

## UTICAJ FINANSIJSKOG LEVERIDŽA NA POSLOVANJE PREDUZEĆA THE IMPACT OF THE FINANCIAL LEVERAGE ON THE BUSINESS ENTERPRISE

dipl. oec. Marica Banović, *Panevropski univerzitet "APEIRON", Banjaluka,*

**Sažetak:** *Finansijski leveridž je finansijski rizik prouzrokovan dejstvom fiksnih troškova, u vidu kamata, koje preduzeće servisira na osnovu duga i predstavlja stvar izbora preduzeća. Ukoliko preduzeće, u procesu poslovanja, finansira svoje poslovanje sopstvenim finansijskim sredstvima (sopstvenim kapitalom, akcijskim kapitalom), u tom slučaju nema dejstva finansijskog leveridža. U praksi, skoro da nema preduzeća kod kojeg se ne ispoljava dejstvo finansijskog leveridža jer svako preduzeće, odnosno menadžment preduzeća, teži da ostvari što bolji finansijski rezultat u poslovanju, odnosno veću dobit.*

**Ključne riječi:** *finansijski rizik i leveridž, poslovni rizik, preduzeće, dobit.*

**Abstract:** *The financial leverage is a financial risk caused by the effect of the fixed costs in the form of an interest that a company services basing on debt and it is a matter of choice of the company. If a company, in the business, funds its operations by its own funds (its own capital, share capital), in that case there is no effect of the financial leverage. In practice, there are almost no companies which do not exhibit the effect of the financial leverage because each company, or management of the company, aims to achieve better financial results in business and higher profit.*

### 1. UVOD

Generalno gledano, može se reći da se pojam rizika odnosi na manju ili veću neizvjesnost u pogledu očekivanog ishoda poslovne aktivnosti preduzeća. Suština te neizvjesnosti proističe iz nedovoljnosti i nepouzdanosti informacija na bazi kojih se donose poslovne odluke.

Finansijski rizik determinisan je neizviješnošću budućeg neto dobitka kao prinosa na sopstvena poslovna sredstva. Njegovo dejstvo opredijeljeno je prisustvom fiksnih rashoda finansiranja koji se ne mogu prilagoditi kratkoročnim fluktuacijama poslovnog dobitka. Preduzeće angažuje obe vrste fiksnih troškova, tj. poslovne i finansijske, nesumljivo se izlaže i dvostrukom riziku i to kako poslovnom tako i finansijskom pri čemu se njihovo kombinovano dejstvo naziva totalnim, ili ukupnim rizikom. Ovaj kombinovani rizik ispoljava se kroz neizvjesnost očekivanog neto dobitka kao posljedice eventualnih fluktuacija nivoa aktivnosti, odnosno obima prihoda od realizacije proizvoda i usluga.

Izloženost preduzeća rizicima pretpostavlja neophodnost iznalaženja adekvatnih metoda za njegovo mjerenje i kvantitativno izražavanje. Jedan od tih metoda predstavlja tzv. „leveridž“ pomoću koga se pokušavaju ocijeniti efekti poslovanja uz prisustvo pomenutih konstantnih faktora tj. fiksnih rashoda. Imajući u vidu navedeno, može se govoriti o poslovnom, finansijskom i kombinovanom leveridžu. Pri tome, „poslovni leveridž“ procjenjuje efekte privređivanja sa fiksnim troškovima poslovanja, „finansijski leveridž“ kvantifikuje dodatni rizik zbog fiksnih finansijskih rashoda, dok „kombinovani leveridž“ održava efekte totalnog rizika, tj. složeno dejstvo poslovnog i finansijskog leveridža na neto dobitak i stopu prinosa na sopstvena poslovna sredstva. Treba imati u vidu da se leveridž mjeri pomoću sljedećih pokazatelja: (a) faktora poslovnog rizika, (b) faktora finansijskog rizika i (c) faktora ukupnog rizika.

Faktor poslovnog leveridža, pokazuje promjene poslovnog dobitka u odnosu na promjene prihoda od realizacije tj. obima prodaje, a njegova suština ogleda se u činjenici da će svako procentualno povećanje obima prodaje izazvati još veće procentualno povećanje poslovnog dobitka, i obrnuto. Faktor finansijskog leveridža, pokazuje promjene neto-dobitka u odnosu na promjene poslovnog dobitka, a njegova suština ogleda se u činjenici da svako procentualno povećanje poslovnog dobitka izaziva još veće procentualno povećanje neto dobitka, i obrnuto. Faktor kombinovanog leveridža, pokazuje dejstvo ukupnog (poslovnog i finansijskog) rizika, a njegova suština ogleda se u činjenici da procentualno povećanje obima prodaje direktno utiče na procentualno povećanje neto dobitka i stope prinosa na sopstvena poslovna sredstva, i obrnuto.

## 2. POSLOVNI LEVERIDŽ

Poslovni leveridž pokazuje promjene poslovnog dobitka u odnosu na promjene od realizacije, odnosno obima prodaje. Poslovni leveridž nastaje svaki put kada preduzeće ima fiksne troškove koji ostaju nepromijenjeni u apsolutnom iznosu bez obzira na kratkoročne fluktacije u obimu prodaje. Budući da su u dovoljno dugom roku svi troškovi uglavnom varijabilni, to znači da se dejstvo poslovnog leveridža ustvari odnosi na kratak rok. Pri tome, dok su varijabilni troškovi najčešće direktno uslovljeni ostvarenim obimom prodaje, značaj fiksnih troškova varira u obrnutoj srazmjeri sa promjenama obima prodaje. Naime, što su veći obim i prihodi od prodaje, opterećenost fiksnim troškovima je manja i utoliko je veći poslovni dobitak. Takođe, važi i obrnuto. Što su manji obim i prihodi od prodaje, opterećenost fiksnim troškovima je veća i utoliko je manji poslovni dobitak. Ova razlika u opterećenju fiksnim troškovima ima za posljedicu da se poslovni dobitak, uz konstantnost ostalih faktora, mijenja jačim intenzitetom nego što se mijenja obim prodaje.

Za faktor poslovnog leveridža karakteristično je da pokazuje za koliko se puta brže mijenja poslovni rezultat nego što se mijenja prihod od prodaje. Međutim, treba imati u vidu da za poslovni leveridž nije isto da li se povećava prihod od prodaje po osnovu povećanja prodajnih cijena, ili po osnovu povećanja proizvodnje i prodaje. Ako se prihod od prodaje povećava kao posljedica povećanja prodajnih cijena, onda ostaju nepromijenjeni varijabilni troškovi. Ako se prihod od prodaje povećava kao posljedica povećanja obima proizvodnje i prodaje, onda se povećavaju i varijabilni troškovi preduzeća.

Generalno gledano može se reći da poslovni rizik ustvari predstavlja neizvjesnost ostvarenja poslovnog dobitka preduzeća, kao prinosa na ukupno uloženi kapital tj. sredstva. Pri tom, pod poslovnim dobitkom kao prinomom na ukupno uložena sredstva tj. kapital podrazumijeva se razlika između marže pokrića i poslovnih fiksnih rashoda, a marža pokrića jednaka je razlici između prihoda od prodaje i varijabilnih rashoda. Analogno tome, proizlazi da poslovni dobitak u sebi sadrži rashode finansiranja, poreze iz bruto dobitka i neto dobitka, dok visina poslovnog dobitka zavisi od visine marže pokrića i visine rashoda perioda. Pri tome, faktor poslovnog leveridža može se utvrditi pomoću sljedećeg obrazca:

$$\text{Faktor poslovnog leveridža} = \frac{\% \text{ promjene poslovnog dobitka}}{\% \text{ promjene obima prodaje}}$$

Navedeni faktor poslovnog leveridža prikazuje u stvari kako promjena obima prodaje za određeni procentualni iznos utiče na procentualnu promjenu poslovnog dobitka. Primjera radi, ako je za 25% povećan obim prodaje i za 75% poslovni dobitak, onda je faktor poslovnog leveridža jednak 3, (budući da je  $75\%:25\% = 3$ ).

U navedenom se jasno vidi da faktor poslovnog leveridža pokazuje koliko svaki procenat promjene marže pokrića izaziva procentualnu promjenu poslovnog dobitka. Shodno navedenom, pogledaćemo kakav je faktor poslovnog leveridža na osnovu podataka iz hipotetičkog primjera prve i konačne varijante planskog bilansa uspjeta, što pokazuje sljedeća tabela:

*Faktor poslovnog leveridža*

Redni br.	Naziv pozicije	Planski bilans uspjeta		
		I varijanata	Konačna varijanta	% promjene
1.	Marža pokrića	60.000	618.960	3,16
2.	Poslovni dobitak	20.000	38.960	94,8
3.	Faktor poslovnog leveridža (1/2)	30,0	15,1	-

Dobijeni podaci pokazuju kakav je faktor poslovnog leveridža. Jasno se vidi da u prvoj varijanti planskog bilansa uspjeta faktor poslovnog leveridža je 30,0 dok u konačnoj varijanti planskog bilansa uspjeta faktor poslovnog leveridža je 15,1. To znači, da ako se iz bilo kojeg razloga marža pokrića smanji za 1% onda će se poslovni dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspjeta smanjiti za 30% a po konačnoj varijanti za 15,1%.

Obrnuto, ako se marža pokrića poveća za 1% onda će se poslovni dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspjeta smanjiti za 30% a po konačnoj varijanti za 15,1%. Dakle, iznos faktora poslovnog leveridža je multiplikator procenta promjene marže pokrića čiji umnožak daje procenat promjene poslovnog dobitka. Pri tome, poslovni rizik ostvarenja poslovnog dobitka utoliko je manji što je multiplikator niži, što ujedno znači da je dejstvo poslovnog leveridža slabije. Obrnuto, poslovni rizik ostvarenja poslovnog dobitka utoliko je veći što je multiplikator viši, što ujedno znači da je dejstvo poslovnog leveridža jače. U hipotetičkom primjeru, dejstvo poslovnog leveridža po prvoj varijanti planskog bilansa uspjeta je 30,0 što je izrazito visoko dok je po konačnoj varijanti planskog bilansa uspjeta 15,1 što je osjetno niže.

### 3. FINANSIJSKI LEVERIDŽ

Na sličan način kao što fiksni troškovi poslovanja determinišu stepen poslovnog rizika i dovode do dejstva poslovnog leveridža, tako i fiksni finansijski rashodi prouzrokuju finansijski rizik i aktiviraju dejstvo finansijskog leveridža. Kada se ukupna finansijska sredstva djelimično finansiraju iz dugova koji imaju limitiran prinos, odnosno ugovorenu cijenu, onda treba očekivati da se stopa na sopstvena sredstva razlikuje od stope prinosa na ukupna sredstva. Razlog tome je da stopa prinosa na ukupna poslovna sredstva bude veća od cijene pozajmljenih sredstava, odnosno prosječne kamatne stope koju preduzeće treba da plati za korišćenje pozajmljenih izvora finansiranja. Zbog toga, stopa prinosa na sopstvena sredstva zavisi ne samo od rentabilnosti ukupnih poslovnih ulaganja, nego i od razlike između prosječne cijene duga i stope prinosa na ukupna sredstva koja treba da budu pozitivna, mada može biti i negativna. Pri tome, intenzitet finansijskog leveridža zavisi od stepena kojim su fiksni rashodi na ime kamate pokriveni iz poslovnog dobitka. Inače, efekat finansijskog leveridža, slično efektu poslovnog leveridža, može se izraziti u vidu odgovarajućeg koeficijenta ili faktora. Analitički veoma korisnu provjeru dejstva finansijskog leveridža moguće je izraziti odnosom procentualnog povećanja neto dobitka prema procentualnom povećanju poslovnog dobitka, što se može predstaviti na sljedeći način:

$$\text{Koeficijent finansijskog leveridža} = \frac{\% \text{ povećanja neto dobitka}}{\% \text{ povećanja poslovnog dobitka}}$$

Kao što se vidi, analogno fiksnim troškovima kod poslovnog leveridža, fiksni finansijski rashodi na ime kamate čine okosnicu dejstva finansijskog leveridža. Kada se ti rashodi povećavaju u odnosu na dati nivo poslovnog dobitka povećava se i faktor finansijskog leveridža i obrnuto. Što je pri postojećoj strukturi izvora finansiranja veće pokrivenje rashoda na ime kamate, što znači da se ovi rashodi smanjuju, utoliko je manji faktor finansijskog leveridža. Kada poslovni dobitak nije dovoljan da nadoknadi rashode na ime kamate, faktor finansijskog leveridža je negativan. Međutim, ako preduzeće ostvari poslovni gubitak, onda faktor finansijskog leveridža ne djeluje, te ga nije moguće ni utvrditi.

Suština finansijskog leveridža ogleda se u sljedećem: ako je pozajmljeni kapital veći i ako su fiksni rashodi koje on iziskuje visoki, onda postoji veći rizik da preduzeće svojim redovnim poslovanjem neće biti u stanju da pokriva te fiksne rashode finansiranja. Faktor finansijskog rizika (leveridža) utvrđuje se iz odnosa poslovnog rezultata i bruto finansijskog rezultata, odnosno koeficijent finansijskog leveridža jednak je poslovnom rezultatu kroz bruto finansijski rezultat.

$$\text{Koeficijent finansijskog leveridža} = \frac{\% \text{ promjene bruto finansijskog rezultata}}{\% \text{ promjene poslovnog rezultata}}$$

Tako utvrđen finansijski leveridž pokazuje ustvari koliko se puta brže mijenja bruto finansijski rezultat kada se poslovni rezultat promijeni za jedan procenat. Pravilo je, što se bruto finansijski rezultat brže mijenja u odnosu na poslovni rezultat utoliko je veći rizik smanjenja bruto finansijskog rezultata na nulu, pa i ispod nule. U interesu je svakog preduzeća da faktor finansijskog rizika bude što niži. Preduzeće mora stalno da podstiče sve faktore koji djeluju na smanjenje finansijskog rizika i da istovremeno suzbija sve faktore koji ga povećavaju, kako bi faktor finansijskog rizika bio što niži.

Imajući u vidu navedeno, jasno se vidi da faktor finansijskog leveridža pokazuje koliko svaki procenat promjene poslovnog rezultata izaziva procentualnu promjenu bruto finansijskog rezultata. Shodno navedenom, pogledaćemo kakav je faktor finansijskog leveridža na osnovu podataka iz hipotetičkog primjera prve i konačne varijante planskog bilansa uspjeha, prikazano u sljedećoj tabeli:

Tabela: Faktor finansijskog leveridža

R. br.	Naziv pozicije	Planski bilans uspjeha		
		I varijanta	Konačna varijanta	% promjene
1.	Poslovni dobitak	20.000	38.960	94,8
2.	Bruto finansijski dobitak	10.000	28.960	189,6
3.	Faktor finansijskog leveridža (1/2)	2,0	1,4	-

Dobijeni podaci pokazuju kakav je faktor finansijskog leveridža. Jasno se vidi da je u prvoj varijanti planskog bilansa uspjeha faktor finansijskog leveridža 2,0 dok je u konačnoj varijanti planskog bilansa uspjeha faktor finansijskog leveridža 1,4. To znači, da ako se iz bilo kojeg razloga poslovni dobitak smanji za 1% onda će se bruto finansijski dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspjeha smanjiti za 2,0% a po konačnoj varijanti za 1,4%. Obrnuto, ako se poslovni dobitak poveća za 1% onda će se bruto finansijski dobitak po prvoj varijanti planskog bilansa uspjeha povećati za 2% a po konačnoj varijanti za 1,4%. Dakle, iznos faktora finansijskog leveridža je multiplikator procenta promjene poslovnog dobitka čiji umnožak daje procenat promjene bruto finansijskog rezultata. Finansijski rizik ostvarenja poslovnog dobitka utoliko je

manji što je multiplikator niži, što ujedno znači da je dejstvo finansijskog leveridža slabije. Finansijski rizik ostvarenja poslovnog dobitka utoliko je veći što je multiplikator viši, što ujedno znači da je dejstvo finansijskog leveridža jače. Kao što se vidi u navedenom primjeru dejstvo finansijskog leveridža po prvoj varijanti planskog bilansa uspjeha je 2,0 što je relativno visoko, dok je po konačnoj varijanti planskog bilansa uspjeha 1,4 što je osjetno bolje, budući da preduzeće treba da teži tome da faktor finansijskog leveridža bude što niži, odnosno da teži jedinici.

Težnja svakog preduzeća jeste da se eliminiše uticaj rizika na ostvarenje bruto finansijskog dobitka. Ovo je moguće ostvariti samo pod uslovom ako se preduzeće finansira iz vlastitog kapitala, kao i iz autonomnih izvora. Angažujući spostveni kapital u procesu reprodukcije i izmirujući autonomne obaveze o roku dospijea, preduzeće ne stvara troškove finansiranja tako da je njegov bruto finansijski dobitak (poslovni dobitak minus neto rashodi finansiranja) jednak poslovnom dobitku (marža pokrića minus rashodi perioda bez kamata).

Imajući u vidu činjenicu da je u privrednoj praksi veoma teško izbjeći neto rashode finansiranja, razumna je težnja svakog preduzeća da iste svede na minimum i umanjí faktor finansijskog leveridža. Povećanjem poslovnog dobitka smanjuje se rizik ostvarenja bruto finansijskog dobitka. Međutim, da bi preduzeće povećalo svoj poslovni dobitak neophodno je da poveća maržu pokrića i da smanji rashode perioda bez kamate. To znači da preduzeće treba da utiče na povećanje prihoda od prodaje i smanjenje varijabilnih troškova, s jedne strane, i da istovremeno utiče na smanjenje fiksnih troškova sadržanih u prodanim proizvodima, kao i samih troškova prodaje, s druge strane.

Ako preduzeće posjeduje strukturu sredstava u kojoj su dominantna osnovna sredstva, a imajući u vidu da tehnologija zahtijeva velika ulaganja u osnovna sredstva, onda će u preduzeću biti prisutni visoki fiksni troškovi, odnosno rashodi perioda (zbog visoke amortizacije), uz prisustvo niskog poslovnog dobitka i izraženo visokog finansijskog leveridža. U takvim uslovima, visok finansijski leveridž moguće je umanjiti samo pomjeranjem strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala. Povećanjem sopstvenog kapitala u odnosu na tuđi (pozajmljeni) kapital smanjila bi se kamata, odnosno troškovi finansiranja i ujedno bi se približio nivo bruto finansijskog dobitka ka poslovnom dobitku.

Budući da rashodi na ime kamate predstavljau okosnicu dejstva finansijskog leveridža, po logici stvari, njihov porast u odnosu na poslovni dobitak ima za posljedicu i povećanje faktora finansijskog leveridža. Drugo, što je koeficijent pokrića rashoda na ime kamata manji, utoliko je veći faktor finansijskog leveridža, i obrnuto, što je koeficijent pokrića rashoda na ime kamata veći utoliko je manji faktor finansijskog leveridža. Treće, pomenute relacije između rashoda na ime kamata u odnosu na poslovni dobitak direktno indiciraju stepen izloženosti preduzeća finansijskom leveridžu. Ako je poslovni dobitak nekoliko puta veći od plaćenih kamata onda to ukazuje na činjenicu da je preduzeće sposobno da podmiruje svoje obaveze prema kreditorima. Pri tome, vrijednost ovog odnosa (koeficijenta pokrića rashoda na ime kamata – KPRK) može se smatrati izuzetno povoljnim ako on iznosi između pet i sedam, npr:

$$KPRK = \frac{\text{Poslovni dobitak}}{\text{Rashodi na ime kamata}} = \frac{100.000}{17.000} = 5,89$$

Pravilo finansijske poluge (finansijskog leveridža) polazi od činjenice da je isplativo koristiti tuđe izvore (kredit) u finansiranju poslovanja preduzeća sve do momenta dok se tim poslovanjem ostvaruje stopa rentabilnosti koja je veća od ponderisane kamatne stope po kojoj se plaćaju kamate na preuzeti kredit. Pravilo finansijske poluge se zasniva na činjenici, da vlasnike preduzeća ne interesuje rentabilnost ukupnog poslovanja preduzeća, već prvenstveno prinos na vlastito ulaganje u preduzeća (rentabilnost vlastitog kapitala). Rentabilnost poslovanja preduzeća mjeri se odnosom poslovnog dobitka i ukupnog uloženog kapitala u preduzeću. Rentabilnost vlastitog kapitala mjeri se odnosom neto profita (ukupnog finansijskog rezultata umanjena za kamate i poreze) i vlastitog kapitala (vlastitog ulaganja).

Svaka struktura kapitala predstavlja cjelovit odnos duga (tuđeg kapitala) prema sopstvenom kapitalu.

#### 4. SLOŽENI FINANSIJSKI RIZIK I FINANSIJSKI LEVERIDŽ

Složeni (kombinovani) leveridž pojavljuje se kao neizvjesnost pri ostvarivanju bruto profita, neto profita i prinosa na sopstveni kapital. On predstavlja sveukupni rizik pred kojim se nalazi preduzeće. Za izračunavanje faktora složenog leveridža neophodno je imati podatke o visini marže pokrića, poslovnog profita, bruto profita, faktora poslovnog leveridža i faktora finansijskog leveridža.

Primjer:

Ako se uporede dva preduzeća "X" i "Y" sa različitim planskim bilansima uspjeha, uočiće se i različiti faktori složenog leveridža.

Prezentovani ilustrovani primjer pokazuje, da je kod preduzeća "X" faktor poslovnog leveridža nizak, iz razloga što je struktura sredstava pomjerena ka obrtnim sredstvima. Ovakvo pomijeranje strukture sredstava imalo je za posljedicu nisku amortizaciju, niske rashode perioda, kao i mogućnost pomijeranja strukture kapitala ka tuđim izvorima i prisustva u većem stepenu faktora finansijskog leveridža.

R. broj	Elementi	Preduzeće ( u 000 NJ)	
		"X"	"Y"
1	Marža pokrića (prihod od prodaje minus varijabilni rashodi, ili $P_p - V_r$ )	480	600
2	Poslovni profit (marža pokrića minus rashodi perioda bez kamata, ili $M_p - R_{P(k)}$ )	240	150
3	Bruto profit (poslovni dobitak minus neto rashodi finansiranja, ili $P_d - N_{rf}$ )	80	100
4	Faktor poslovnog leveridža ( $1/2$ , ili $M_p/P_d$ )	2,0	4,0
5	Faktor finansijskog leveridža ( $2/3$ , ili $P_d/B_d$ )	3,0	1,5
6	Faktor složenog leveridža ( $1/3$ , ili $P_1 \times F_1$ ) ( $4 \times 5$ )	6,0	6,0

Preduzeće "Y" ima izražen visok faktor poslovnog leveridža, što znači da su u strukturi sredstava dominantna osnovna sredstva, visoka amortizacija, kao i rashodi perioda. Ovakvo preduzeće treba da smanji rashode finansiranja, putem pomijeranja strukture kapitala u korist sopstvenog kapitala. S obzirom da je faktor finansijskog leveridža na niskom nivou, putem njega se kompenzira visok nivo poslovnog leveridža u preduzeću.

Menadžment preduzeća pravi grešku, kada strategiju postavlja na temeljima privremenog povećanja prihoda od prodaje u uslovima nepromijenjenih pariteta između prodajnih i nabavnih cijena. Povećanje prihoda od prodaje značajno povećava bruto profit preduzeća, stopu prinosa na sopstveni kapital i stimuliše preduzeće da pomjera strukturu kapitala ka tuđem kapitalu. Dovoljno je, da se u relativno malom procentu smanje prihodi od prodaje, pa da preduzeće uđe u zonu gubitka, uz nemogućnost brzog supstituisanja tuđeg (pozajmljenog) u sopstveni kapital. Umanjenjem kreditnog boniteta preduzeće gubi dosadašnje povjerenje (koji teže naplatiti svoja potraživanja), veoma teško pozajmljuju novi tuđi kapital radi saniranja stanja nelikvidnosti. Iznijeti argumenti ukazuju, da je za menadžment preduzeća najbolje, da teži zadržati faktor složenog leveridža na što nižem nivou.

U slučajevima kada preduzeće zbog povećane zaduženosti proizvodi gubitak, odnosno insolventnost, neophodno je utvrditi odnos prelomne tačke primanja i izdavanja gotovine (novčanih sredstava) prema tački donje granice rentabilnosti preduzeća. Ukoliko je obim prodaje na nivou u kojem nisu izjednačeni tekući izdaci sa tekućim primanjima gotovine (novčanih sredstava), tada je moguće da preduzeće i pored porasta poslovnog gubitka štiti svoju tekuću likvidnost. Višak likvidnih sredstava jeste produkt stepena pokrića fiksnih troškova koji ne povlače za sobom tekuće izdatke gotovine. Ovakva zaštita likvidnosti preduzeća je kratkoročna i može se prihvatiti kao prelazno i nužno rješenje. Dugoročno posmatrano fiksni troškovi (npr. amortizacija) treba da obezbijedi sredstva za finansiranje zamjene fiksne imovine, kao i njihovog održavanja radi kontinuiranog odvijanja toka reprodukcije.

## 5. NIVO FINANSIJSKOG LEVERIDŽA

*Primjer zarade preduzeća po akciji*

Nivo finansijskog leveridža predstavlja kvantitativnu mjeru koja odražava promjenu zarade po akciji u odnosu na promjenu poslovnog profita. EBIT – EPS tačka indiferencije predstavlja mjesto gdje alternativni finansijski planovi donose istu zaradu po akciji pri očekivanoj poslovnoj dobiti (profitu). A nivo finansijskog leveridža (NFL) na određenom nivou poslovne dobiti predstavlja odnos između procentualne promjene zarade po akciji u odnosu na procentualnu promjenu poslovne dobiti, ili:

$$\text{Nivo finansijskog leveridža} = \frac{\% \text{ promjene zarade po akciji (EPS)}}{\% \text{ promjene poslovne dobiti (EBIT)}}$$

za EBIT od x eura

Međutim, za izračunavanje nivoa finansijskog leveridža prikladniji je obrazac:

$$NFL \text{ ebit od } x \text{ eura} = \frac{EBIT}{EBIT - K - [Dpa/1Pd]}$$

S obzirom da je potrebno ostvariti veći iznos dobiti prije oporezivanja (bruto dobit) za isplatu dividende na preferencijalne akcije, nego za pokriće kamata na pozajmljena sredstva, neophodno je da se iznos koji je potreban za isplatu dividendi za preferencijalne akcije podijeli sa jedan i oduzme iznos poreza koji se obračunava na ostvarenu dobit, nakon čega se dobija neto dobit iz koje se isplaćuje dividenda.

Na osnovu primjera (nekog preduzeća), gdje je planirana poslovna dobit od 100.000 miliona eura, nivo finansijskog leveridža (NFL) za alternativu finansiranja zaduženem kod poslovne banke iznosi:

$$NFL \text{ EBIT OD } 200 \text{ MIL. EUR} = \frac{200.000.000}{200.000.000 - 55.000.000} = \frac{200.000.000}{145.000.000} = 1,3793 \approx 1,380$$

Za finansiranje emitovanjem preferencijalnih akcija, nivo finansijskog leveridža iznosi:

$$NFL \text{ EBIT OD } 200 \text{ MIL. EUR} = \frac{200.000.000}{200.000.000 - [50.000.000/09]} = \frac{200.000.000}{144.444,444,4} = 1,385$$

Fiksni troškovi finansiranja putem zaduživanja kod banke veći su od finansiranja emitovanja preferencijalnih akcija (55.000.000 > 50.000.000). Međutim, nivo finansijskog leveridža je veći kod alternative finansiranja emitovanjem preferencijalnih akcija (NFL=1,385), pa ukazuje na činjenicu da je osjetljivija relativna promjena zarade po akciji pri alternativni finansiranja emitovanjem preferencijalnih akcija, ukoliko ostali uslovi ostanu nepromjenjeni. To potvrđuje prethodnu konstataciju da se kamate na dug odbijaju od ostvarenog poslovnog profita – direktno, dok se obaveze za isplatu dividendi na preferencijalne akcije isplaćuju iz neto dobiti. Iz tih razloga, moguća je pojava insolventnosti preduzeća ukoliko ne bude u stanju da iz ostvarene poslovne dobiti srevisira fiksne troškove finansiranja po osnovu kamata na dug.

## 6. FINANSIJSKI LEVERIDŽ I STRUKTURA KAPITALA

Za potrebe ovog rada simuliraćemo da na tržištu postoje dva preduzeća koja imaju jednake ekonomske performanse.

Pretpostavimo da se preduzeće „A” izgradnja finansira dodatnim zaduživanjem kod poslovne banke u iznosu od 400 miliona eura, uz kamanu stopu u iznosu od 9% na godišnjem nivou. Isto preduzeće u svojim poslovnim knjigama, bilansa stanja, raspolaže sa aktivom u iznosu od 1 mlrd. eura. Drugo preduzeće „B” gradnja, u svom poslovanju se oslanja isključivo na sopstveni kapital (akcijski kapital), i ima ukupnu aktivu identičnu sa preduzećem „A” izgradnja u iznosu od 1 mlrd. eura. Prema važećim poreskim propisima, poreska stopa na dobit preduzeća iznosi 10%. U narednoj tabeli biće prikazana profitabilnost preduzeća „B” gradnja u zavisnosti od različitih privrednih uslova na tržištu. Pretpostavka je da preduzeća ostvaruju različite rezultate u nepovoljnim, normalnim i dobrim privrednim uslovima.

**Tabela 1. Profitabilnost preduzeća „B” gradnja u različitim uslovima privređivanja**

Uslovi privređivanja	Prihod	Poslovna dobit (EBIT)	Prinos na aktivu (u % godišnje) ROA	Neto dobit	Prinos na akcijski kapital (u % godišnje) ROE
Nepovoljni	500.000.000	60.000.000	6%	54.000.000	5,4%
Normalni	1000.000.000	120.000.000	12%	108.000.000	10,8%
Dobri	1.500.000.000	180.000.000	18%	162.000.000	16,2%

U tabeli 1. prikazan je ostvaren poslovni profit (poslovna dobit), i racio brojevi kojima kojima se iskazuje profitabilnost preduzeća: prinos na aktivu (ROA) i prinos na akcijski kapital (ROE).

## ZAKLJUČAK

Poslovni leveridž se ispoljava pod dejstvom fiksnih troškova poslovanja. Dakle, njegovo postojanje prouzrokovano je samim funkcionisanjem preduzeća. Za razliku od poslovnog leveridža, finansijski leveridž nastaje usljed fiksnih troškova zaduživanjem preduzeća. Dejstvo poslovnog leveridža imanentno je svakom preduzeću, dok je dejstvo finansijskog leveridža stvar izbora. Sinergija poslovnog i finansijskog leveridža treba da je usmjerena na porast finansijskog rezultata preduzeća.

Takođe, preduzeće koje se nalazi pod dejstvom finansijskog leveridža ima osjetljiviju promjenu prinosa za vlasnike kapitala, akcionare. Preduzeće koje svoje poslovanje miksom sopstvenog i tuđeg kapitala imaju veći finansijski rizik.

Kada se želi utvrditi koji nivo finansijskog leveridža odgovara preduzeću, neophodno je izvršiti analizu novčanih tokova. Razlog tome leži u činjenici da preduzeće svoje fiksne troškove finansiranja, otplatu glavnice i kamata, finansijski lizing – mora da otplati u novcu. U suprotnom, nemogućnost servisiranja finansijskih obaveza u novcu vodi preduzeće u insolventnost. Analizom očekivanih budućih novčanih tokova finansijski menadžment, u stvari, analizira i procjenjuje mogući kapacitet zaduživanja preduzeća.

## **LITERATURA**

- [1] Krasulja D., i Ivanišević M., Poslovne finansije, Beograd, 2004.
- [2] Rodić J., Poslovne finansije i procjena vrijednosti preduzeća, Ekonomika
- [3] Kralj J., Finansijsko upravljanje i finansijsko poslovanje, Knjigovodstvo, 1990.
- [4] Pušara Kostadin: Međunarodne poslovne finansije, Beograd, 2001

*Internet izvori:*

<http://www.ratko.biz/>