од финансијских институција у транзицијским земљама углавном постоје само банке, нарочито у Босни и Херцеговини, стварају се превелика очекивања у погледу њихове улоге у финансирању реиндустријализације, занемарујући банкарски конзерватизам који је у основи стабилности банкарског система. Шта више, државне подршке процесима реиндустријализације настоје се, такође, провести преко квазибанкарских институција.

2. Финансирање главницом

Главница, односно властити капитал, нужен је предуслов постојања, раста, развоја и одржавања пословања сваког предузећа. Његова величина, између осталог, представља гаранције кредиторима и другим „старијим”, односно „повлаштеним” финансијерима који осигуравају дугове и квази дугове предузећа. Финансирање главницом важно је и код финансирања пословних идеја. Ту је идеално да носилац идеје има одређену уштеђевину и некретнину у којој ће реализирати посао. Пословни план којим је конкретизовао идеју у прави пројекат служи му за провјеру предузетничких амбиција (Siropoulos, 1995). Још ако се родио у предузетној околини, финансирање раста и развоја чини се извјесним. Некретнина може послужити за

задуживање, пријатељи за удруживање (орташтво), а они мање предузетни за власничко улагање ограничене одговорности (ограничени ортаци, ко-мандитори). Резултат свих тих легалних реорганизација може бити и неко акционарско друштво. (Orsag, et al.,1991)

Главница се може обликовати и повећавати интерно или екстерно (Orsag, 2015). Под интерним повећањем власничке главнице подразумејива се задржавање зарада, добити, односно профита, чак када се то повећање осигурава дистрибуцијом дивиденди у акцијама и/или планом реинвестирања дивиденди (Orsag, 2011), док се екстерно главница повећава новим уплатама власника: како постојећих, тако и нових. При томе се емисија главнице може провести јавно или приватно, а могу се користити и квази-главнички облици финансирања.

2.1. Интерно финансирање

Задржавање зарада је на врху Миерсове (Myers, et al.,1984) хијерархије финансијских избора. Задржавање зарада шаље инвеститорима сигнале о добрим изгледима, не изазива никакве трошкове емисије због чега и представља јефтинији облик повећања главнице друштва од емисије нових акција. Задржавање зарада не изискује ни додатне објаве утемељење добрих профитних изгледа, као што нити не узрокује могуће проблеме потцјењивања тако повећане главнице и разводњавање зарада од тако финансираних нових инвестиција предузећа. Због тога се задржавање зарада може прогласити темељним покретачем раста цијена акција друштва. Повећање главнице задржавањем зарада повећава финансијску снагу предузећа и његову снагу задуживања.

Задржане зараде, заједно с новцем ослобођеним механизмом амортизације, основа су интерног финансирања инвестицијских пројеката предузећа, односно самофинансирања предузећа. Задржане зараде и амортизација чине први буџет капитала предузећа, а кориштење створеног новца за такво финансирање мора осигурати принос само у висини постојећег трошка капитала предузећа (Orsag, et al.,2011). При томе амортизација представља неопорезиво формирану буџет капитала, за разлику од задржаних зарада које су расположиве након пореза. Због одређене међуовисности зарада и амортизације могуће је осигурати новац и прикривеним самофинансирањем осигураним повећањем неопорезивог извора финансирања на уштрб оног опорезивог (Orsag, 2011).

Интерно финансирање ипак не доводи нови свјежи новац и капитал у предузеће. У том смислу оно не повећава одговорност менаџмента као агената акционара друштва (Jensen, et al.,1976). Због чињенице да не изискује образложење ефикасности употребе тако створеног новца и капи-

тала, менаџмент га може држати као слободан новчани ток и узроковати значајне трошкове агената (Jensen, 1986). Ипак, кључни проблем интерно финансирања и пратећег увећања главнице лежи у његовој ограничености величином остварених зарада. Због тога искључиво ослањање на интерно повећање главнице може изазвати заостајање у развоју предузећа (Orsag, 2011). Како предузећа у Босни и Херцеговини, као и другим транзицијским земљама из регије послују прилично сиромашно, тешко је очекивати да ће се ослањањем искључиво на интерно финансирање осигурати провођење жељене реиндустријализације, посебно у смислу освајања нових технологија интензивних неопипљивом имовином.

2.2. Емисија главнице

Емисијом нових акција, повећава се власничка главница акционарског друштва екстерно. Она се може проводити јавном или приватном емисијом нових акција. Приватно се могу пласирати и други главнички инструменти, тако да приватни пласман није ограничен искључиво на акционарска друштва иако је код других облика организирања предузећа додатно отежан. Посебан је случај повећања главнице код излагања приватно-држаног акционарског друштва у јавност када се проводи прва, односно иницијална јавна понуда акција друштва.

2.2.1. Јавни пласман акција

Јавна акционарска друштва морају екстерно повећавати своју главницу јавним емисијама нових акција. Ријеч је о поступку који оптерећује екстерно повећање главнице с трошковима емисије којих нема код повећања главнице задржавањем зарада. Како трошкови емисије садрже значајну фиксну компоненту, емисија акција исплатива је тек за значајну своту повећања главнице. Насупрот томе, јавни пласман начелно ничим није ограничен тако да омогућава значајно повећање власничке главнице које би омогућило провођење реиндустријализације, а захтијева и значајно вријеме потребно за анимацију инвеститорске јавности (Orsag, 2011). Јавна емисија акција проводи се преко инвестиционог проспекта, одобреног од регулатора тржишта а који мора укључити и битне додатне садржаје које захтијева берза на којој је друштво уврштено.

Јавни пласман акција повећава одговорност менаџмента за намјераване инвестиције тржишном потврдом њихове опортуности најављене емисијским проспектом. Насупрот томе, проспекат не може разоткривањем информација у довољној мјери смањити присутну асиметричност информација између менаџмента и потенцијалних инвеститора. То поготово вриједи

за оне податке и информације које менаџмент мора скривати од јавности због утицаја конкуренције и других разлога. На тај начин облик финансирања предузећа представља одређени сигнал који инвеститори оцјењују повољним, односно неповољним. На подлози исходиштима теорије сигнализирања (Akerlof, 1970) коју је у финансијама међу првима употребио Ross (1977) новој емисији акција се често приписују негативи сигнали тако да је стављена на крај хијерархије финансијских избора.

За провођење јавних понуда потребна је индустрија вриједносних папира, нарочито инвестиционо банкарство и његова потписничка функција (Orsag, 2015). Финансијску индустрију у регији предоминантно опредјељују пословне банака које, независно од жеља и политичке воље, тешко могу интензивније развијати инвестиционо банкарство и трговину акцијама за свој рачун ради стварања, односно подржавања тржишта новоемитованих акција. Стога на тржиштима у регији нема специјалиста који могу обавити такве изазовне задатке, односно код таквих специјалиста тренутно је недостатак финансијских средстава за провођење таквих послова и осигурања од ризика који прате такве активности. Имајући у виду проблеме индустрије хартија од вриједности и опасност од негативних сигнала, заједно с другим баријерама финансијских тржишта у БиХ (Orsag, 2014), тешко је вјеровати у значајнију подршку јавних пласмана акција у процесу реиндустријализације.

2.2.2. Иницијална јавна понуда

Како би приватно друштво искористило тржиште капитала првенствено за прибављање потребних већих свота капитала може се претворити у јавно акционарско друштво у процесу излажења у јавност – *going public*. Излажењем у јавност акције друштва уврштавају се на организовано и транспарентно тржиште и уједно се дистрибуирају широј инвеститорској публици, а само јавно друштво прихваћа и обавезе према регулатору тржишта и инвеститорској јавности, те нужно континуирано комуницира са својим постојећим и потенцијалним инвеститорима и са финансијским окружењем. Отварање акционарског друштва према широкој инвеститорској јавности, по правилу, прати и прва јавна емисија акција, познатија под акронимом енглеског израза *IPO* (Initial public offering).

На излажење у јавност битно утиче и тржишно окружење и услови на тржишту. У условима растућег (биковог) тржишта, очито је да ће се интензивирати број и дубина процеса излажења у јавност. О томе свједочи готово 20 година растућег тржишта капитала на крају претходног миленија у развијеним индустријским друштвима (Aarnoson, 2003). У тим се је условима најави IPO уједно третирао позитивним сигналом јер се друштво не

би изложило додатним трошковима и ризицима да нема потенцијала раста које треба финансирати значајно увећаном главницом. Насупрот биковог, медвјеђе тржиште смањује ниво и дубину излагања у јавност који постају мање атрактивни чиме се смањују предности јавног друштва и појачавају недостаци и ризици пословања у јавности.

За правилно излагање у јавност битна је и сарадња акционарског друштва са финансијском индустријом, нарочито с инвестиционим банка-рима. У том смислу инвестиционо банкарство мора обавити неопходне предуслове стварног прерастања предузећа у јавно друштво. То, пак значи осим посредовања код иницијалне јавне понуде акција, и посредовање у обликовању потребних обликежа при уврштавању на прву котацију берзе, или неко друго организовано тржиште акција. У том је смислу и сам избор инвестиционог банкара једна од кључни претпоставки рационалног изла-жења у јавност. Инвестиционо банкарство детаљно ће разрадити стратеги-ју излагања у јавност и одабрати методу којом ће се обавити иницијална јавна понуда акција. Наравно да је финансијска индустрија у транзициј-ским земљама једна од кочница интензивирања излагања у јавност. Код проблематизовања тих процеса у транзицијским земљама, треба истакнути и недовољно развијену структуру институционалних инвеститора и слабо едуковане инвеститоре појединце (Orsag, 2014).

2.2.3. Приватни власан акција

Предузећа могу повећавати капитал проналазећи вањске инвеститоре у главницу без претходног или симултаног уврштавања на организована тржишта, дакле без претходног или симултаног излагања у јавност. Карак-теристично је за све такве поступке проналажења вањских главничара да се одвијају приватним власаном акција или других главничких инструмена-та. Без обзира што би се могло за све облике предузећа говорити о приват-ном власану главничних удјела, синтагма приватни власан ипак првен-ствено одговара акционарским друштвима. Стога, кориштење приватног власана захтијева организацијске и легалне промјене облика предузећа у акционарско друштво.

Приватно-држана акционарска друштва не морају слиједити легисла-тиву јавних друштава усмјерену на заштиту „потрошача”, односно малих инвеститора који знањем и износима уштеђевина не могу сами осигурати равноправан положај у јавном друштву. Стога су она уобичајено одређена законодавством према броју акционара и/или величини власничке главни-це (Aaronsen, 2003). За хрватске прилике то је било 100 акционара и/или основни капитал већи од 30 милиона куна (Gašparović, 2002). При томе се ограничење броја инвеститора не односи на институционалне инвести-

торе. Таква акционарска друштва могу емитовати акције приватним пласманом ослањајући се на приватне инвеститоре, или се приватни пласман може одвијати у оквиру припрема за будућа излажења у јавност, односно у тзв. pre-IPO поступку. У оба случаја ријеч је о јефтинијој, али и ризичнијој емисији нове главнице која је једним дијелом усмјерена на постојеће акционаре, а другим на специјализоване институционалне инвеститоре и потенцијалне стратешке партнере.

У случају приватног пласмана акција саставља се тзв. скраћени проспект као документ којим се привлаче приватни инвеститори. Повећање капитала приватним издањем акција не може се третирати уобичајеним поступком финансирања раста и развоја предузећа. Разлог је тај што потенцијални приватни инвеститори немају опортуне могућности излаза. То јасно не вриједи у ситуацији емисије која претходи јавном позиву, гдје приватна издања уписују инвестициони банкари и други специјализовани посредници, очекујући излаз након обављене јавне емисије. Због заинтересованости инвеститора за њиховим знањем веће су могућности повећања новца приватним пласманом акција у биотехнологији и другима високим технологијама (Aaronsen, 2003).

2.3. Ризични капитал

Приватни пласман акција много је извјеснији ако се у процес емисије укључује ризични капитал. Ризични капитал расположив је за све фазе финансирања малих и средњих, приватно држаних предузећа. Од већ спомињаног сјеменског финансирања истраживања и развоја, те израде прототипова, преко финансирања увођења производње и маркетинга, затим финансирања финансијске консолидације предузећа са већ освојеном производњом и тржиштима, па до финансирања откупа јавних друштава од стране менаџмента (МБО) и друге облике откупа битно подржаног кориштењем полуге (ЛБО) (Orsag, et al., 1997). Тако ризични капитал попуњава празнину на тржишту капитала у најширем смислу осигуравајући малим и средњим предузећима алтернативу за њих, најчешће, недоступном традиционалном финансирању.

Најзначајнији су представници ризичног капитала фондови ризичног капитала. Као његови формални носиоци, наступају партнерски са малим и средњим предузећима, улажући кроз одређено вријеме у њихову власничку главницу. Временски хоризонт наступања фондова ризичног капитала као главничара неког друштва је између 5 и 10 година (Ћиџмек, 2002). У првој фази они могу развијати менаџмент и пружати остали know-how вођењу послова малих и средњих предузећа, те активно учествовати у усмјеравању експанзије одговарајућег предузећа. У другом дијелу морају осигурати

излаз из заједничког пословања којим остварују корист за акционаре фондова ризичног капитала.

Излазак из заједничког пословања зависи од саме развојне фазе малог и средњег предузећа у коју је ушао ризични капитал као подршка раста и развоја. Излаз се може остварити проналажењем стратешког улагача, откупом иницијалног власника-предузетника – МБО, откупом екстерног менаџмента – МБИ или, пак откупом од самог предузећа, односно од других улагача или других фондова ризичног капитала који ће преузети финансирање других фаза раста и развоја у животном вијеку малог и средњег предузећа. Један од облика излаза из заједничког пословања је и излажење у јавност.

Фондови ризичног капитала могу бити приватни, спонзорисани од државе, или пак у државном власништву, или у рукама локалне заједнице. Као носиоци ризичног капитала могу се јавити и већа акционарска друштва. „Корпорацијско предузетништво” одвија се на начин да велика акционарска друштва финансирају мала и средња предузећа на партнерском принципу по начелима ризичног капитала. При томе се као примарни циљ не јавља директно остваривање високих профита кроз излаз из заједничког посла, већ приступ технологијама које сама велика акционарска друштва не могу или не желе развијати, али их могу користити комплементарно са властитом технологијом, или се од такве технологије очекује висока профитабилност у будућности, док се тренутно не исплати развијати унутар самог акционарског друштва. Због тога и не зачуђује да се такво корпорацијско предузетништво проводи преко удружења која се називају технолошким парковима или сличним називима.

Као својеврсна форма носилаца ризичног капитала јављају се и пословни анђели (business angels). Ријеч је о успјешним и искусним пословним људима који се желе укључити у млада, растућа предузећа и који располажу средствима за такве инвестиције. Они се активно укључују у пословање предузећа у које инвестирају радећи на круцијалним питањима заједничког успјеха. Истраживања показују да су пословни анђели примарно усмјерени на локације, а не на индустријске секторе. Тако се најчешће појављују у предузећима унутар сата вожње од куће, чиме се такође осигурава активан однос пословних анђела према таквим предузећима (Aaronson, 2003). Пословни анђели уобичајено добављају мање своте капитала од фондова ризичног капитала, чак и онда када наступају здружено у синдикату.

Индустрија ризичног капитала недовољно је развијена у транзицијским земљама регије, нарочито у Босни и Херцеговини. Исто вриједи и за потицање те индустрије, као и за неке од облика ризичног капитала у власништву држава. Насупрот томе, у свим транзицијским земљама регије осно-

ване су државне развојне банке које дјелују у условима банкоцентричног финансијског система. Једна од могућности интензивирања финансијских тржишта и тржишта ризичног капитала могла би се остварити одвајањем дијела средстава из тих банака и њихова улагања на основама које нису банкарске, као што то раде фондови ризичног капитала.

3. Финансирање дуговима

Предности кориштења дугова у финансирању пословања и развоја друштва јесу (Рајан ат ал 1998):

- порески заклон,
- смањење трансакцијских трошкова и
- утицај на инвестициону политику.

Најважнија предност кориштења дугова је могућност остваривања пореског заклона, што илустрирају ММ модели након пореза (Modigliani & Miller, 1963). Укупно смањење износа плаћеног пореза акционарског друштва и његових инвеститора смањује дио укупне вриједности друштва, коју користи држава, па се повећава вриједност друштва за његове инвеститоре, а због резидуалног положаја главнице то ће повећање, првенствено, припасти акционарима.

Способност посуђивања може бити врло вриједна ако постоје посебне погодности на тржишту. Наиме, главница, као резидуална тражбина осјетљивија је на промјене вриједности фирме од дугова, тако да изазива и веће трошкове емисије као посебну групу трансакцијских трошкова. Шта више, трансакцијски се трошкови посебно огледају при настојању да се повећа главница у кратком року. Осим стандардних трошкова емисије повећање главнице у кратком року често неће наићи на спремност тржишта да се прихвати. Инвеститори ће такво повећање често третирати неповољно, као лошу вијест – као сигнал да пословање не даје повјерење за нове дугове, односно да се пријетећи губици настоје подијелити с новим инвеститорима. (Рајан, et al., 1998) Постоји ли кредитни капацитет акционарског друштва, задуживање на тржишту неће бити схваћено као његова слабост, као што би то било код хитног повећања главнице. Постојање одређеног кредитног капацитета уједно је и један од разлога што акционарска друштва најчешће не користе полуку до граница које им осигуравају пореске уштеде. На тај је начин могуће брзо додатно повећање капитала без негативних ставова о друштву које би могла изазвати хитна емисија додатне главнице на тржишту. (Bhide 3/88.)

У својим разматрањима Modigliani и Miller (1958, 1963 и 1969), те Miller (1977) узели су инвестициону политику друштва, независну од структуре

капитала. У условима стварног свијета, задуженост друштва може утицати на инвестициону политику. Тако превелика задуженост стимулира власнике да предузму ризичне, и у том смислу непрофитабилне инвестиције. Акционарска друштва, додуше, воде професионални менаџери, али код презадуженог друштва они немају много избора јер ће и без предузимања таквих инвестиција вјероватно изгубити своја запослења. На тај начин превелика задуженост изазива неодговарајућу инвестициону политику акционарског друштва, стимулишући ризичне инвестиције са малом вјеројатноћом за коначни успјех.

У погледу утицаја на инвестициону политику, не мора бити добро нити премало кориштење полуге у акционарском друштву. Тако непостојање дугова може ослабити пажњу менаџмента друштва према профитабилности. Без присиле сервисирања дугова менаџмент може непрофитабилно улагати вишкове новца акционарског друштва. То се посебно односи на зрела, добростојећа предузећа у којима недостатак присиле коју изазива потреба сервисирања дугова изазива претјерано задовољство менаџмента. Тако је и сврха многих откупа акционарских друштава уз обилато кориштење финансијске полуге (*leveraged buyout*) у Сједињеним Америчким Државама 80-их година прошлог вијека била истискивање новца из „дебелих, самодопадних, зрелих” акционарских друштава (Rajan, et al., 1998). У том се смислу дугови јављају као својеврсно средство дисциплиновања менаџмента предузећа и задржавања њихове пажње на профитабилном пословању друштва које воде.

3.1. Обвезницама или кредитима

Дугорочно и средњорочно финансирање кључно је за финансирање инвестиција у раст и развој. Један од облика дугорочног, односно чешће средњорочног финансирања је банкарски инвестициони кредит. Овај се кредит одобрава у форми тзв. орочених кредита јер се одобрава за набавке опреме и друге фиксне имовине која истовремено представља залог којим се гарантује сервисирање кредита. Као метода формирања дугорочног дуга, може се супротставити другој методи, првенствено карактеристичној за јавна акционарска друштва, а то је емисија (корпорацијских) обвезница. На тај се начин може поставити дилема финансирања између орочених кредита и обвезница. Разматрајући ову дилему финансирања, Brigham i Gapenski (1991) наводе сљедеће елементе од којих зависи одлука о избору између ове двије методе формирања дуга:

1. Потребан новац може се много брже прибавити инвестиционим кредитом него емисијом обвезница,
2. Већа је флексибилност уговарања услова инвестиционог кредита,

3. Инвестициони кредит се не мора регистровати код регулатора тржишта хартија од вриједности,
4. Накнадне промјене услова кредитирања могу се лакше договорити код инвестиционог кредита,
5. Трошкови стављања инвестиционог кредита су нижи него код емисије обвезница,
6. Каматна стопа код инвестиционог кредита виша је него код емисије обвезница.

Сви наведени чиниоци одлуке: кредит или обвезнице, осим висине каматне стопе, иду у прилог инвестиционом кредиту. Разлог јесте тај што је инвестициони кредит директан финансијски однос између једног институционалног кредитора и једног дужника. Између њих је знатно лакше успоставити дијалог него кад се на страни повјерилаца јавља мноштво инвеститора у обвезнице. Како кредитор представља специјализовану финансијску институцију за одобравање инвестиционог кредита, он ће осигурати директније и боље канале мониторинга и контроле кредитора, чиме ће се смањити проблем асиметричности информација, као и сами трошкови агената.

Управо институционални инвеститори имају способност да смање асиметричност информација кроз директан мониторинг својих клијената. Пословање са клијентом омогућава прикупљање потребних информација и формирање евиденције према којој могу креирати приватне рејтинге својих комитената. Такође, принцип солидарности између банака претпоставља и размјену одређених информација о потенцијалним корисницима кредита, барем оних неповољних, дакле информације о неуредним, односно ризичним платишама. Тако се кориштење банкарског кредита може сматрати и првим доказом о постојању одређеног кредитног рејтинга.

Мноштво је претходних фактора наведено у прилог кориштења инвестиционог кредита према формирању дугова емисијом обвезница, док је само висина каматне стопе приписана фактору користи емисије обвезница. На тај се начин може закључити слиједеће: када разлика каматних стопа између ова два облика формирања дугова није велика, акционарско друштво очито треба изабрати инвестициони кредит. То посебно вриједи у условима када акционарском друштву хитно треба новац, јер само на тај начин може тренутно и у потпуности искористити одређене тржишне погодности. Међутим, претходно наведени фактори ипак не могу у цијелости описати проблем избора начина формирања дугова јавног акционарског друштва.

Финансирање инвестиционим кредитом ограничено је на мали број великих институционалних кредитора. Они су, по својој дефиницији, конзервативне институције које преферирају осигурање, а не способност посла

који се намјерава финансирати кредитом. Одобреном новцу кредитом изразито је ограничена намјена. Исто тако, кредити се, по правилу, амортизирају вишекратно, чиме се стално смањују средства којима корисник кредита, располаже, а корисник кредита, у правилу, мора осигурати властито учешће за финансирање пројекта кредитом. Стога је претходно наведене чинитеље избора потребно надопунити сљедећима (Orsag, 2011):

1. Инвестициони кредити су, у правилу, ограничени,
2. Инвестициони кредити имају ограничену намјену,
3. Инвестициони кредити амортизирају се, по правилу, вишекратно, чиме се стално смањују расположива средства предузећа, и
4. За добивање инвестиционог кредита предузеће мора, по правилу, осигурати властито учешће.

Ови додатни чинитељи одлуке о начину формирања дугорочних дугова указују на значајне недостатке кориштења кредита у односу на формирање дугова емисијом обвезница на тржишту капитала. Због тога ови додатни фактори друкчије освјетљавају дилему финансирања емисија обвезница или инвестициони кредит.

3.2. Комплементарност обвезница и кредита

Претходно је наведено мноштво разлога про и контра два темељна облика формирања дугова, првенствено јавних акционарских друштава. Полазећи од свих наведених фактора одлуке емитовати обвезнице или узети инвестициони кредит, могу се издвојити сљедеће битне карактеристике ова два облика формирања дугова акционарског друштва:

- Емисија обвезница је темељна метода формирања дугорочних дугова јавних друштава. Стога ће друштво првенствено усклађивати своју структуру капитала према утврђеној циљаној структури капитала формирањем ненамјенских дугорочних дугова емисијом обвезница. Ово посебно вриједи због чињенице да се обвезнице емитују са знатно дужим временом доспијећа од инвестиционих кредита.
- Насупрот емитованим обвезницама, инвестициони кредит представља додатну методу формирања дугова друштава. То значи да ће друштво прибјегавати кредитима да би искористило одређене тржишне опортунитете који се јављају током пословања, управо због брзине формирања дугова инвестиционим кредитним. Другим ријечима, друштво ће прибјегавати кредитима када се јављају хитне потребе за средствима, нарочито у условима када каматне стопе нису значајно више од оних које би се могле остварити емисијом обвезница. Међутим, када постоји довољно времена, друштво ће радије формирати дугорочне дугове обвезницама, чиме ће уживати повољнију каматну

стопу, већу слободу кориштења средстава, дуже вријеме до доспијећа тако формираних дугова и друге погодности везане уз амортизацију таквих дугова и могућности њихова рефундирања.

Претходно истакнуте карактеристике два темељна облика формирања дугова предузећа упућују на њихову комплементарност, а не на супротстављеност. Она је првенствено могућа за јавна акционарска друштва на развијеном тржишту капитала с развијеним тржиштем обвезница. Тако је ова комплементарност најбоље присутна за америчке јавне корпорације уврштене на тржишта, нарочито на средишњу америчку берзу. Таква јавна друштва могу емитовати купонске обвезнице са стандардним доспијећем од 30 година и тако формирати стабилно финансирање дуговима. Ако таква јавна друштва одржавају солидан кредитни рејтинг и одржавају, кроз свој раст и развој, потребну профитабилност пословања како би искористила учинке пореског закљона, могу рефундирати своје утрживе дугове и користити их перманентно за финансирање пословања.

Европске прилике на тржишту обвезница нешто су другачије од америчких. То је тржиште слабије развијено. На њему доминира универзално банкарство, тако да банке држе централно мјесто у финансијској индустрији. Стога су и доспијећа европских обвезница друштва знатно краћа него америчких корпорацијских обвезницама. Без обзира на могућност рефундирања емитованих обвезница о њиховом доспијећу, емисија обвезница у Европи је много чешће алтернатива банкарском кредиту него комплементарни основни облик формирања дугорочних дугова.

Транзицијске прилике описује слабашно примарно тржиште капитала, што вриједи и за примарно тржиште обвезница друштва. Важност тог тржишта обвезница свједочи већ први поглед на интернетске странице хрватског регулатора (www.hanfa.hr, 02.04.2011.). Од пет објављених проспеката у посљедњих 12 мјесеци, само се један односи на обвезнице и то није ријеч о емисијском проспекту, него о проспекту уврштавања већ емитованих обвезница, а кућа која их је емитовала је друштво са ограниченом одговорношћу!!! Посјетом на странице Загребачке бурзе (www.zse.hr, 02.04.2011), очито је како је у 2010. години на томе тржишту било уврштено 10 издања обвезница акционарских друштва и уврштење приватно емитованих ануитетских обвезница друштва са ограниченом одговорношћу, без друштва у државном власништву. Најкасније доспијеће међу њима је 20.11.2014, док већина доспијева у 2012. години. Између десет обвезница, осам их је издато са доспијећем пет година, једна са доспијећем четири године и једна са доспијећем седам година. Све су обвезнице издате као купонске обвезнице, а исплата камата је годишња или полугодишња. Двије обвезнице издате су уз промјењиву каматну стопу.

Посматрајући податке о стању једног транзицијског тржишта обвезница, лако је утврдити како је оно неразвијено. Актуелно је врло мало издања. Већина тих обвезница издата је са доспијећем до пет година, што одговара стандардним доспијећима орочених кредита. На тај начин емисија обвезница није основни начин формирања дугова транзицијских друштава. Само једна обвезница издата је с дужим доспијећем (7 година), тако да не мијења закључак да емисије обвезница, у погледу доспијећа, не представљају основне облике формирања дугова, нити оних акционарских друштава која су обавила емисију обвезница. Додатно, двије обвезнице издате су уз промјењиву каматну стопу, уз коју посуђују углавном друштва која немају довољан кредитни рејтинг да би посуђивала уз фиксну стопу, а она нису типични емитенти обвезница.

Анализиране обвезнице на транзицијском тржишту издате су као купонске обвезнице. На тај начин оне се могу посматрати као алтернатива банкарским кредитима једино у гледу осигурања једнократне амортизације за разлику од ануитетске амортизације банкарских кредита. Ова алтернатива омогућава издаватељима обвезнице дуже вријеме располагања са посуђеним средствима. Како је тешко претпоставити рефундирање, то је уједно и једина предност емисије ових обвезница према кредиту.

3.3. Синдицирани кредити

Синдицирани кредит је облик сложеног кредитног аранжмана за једног узајмљивача којег осигурава група позајмљивача који се називају синдикатом. Уобичајено га структурира, аранжира и администрира једна или више инвестиционих или пословних банака који се жаргонски означавају аранжерима, агентима или водећим позајмљивачем (Taylor, at all., s.a.). Позајмљивачи могу бити пословне банке, као и други институционални инвеститори, на примјер животна осигурања. Позајмљивач може бити велико друштво или, пак неки велики пројект, али и влада и други облици управе. Како аранжери скупљају потребна средства за кредитни аранжман од других извора који постају чланови синдиката, овај се облик кредитирања може означити и ополуженим кредитирањем.

Због учествовања већег броја различитих институционалних инвеститора у осигурању синдицираних кредита, могуће их је структурирати с дужим доспијећем од стандардних орочених кредита, тако да кредитирање у дужем року које је недовољно атрактивно за пословне банке осигуравају животна осигурања и други институционални инвеститори који немају организациону форму банке. На тај се начин синдицирани кредити јављају на домаћем тржишту капитала за велика акционарска друштва солидног кре-

дитног рејтинга као алтернатива обвезницама које се тако и тако емитују најчешће уз средњорочно доспијеће од пет или чак мање година.

Синдицирани кредити нису алтернатива стандардним банкарским кредитима само у погледу већег доспијећа, већ и у огледу потенцијално већих износа расположивих за финансирање појединачним клијентима. Учествовањем већег броја финансијских институција које осигуравају потребна средства за синдицирани кредит, смањује с њихова појединачна изложеност према одређеном кориснику таквог кредитног аранжмана. На тај се начин смањује ризик, односно ризик се проширује на вишеструке позајмљиваче. Тиме се не излази из регулаторних супервизијских оквира.

Синдицирани кредити који се приближавају емисији обвезница биће алтернатива банкарским кредитима што се у синдикате више укључују финансијске институције које нису банке, нарочито животна осигурања. Нажалост, стање осигураватељске индустрије и у оквиру тога животног осигурања у Босни и Херцеговини није задовољавајуће (Šain, i dr., 2012). Иако постоји одређена могућност учествовања животних осигурања у таквим синдикатима (Šain, i dr., 2013), њихова је финансијска снага релативно слаба како би се интензивније укључила у финансирање реиндустријализације.

3.4. Приватна емисија обвезница

Као својеврсна алтернатива банкарским кредитима могу се појавити и приватне емисије обвезница, по правилу, акционарских друштава. Тако је у раздобљу од 1985. до 1995. године 23% од укупних издања корпорацијских обвезница издато приватно (Kwan, et al., 2004). Ријеч је, дакле, о непотписаним и нерегистрованим обвезница које се продају директно једном или неколико институционалних инвеститора. Аранжери оваквих дуговних аранжмана могу бити различите финансијске институције, али и банке. У условима доминације универзалних банака и формираних банкоцентричних финансијских система, вјеројатно је да ће већина таквих аранжмана проводити пословне банке или њихове кћери, односно одјели инвестиционог банкарства. Међутим, ваља претпоставити да се у таквим дуговним аранжманима неће појављивати пословне банке као једини инвеститори, већ да ће се доминантно настојати у те аранжмане укључити други институционални инвеститори.

Постоје различите студије избора између приватног и јавног формирања дугова. Већина тих студија не разликује приватни пласман обвезница од банкарских орочених кредита (Cantillo, et al., 2000). Разлог томе је што је ријеч о приватно формираним дуговима чије је формирање брже и флексибилније, те једнократно јефтиније од јавне емисије обвезница. На овом мјесту се приватно емитоване обвезнице разматрају као алтернатива бан-

карским ороченим кредитима због специфичности једног и другог дуговог аранжмана (Kwan, et al., 2004). Уз претпоставку да се банке не јављају као крајњи добављачи таквих дугова, разлика између приватно емитованих обвезница и орочених кредита одређена је самим сигурносним положајем банака и чврстим регулаторним и супервизијским оквиром, за разлику од других институционалних купаца приватно емитованих обвезница као што су, примјера ради, животна осигурања или различити приватно-држани фондови. Стога ће се банкарски кредити структурирати на другачији начин од приватно емитованих обвезница, тако да ће структура дуга формираног приватном емисијом бити ближа структури дугова формираних јавном емисијом него онима формираним кредитима. Тако дугови формирану приватно емитованим обвезницама имају дуже доспијеће од банкарских кредити, као што су им и други услови сличнији с онима код јавних емисија обвезница.

Приватно пласиране обвезнице уникатне су у погледу могућности контроле потенцијалних конфликта агената. Због малог броја кредитора који учествују у приватним пласманима омогућава се директан мониторинг дужника и релативно једноставна измјена услова у будућности. Истраживања показују како су и рестриктивне клаузуле чешће код приватне него код јавне емисије обвезница и како се приватне емисије чешће односе на мање и ризичније узамљиваче. Исто тако, уочене су разлике каматних распона између приватне и јавне емисије, те кориштење већег броја модификација стандардних обвезница код приватних емисија како би се боље прилагодило нижим трансакцијским трошковима и смањењу трошкова финансирања (Kwan, 2004).

Пракса приватне емисије обвезница присутна је и на транзицијском тржишту дугова. Она је скромна и тако упоредива са скромним значајем јавне емисије акција као алтернативе банкарским кредитима. Због тога је тешко генерализовати обиљежја таквих емисија и поставити их као облик дугорочног финансирања предузећа који се по својим обиљежјима налази између банкарских кредита и јавне емисије обвезница, те представља алтернативу мањим акционарским друштвима у односу на синдициране кредите. Интензивнијим укључивањем небанкарских финансијских институција на тржиште приватно емитованих обвезница могуће је развити овај сегмент домаћег тржишта дугова.

4. Проблем обртног капитала

Анализа инвестиционих пројеката које предузимају предузећа усмјева се на улагања у фиксну имовину, односно основна средства. Често се

заборавља како је за нормално функционисање и осигурање континуитета пословања нужно осигурати одговарајући ниво нето обртног капитала како би се осигурало постојање тзв. перманентне текуће имовине. Ријеч је о оном дијелу обртног капитала који се мора финансирати дугорочно како би се за вријеме ефектуирања инвестиционог пројекта осигурало постојање потребних залиха и одржавање потребног нивоа потраживања. Перманентност ове имовине је чак и израженија од фиксне имовине јер не долази до смањења терета њезиног финансирања механизмом рачуноводствене амортизације. (Orsag, et al., 2011)

Банке често нису спремне сервисирати довољно дуго финансирање нето обртног капитала. Због тога предузеће мора водити рачуна о осигурању те перманентности интерним финансирањем. Не улазећи у проблеме процјене потребне величине нето обртног капитала, овдје ће се илустровати проблем обртног капитала на пројекту увођења новог производа у оквиру савремене роботичке индустрије у једној транзицијској земљи. Илустрација се односи на стварни случај.

Како је иочело. Успјешно грађевинско друштво са ограниченом одговорношћу које је водио инжењер машинства у условима растућег грађевинског сектора, основало је ново друштво са ограниченом одговорношћу преко којег би развило робота који би на основу високог притиска водом одстрањивао оштећене бетонске и друге дијелове у тунелима, на мостовима и другим сличним грађевинским пројектима. Ако би се у воду додала дијамантна прашина, одстранили би се и армирано-бетонски дијелови. Робот представља иновацију у грађевинској индустрији, нарочито у погледу еколошких обиљежја, а осим што би га користило грађевинско друштво, првенствено је намијењен за продају великим свјетским грађевинском друштвима.

Финансирање стварања робота. Грађевинско друштво је осигурало дио финансирања пројекта из своје акумулације, а други дио је, у сарадњи с Факултетом за електронику и рачунарство осигурало кроз финансирање пројеката од специјализираног државног фонда ризичног капитала. Након израде прототипа робота, његовог успјешног тестирања, као и кориштења за обављање одређених софистицираних послова, грађевинског друштва требало је кренути у нову фазу пројекта. То је требало бити производња довољног броја робота којима би се осигурале испоруке по наруџбама великих свјетских грађевинских друштава за тестирање робота. Другим ријечима, требало је осигурати потребне залихе робота за тестирање његове тржишне снаге. Нажалост, тога није било свјесно грађевинско друштво, нити државни фонд ризичног капитала. Шта више, дошло је до контракције грађевинске индустрије, а друштво које је произвело робота започело је с још једним пројектом израде роботизоване опреме. Недостатак нето

обртног капитала имао је за посљедицу гомилање неподмирених обавеза и немогућност испоруке наручених робота.

Како даље. Кроз протекло вријеме: од израде робота до данас, нагомилани су се многи проблеми у друштву за његову производњу, али и у грађевинском друштву. За наставак производње најприје би требало осигурати средства за подмирење заосталих обавеза, те средства за покретање производње и финансирање потребних залиха, као и средства за наставак новог пројекта роботизоване опреме. Другим ријечима: требало би осигурати потребан нето обртни капитал. Мало је вјероватно да ће у данашњим условима у то ући нека банка, а државни ризични фонд специјализован је за финансирање истраживачке дјелатности. Један од могућих начина финансирања потребног нето обртног капитала је проналажењем стратешког партнера, што је мало вјероватно због става власника друштва. Други начин везан је уз различите облике преузимања тога друштва, што би наравно изазвало предузимање одбрамбених стратегија. Иако у тој земљи постоји и приватни ризични капитал, он се у посљедње вријеме трансформише у главнички фонд. Због тога је једини оптимистички сценарио овог процеса реиндустријализације повезан уз развојну банку и њезино прерастање, односно прерастање једног њезиног дијела у ризични капитал за финансирање раста и развоја и својеврсне послове инвестиционог банкарства.

5. Закључак

Претходна прича о проблемима једног облика реиндустријализације у једној транзицијској земљи пажљиво свједочи о проблемима финансирања привреде транзицијских земаља уопштено, а посебно у погледу нужних реструктурирања, или пак жељене реиндустријализације. Финансијска тржишта транзицијских земаља недовољно су развијена, као што су недовољно развијене и остале финансијске институције. Насупрот томе, постоји доминантан положај банака које имају још увијек довољно простора за раст на традиционалном банкарском тржишту. Шта више, како је већина значајних банака транзицијских земаља у власништву страних банака, нема нити потребе развијања других финансијских дјелатности које су већ освојиле банке мајке. Како банке представљају један од најбољих дијелова привреде транзицијских земаља, лако могу елиминисати конкуренцију и индиректно, привлачењем најбољег кадра.

Посебно је тешка ситуација у Босни и Херцеговини која готово и да нема финансијске институције које нису банке. Не само да не постоје институције које би преузеле потписничку функцију на тржишту главнице, већ нема нити значајније развијене инвестицијске фондове, пензионе фон-

дове који би интензивирали инвеститорску дјелатност, нити индустрију ризичног капитала. Додатно, монетарна политика на темељима валутног одбора и финансијска супервизија одвојена од Централне банке не пружају могућности да се пруденцијалним мјерама утиче на специјализацију малих банака. Једини ресурс међу финансијским институцијама који би се могао користити за финансирање онога што је тешко очекивати од пословних банака јесу развојне банке. У оквиру тих банака требало би интензивније развијати послове ризичног капитала и потписивања на рачун класичних банкарских операција.

Литература

- Aaronson, C. (2003). Alternative sources of Finance. U *Going Public, The Essential Guide to Flotation*. London: Kogan Page Limited.
- Akerlof, G. A. (1970). The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol 84(3), 488-500.
- Brigham, E. F. & Gapenski L. C. (1991). *Financial Management, Theory and Practice*. 6 edit. The Dryden Press.
- Bhide, A. (1988). Why Not Leverage Your Company to the Hilt, *Harvard Business Review*, 3/88, 92-98.
- Gašparović, A. (2002). Zakonodavni okvir tržišta kapitala. U *Priručnik za polaganje ispita za obavljanje poslova investicijskog savjetnika/* redakcija Silvije Orsag. Zagreb: HUFА – Hrvatska udruga financijskih analitičara.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, Vol 3, 305-360.
- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, Vol 76, May 323-329.
- Kwan, S. & Carleton W. T. (2004). *Financial Contracting and the Choice between Private Placement and Publicly Offered Bonds*. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series. Working Paper, 907-929.
- Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes, *Journal of Finance* 32, May, 261-275.
- Myers, S. C. & Majluf, N. S. (1984). *Corporate financing and investment decisions where firms have information the investors do not have*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, 187-221.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, Vol. 29(3), 575-592.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *American Economic Review*, 53, June, 433-443.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1969). Reply to Heins and Sprenkle. *American Economic Review*, September, 592-595.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, June, 261-297.

- Orsag, S. (2011). *Vrijednosni papiri; Investicije i instrumenti financiranja*. Sarajevo: Re-vicon.
- Orsag, S. (2014). Barijere finansijskim tržištima BiH. U zborniku sa XIV Međunarodnog ekonomskog foruma: *Korporativno upravljanje u BiH: Potencijali!?!?* Dubrovnik.
- Orsag, S. (2015). *Poslovne financije*. Zagreb: Avantis.
- Orsag, S. i Gulin, D. (1997). *Poslovne kombinacije*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i finansijskih djelatnika.
- Orsag, S. i Mihalina, E. (2009). Dominacija banaka u finansijskim sistemima tranzicijskih zemalja. U zborniku s X. međunarodnog simpozija *Europski put BiH u uvjetima ekonomske krize*. Neum.
- Orsag, S., Dedi D. (2011). *Budžetiranje kapitala: procjena investicijskih projekata*. Zagreb: Masmedia.
- Orsag, S., Dedi, L. i Mihalina, E. (2011). Bank in Transition Countries as One of Most Attractive Investments. *UTMS Journal of Economics*, Volume 2, number 1, Skopje, June, 1-20.
- Orsag, S., Santini, G. i Gulin, D. (1991). *Uvod u ekonomiku vrijednosnih papira*. Zagreb: Institut za javne financije.
- Rajan, R. & Zingales, L. (1998). Debt, folklore and financial structure. U *Mastering Finance*. London: Financial Times Prentice Hall.
- Ross, S. A. (1977). The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol 8(1), 23-40.
- Siropulis, N. (1995). *Menadžment malog poduzeća*. 4. izd. Zagreb: Mate.
- Taylor, A. & Sansone, A. (2007). *The Handbook of Loan Syndications & Trading*. New York: McGraw-Hill.
- Cantillo, M. & Wright, J. (2000). How do firms choose their lenders? An empirical investigation, *Review of Financial Studies* 13, 155-189.
- Čižmek, M. (2002). Uloga fondova rizičnog kapitala u razvoju malih i srednjih poduzeća. U *Računovodstvo, financije i revizija u suvremenim gospodarskim uvjetima*. Zagreb: Hrvatska zajednica računovođa i finansijskih djelatnika.
- Šain, Ž. i Selimović, J. (2012). Perspektiva i izazovi sektora osiguranja u bankocentričnom sistemu BiH. U zborniku referata s 13. Međunarodnog simpozija *Fiskalni okvir i održivi razvoj BiH*. Neum.
- Šain, Ž. i Selimović, J. (2013). Banke i osiguravajuća društva: Konkurenti ili komplementari. U zborniku referata s 14. Međunarodnog simpozija *Zaokret ka inovativnoj i kreativnoj BiH*. Neum.