

Upravljanje rizikom: uticaj faktoringa na vrednost preduzeća

UDK 005.334

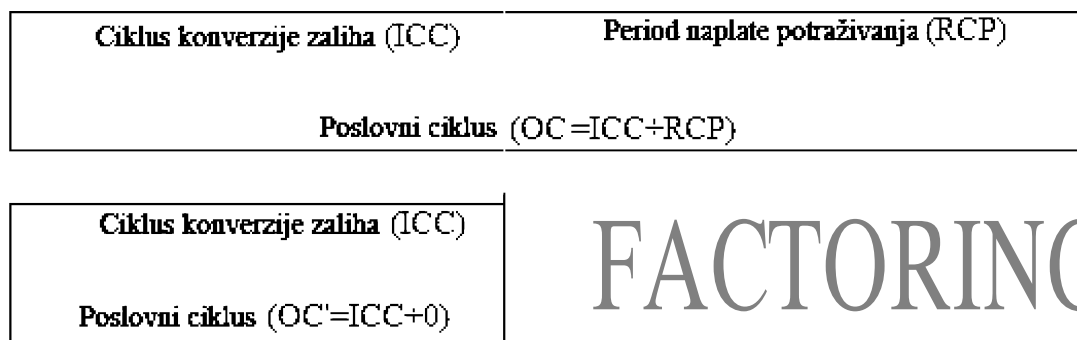
Grzegorz Michalski ¹

Osnovni finansijski cilj preduzeća je da postigne najveću moguću vrednost. Postizanju ovog osnovnog cilja treba da doprinese i rukovođenje poslovnim ciklusom. Strategija stvaranja vrednosti ostvaruje se tako što preduzeće uvek ima na umu rizik i neizvesnost poslovanja. U ovom radu predstavljamo posledice koje firma može da ima usled promena u poslovnom ciklusu i poslovnom riziku, a koje su u vezi sa primenom faktoringa kao instrumenta kojim se skraćuje ciljni poslovni ciklus firme, kao i prednosti koje proizilaze iz smanjivanja rizika putem prebacivanja rizika na posrednika.

1. Uvod

Upravljanje poslovnim ciklusom preduzeća podrazumeva obezbeđivanje odgovarajuće količine gotovine kao i druge vrste obrtnog kapitala: potraživanja i zalihe. Držanje obrtnog kapitala izaziva troškove i stoga utiče na profitabilnost kompanije. Faktoring predstavlja jedan od instrumenata kojim se može skratiti poslovni ciklus koji se oslanja na činjenicu da posrednik kupuje sadašnja i buduća potraživanja (sume koje se duguju preduzeću) i sam snosi rizik obaveze regulisa-

nja prekoračenja u plaćanju. Pošto podnese kopiju fakture posredniku, preduzeće od njega dobija većinski deo novca (do 80% sume), a ostatak kad kupac izmiri svoje obaveze. Posrednik preuzima sve obaveze preduzeća koje proističu iz prodaje po principu komercijalnog kredita², za šta naplaćuje proviziju. Postoji veliki broj faktoringa koji su veoma korisni sa tačke gledišta funkcionalnosti preduzeća. Postoji faktoring kao kompletna usluga koji obuhvata tri funkcije:



Slika 1. Uticaj faktoringa na poslovni ciklus (CO)

Izvor: autorova studija

(a) finansijsku (isplata odmah pošto preduzeće koje koristi faktoring podnese finansijsku dokumentaciju, i kasnije prikupljanje sume koju dužnik duguje),

(b) funkciju smanjivanja rizika (garancije, koje se sastoje u tome što posrednik pomera rizik komercijalnog kredita koji proističe iz nemogućnosti naplate dugovanja od kupca po ovom principu kreditiranja),

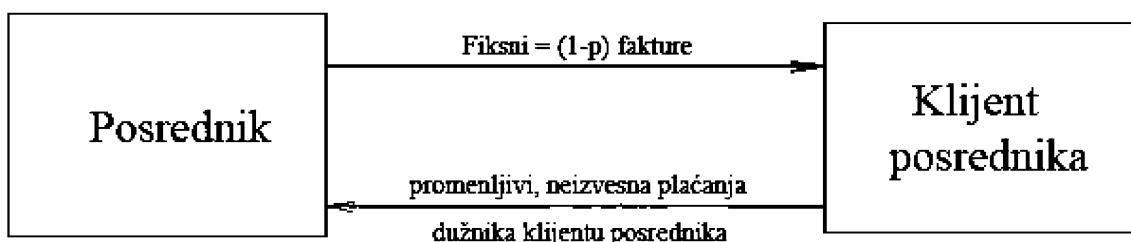
¹ Grzegorz Michalski PhD, Wrocław University of Economics, Komandorska 118/120, p. Z-1, KFPiZW, PL53-345 Wrocław, Poland, michalskig@ue.wroc.pl; <http://michalskig.ue.wroc.pl>; tel. 0048503452860, fax 0048717181717.

² L. Stecki, *The Factoring in the commercial practice* (in Polish: *Faktoring w praktyce handlowej*, Dom Organizatora TNOiK, Toruń 1995, s. 52.

Factoring se ponekad pogrešno shvata kao finansiranje procesa naplate potraživanja. U ovom radu pod factoringom se podrazumeva transakcija kojom posrednik vrši diskontni otkup faktura od svoga klijenta, proizvođača. Factoring nije bankarski kredit, on u stvari zavisi od vrednosti potraživanja i prema tome od klijenata posrednikovog klijenta, ne od firme samog posrednikovog klijenta.

U proces factoringa uključene su tri strane: klijent posrednika (koji prodaje svoju robu ili izvršeni rad),

kupac koji robu kupuje na kredit (dužnik) i posrednik. Posrednikovom klijentu kupac robe duguje novac. Prodavac (klijent) onda prodaje fakture po diskontnoj ceni posredniku, da bi brže došao do gotovine. Onda kupac direktno plaća posredniku punu cenu fakture. Kako vidimo na slici 2, u procesu factoringa odnos između posrednika i njegovog klijenta (firme koja prodaje robu putem komercijalnog kredita i koristi factoring da bi oslobodila gotovinu zarobljenu u potraživanjima) predstavlja oblik „swap“ aranžmana.

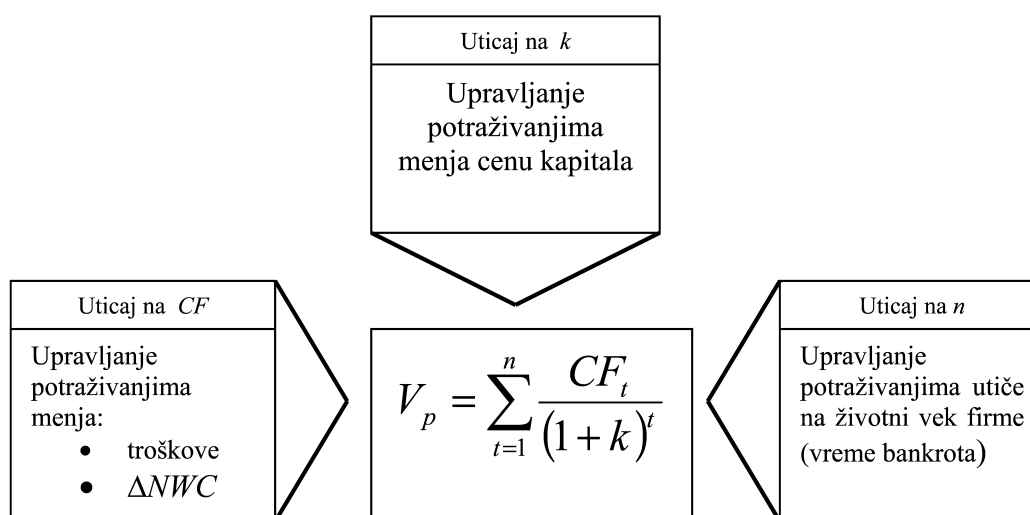


Slika 2. Factoring kao SWAP. Razmena sredstava čiji obim nije siguran usled uticaja neizvesnosti.
Izvor: autorova studija

(c) uslužnu (posrednik se u ime svog klijenta bavi obračunom koji se odnosi na upravljanje potraživanjima). Factoring obuhvata i mnoge druge vrste, a negde su neki elementi punog factoringa izuzeti. Primenom ovih usluga moguće je efektivnije upravljati rezervama tekućih sredstava, pošto se suma koja dospeva za naplatu može lakše predvideti i njome se može lakše upravljati.

2. Odnos između dužine poslovnog ciklusa i vrednosti firme

Efektivnost odluka u upravljanju poslovnim ciklusom i nivo aktive mogu se meriti na nekoliko načina. Jedan je fokusiranje na uticaj neto profita i njegov odnos prema akcijskom kapitalu, ukupnoj aktivi ili drugim vidovima aktive. Drugo, može se ocenjivati profitabilnost u od-



Slika 3. Uticaj politike potraživanja na vrednost kompanije

Gde je: CF = slobodni gotovinski tokovi, ΔNWC = uvećanje neto obrtnog kapitala, k = troškovi kapitala kojim se finansira preduzeće, t = period u kojem će se stvoriti slobodni finansijski tokovi.

Izvor: autorova studija

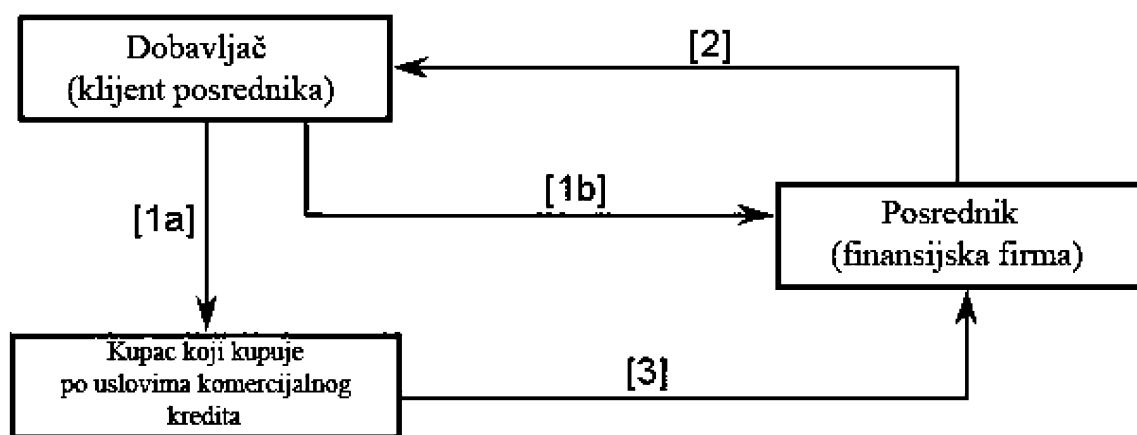
nosu prema vrednosti kompanije. Ako se sredstva usmere na tekuću aktivu, to će pomoći da se uveća vrednost preduzeća i onda govorimo o profitabilnosti, ali ako se uticaj sredstava smanjuje, onda to znači ne-profitabilnu investiciju (u bilansima tekućih sredstava).

Kao što je prikazano na slici 3, pojedinačni elementi koji utiču na odluke u vezi sa dužinom poslovnog ciklusa utiču na nivo slobodnih gotovinskih tokova (CF), a time i na vrednost firme.

3. Uticaj faktoringa na vrednost kompanije

Sa tačke gledišta upravljanja poslovnim ciklusom preduzeća, treba uzeti u obzir korišćenje usluga posrednika ili osiguranja obaveza dužnika, što je najpoželjnije u svakoj proizvodnoj firmi koja svoje proizvode prodaje na kredit.

Korišćenjem usluga faktoringa, preduzetnik ima priliku da svom preduzeću obezbedi finansijska sredstva. Faktoring se oslanja na činjenicu da preduzeće, kad prodaje robu na kredit, ne očekuje da će odmah naplatiti sumu od prodatih proizvoda i usluga, već da će sredstva dobijati od usluga faktoringa. Pošto prođe rok dospeća, finansijska institucija će povratiti sredstva koja je isplatila proizvođaču time što će ih naplatiti od dužnika. Za ovu uslugu faktoringa institucija posrednik dobija proviziju. Preduzeće koje prodaje robu po principu komercijalnog kredita i koristi usluge faktoringa naziva se dobavljač. Dobavljač donosi odluku da koristi usluge faktoringa samo u slučaju da korišćenjem takve usluge utiče na povećanje vrednosti firme. Institucija koja obezbeđuje usluge faktoringa naziva se posrednik. Šema na slici 4 prikazuje funkcionisanje faktoringa u slučaju primene metoda promocije.



Slika 4. Mehanizam faktoringa – tradicionalni metod

Legenda: [1a] – firma vrši prodaju na principu komercijalnog kredita, tako što daje primaocu proizvode ili usluge, [1b] – informacija o transakciji se prenosi posredniku, [2] – posrednik isplaćuje dobavljaču odgovarajuću sumu koja je ekvivalentna oko 80%-90% sume ugovorene transakcijom, a ostatak (umanjen za proviziju) kasnije, [3] – primalac prenosi na račun posrednika sumu novca koju duguje za kupljenje proizvode ili usluge.

Izvor: A. Skowronek-Mielczarek, *Sources of financing the SME* (u prevodu na poljski: *Ma³e i œrednie przedsiebiorstwa: Ÿród³a finansowania*), C.H. Beck, Warsaw 2003, s. 98

Ključna funkcija faktoringa jeste da obezbedi finansijska sredstva za preduzeće koje prodaje svoje proizvode na kredit. Primena faktoringa ima i tu dobru stranu da, čak i ako preduzeće koje prodaje robu na kredit nema uslova da dobije kredit od banke zbog svoje niske kreditne sposobnosti i/ili zato što uopšte nema kreditni rejting, pomoću faktoringa uvek može da dobije sumu do visine sredstava koja treba da na-

plati od prodaje. U prvom redu, posrednik ne procenjuje preduzeće koje prodaje svoju robu, već one koji od njega kupuju i suma njihovog dugovanja predstavlja osnovu za uspostavljanje odnosa saradnje na principu faktoringa.

Između posrednika i dobavljača postoje dva osnovna metoda transfera finansijskih sredstava³. Prvi metod

³ A. Skowronek-Mielczarek, *Ma³e i œrednie przedsiebiorstwa. Ÿród³a finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2003, str. 99.

se zasniva na tome da neposredno po podnošenju dokumenata, duplikata fakture o prodaji robe na kredit, dobavljač od posrednika prima avansni iznos u visini od oko 80%-90% fakturisane vrednosti. Po drugom metodu, posrednik kupuje dugovanu sumu i odmah isplaćuje celu svotu, umanjenu za dogovoreni diskont, s tim što će dugovanu sumu naplatiti kasnije, s tim što će izdvojiti proviziju ostvarenu na osnovu usluga pruženih dobavljaču.

Osnovni smisao faktoringa u početku je bio ostvarivanje finansijske funkcije. U današnje vreme, faktoring je potreban i zbog dve dodatne usluge koje nudi, zato što inače, ako se svede samo na finansijsku funkciju, javlja se nužnost primene taksene marke, pošto se takva vrsta faktoringa smatra samo transferom dugovanih suma novca, dok se ugovori bez faktoringa razlikuju od samog faktoringa po tome što prilikom transfera cesionar (na primer, banka kojoj preduzeće ustupa dugovanu sumu)⁴ postaje vlasnik dugovane sume, ali obaveza da sumu naplati leži na preduzeću koje obavlja transfer, dok je u slučaju faktoringa posrednik vlasnik dugovane sume odgovoran za njenu naplatu.

Pored glavnih benefita, kao što su smanjenje investicionih sredstava u neto obrtnom kapitalu i smanjenja troškova u naplati potraživanja, primena faktoringa ima i neke nepovoljne aspekte, kao što su⁵:

- kamate, u slučaju kredita, slične po visini kamata na bankarski kredit,
- polazne provizije čija visina zavisi od limita faktoringa,
- provizija na pretpostavljeni rizik od bankrotstva dužnika zavisi od nivoa procenjenog rizika,
- administrativne provizije zavise od visine zaduženja, za obezbeđenje dodatnih usluga u smislu knjigovodstva, naplate dugovanja, kreditne procene dužnika, praćenje dužnika preduzeća i konsultantske usluge.

Šta više, firme koje oslabe kontakte sa kupcima mogu da snose ozbiljne posledice. Najčešće, neposredan kontakt kupaca sa vlasnikom duga igra značajnu ulogu. To što posrednik preuzima mnoge funkcije u vezi sa upravljanjem potraživanjima i prodajom putem komercijalnog kredita slabi ovu vezu. Pored toga, iz posredništva proizilazi i opasnost asimetričnosti informacija.

U slučajevima kada se svi kontakti sa primaocima (kupcima) vrše preko posrednika (što znači procena kupaca koji su u stanju da otplate kredit), moguć je neposredan pad prinosa od prodaje, zato što je procena kupaca previše stroga i zato što ponuda nije prilagođena potrebama kupaca koje bi preduzeće lakše privuklo putem tradicionalnih načina sklapanja ugovora.

Primer broj 1. Preduzeće ima potraživanja iz prethodne godine prema kupcima koji su izvršili kupovinu unapred, u visini od €70000. Kupcima se obično garantuje odlaganje plaćanja do 45 dana po kupovini. Firma je iskoristila prednosti usluga posrednika, ugovorila da u momentu prodaje od njega dobije 95% vrednosti prodane robe (t.j., prodala svoja potraživanja uz diskont od 5%). Da bi se izračunala cena ovakve odluke, treba podeliti procenat diskonta sa procentom sume dobijene prodajom po primeni faktoringa, što znači:

$$\text{Efektivni troškovi faktoringa} = \left(1 + \frac{5\%}{95\%}\right)^{\frac{360}{45}} - 1 = 50,73\%$$

Dalje, kad znamo da je prosečni rok isplate preduzeću 45 dana, a pod pretpostavkom da godina ima 360 dana, dobijamo efektivnu cenu faktoringa na godišnjem nivou:

$$\text{Nominalni troškovi faktoringa} = \frac{5\%}{95\%} = 5,26\%$$

Prema tome, cena faktoringa koji je firma primenila je značajna i moguće je da će prevazići troškove finansiranja ove kompanije.

Treba ipak da se setimo da je zbog primene faktoringa kompanija izbegla troškove koje bi imala prilikom naplate potraživanja sudskim putem, tako da će suma od €70000 ući u kompaniju, a što je još važnije, posrednik preuzima sav rizik vezan za finansijske probleme i eventualno bankrotstvo kupca. Ako troškove naplate sudskim putem označimo sa ŠAĆ, sumu potraživanja preduzeća sa ŠBĆ, oportuniti troškove koji su u vezi sa zamrzavanjem sredstava za potraživanja kao ŠCĆ i rizik sa ŠDĆ (on će biti niži zahvaljujući primeni faktoringa), primenom faktoringa na sledeći način uticaćemo na odluku o vrednosti kompanije:

⁴ Temu o ne-finansijskim funkcijama faktoringa i precizniju analizu njegovih vrsta videti kod: J. Grzywacz, *The Factoring* (u prevodu na poljski: Faktoring), Difin, Warsaw 2001, str.42 -103.

⁵ T. Szoński, *Financing current financial decisions* (u prevodu na poljski: Finansowanie dzia³alnoœci bie³¹cej), [in:] SME Finance (u prevodu na poljski: Finanse ma³ych i œrednich przedsiêbiorstw), W. Pluta (ed.), PWE, Warszawa 2004, str. 186-189.

$$NPV = -\Delta NWC \leftarrow [B \downarrow] + \sum_{t=1}^{n \leftarrow [D \downarrow]} \frac{(-\text{troškovi} \leftarrow \{A \downarrow\} + [C \downarrow]) \times (1-T)}{(1+k \leftarrow [D \downarrow])^{t \leftarrow [D \downarrow]}} - \left(\begin{array}{c} \text{Troškovi primene} \\ \text{faktoringa} \end{array} \right)$$

Troškovi naplate potraživanja sudskim putem ŠAĆ, ako opadnu, mogu da utiču na pad troškova (mada ne smeju, ako ih troškovi faktoringa prevazilaze), a to utiče na vrednost predviđanja finansijskih tokova i vrednosti firme. Visina potraživanja ŠBĆ, koja je posledica pada troškova, povećava vrednost firme što je posledica oslobađanja sume koja je dotad bila zarobljena u neto obrtnom kapitalu. Ako se smanje oportjuniti troškovi ŠCCĆ, porašće nivo predviđenih slobodnih tokova kapitala i to će uticati na vrednoat firme. Predviđeni rizik koji preuzima posrednik ŠDCĆ pr-

vo utiče na očekivani životni vek firme (n), a ono što se događa iza toga, i što doprinosi visini vrednosti kompanije, sniženi rizik, može da utiče na stopu cene kapitala koji kompanija prikuplja iz različitih izvora, tako što će cenu sniziti nakon čega će predviđeni slobodni tokovi kapitala biti sniženi i vrednost firme se menja.

Primer broj 2. Firma razmatra primenu faktoringa da bi skratila poslovni ciklus. Podaci koji ilustruju ovaj primer prikazani su na tabeli 1.

Tabela 1. Uticaj faktoringa na vrednost firme

	bez primene faktoringa	Uz primenu faktoringa	promena
CR (gotovinski prinos)	720	720	0
CE (gotovinski troškovi)	316,8	324	7,2
NCE (negotovinski troškovi)	50	50	0
EBIT (zarada pre oduzimanja kamata I poreza)	353,2	346	-7,2
NOPAT (neto poslovni profit p o oporezivanju)	286,092	280,26	-5,832
NCE (negotovinski troškovi)	50	50	0
? NWC (rast neto obrtnog kapitala)	0	0	0
Capex (kapitalni troškovi)	50	50	0
CF _(1...n-1)	286,092	280,26	-5,832
RCP	30	0	-30
ICC	20	20	0
Fiksna aktiva	350	350	0
Potraživanja	60	0	-60
Zalihe	40	40	0
Gotovina	21,6	21,6	0
Nefinansijske tekuæ obaveze	20	20	0
k _e (stopa troškova akcijskog kapitala)	30%	29%	-0,01
k _d (stopa troška duga)	11%	10%	-0,01
Uešææ duga u kapitalu (D/(D+E))	50%	50%	0
CF ₍₀₎	-451,6	-391,6	60
CF _(n)	737,692	671,86	-65,832
Stopa troška kapitala	19%	19%	-0,00905
Oeekivani period (obraeunat u godinama)	10	10	
NPV	846,7047442	915,1060078	68,40126361

Izvor: hipotetički podaci

U ovom primeru pretpostavili smo da se radi o punoj usluzi faktoringa. Stoga imamo i sniženje stope troškova finansiranja kapitala kojim se finansira firma, a koji su posledica činjenice da deo poslovnog rizika snosi posrednik zahvaljujući garanciji. Drugim rečima, efekat smanjenja rizika biće manji u stopi troška kapitala, i neće imati za posledicu promenu vrednosti firme.

Kako se vidi u primeru, primena faktoringa znači doprinos porastu vrednosti firme (porast NPV).

4. Zaključak

Usmeravanje poslovnog ciklusa je značajno i utiče na vrednost firme. Primena faktoringa, koji je takođe od uticaja, jeste jedan od metoda kojim se skraćuje ciklus sputavanja rizika poslovanja, ali i snižavanja troškova kapitala kojim se finansira preduzeće.

Osnovni finansijski cilj preduzeća je da postigne najveću moguću vrednost. Postizanju ovog osnovnog cilja treba da doprinese i rukovođenje poslovnim ciklusom. Strategija stvaranja vrednosti ostvaruje se tako što preduzeće uvek ima na umu rizik i neizvesnost poslovanja. U ovom radu predstavili smo posledice koje firma može da ima usled promena u poslovnom ciklusu i poslovnom riziku, a koje su u vezi sa primenom faktoringa kao instrumenta kojim se skraćuje ciljni poslovni ciklus firme, kao i prednosti koje proizilaze iz smanjivanja rizika putem prebacivanja rizika na posrednika.

Bibliografija

- [1] Grzywacz J., *The Factoring* (in Polish: Faktoring), Difin, Warsaw 2001.
- [2] Hundley G., C. K. Jacobson, S. Ho Park, *Effects of Profitability and Liquidity on R&D Intensity: Japanese and U.S. Companies Compared*; The Academy of Management Journal, Vol. 39, No. 6, 1996.
- [3] Kalberg J. G., K. L. Parkinson, *Corporate liquidity: Management and Measurement*, IRWIN, Homewood 1993.

- [4] Pluta W., Michalski G., *Short-term capital management* (in Polish: Krótkoterminowe zarządzanie kapitałem), CHBeck, Warsaw 2005.
- [5] Sierpinska M., D. Wedzki, *Managing the financial liquidity in the enterprise* (in Polish: Zarządzanie płynnością finansowa w przedsiębiorstwie), WN PWN, Warsaw 2002.
- [6] Sizer J., *Some Implications for Operational Research in the Area of Inflation as It Affects a Company's Profitability and Liquidity*, Operational Research Quarterly (1970-1977), Vol. 28, No. 1, Part 2, 1977, p. 125-137.
- [7] Skowronek-Mielczarek A., *Sources of financing the SME* (in Polish: Male i srednie przedsiębiorstwa: źródła finansowania), C.H. Beck, Warsaw 2003.
- [8] Slonski T., *Financing current financial decisions* (In Polish: Finansowanie działalności bieżącej), [in:] SME Finance (in Polish: Finanse małych i średnich przedsiębiorstw), W. Pluta (ed.), PWE, Warszawa 2004.
- [9] Stecki L., *The Factoring in the commercial practice* (in Polish: Faktoring w praktyce handlowej), Dom Organizatora TNOiK, Torun 1995.

Rezime

Osnovni finansijski cilj preduzeća je da postigne najveću moguću vrednost. Postizanju ovog osnovnog cilja treba da doprinese i rukovođenje poslovnim ciklusom. Strategija stvaranja vrednosti ostvaruje se tako što preduzeće uvek ima na umu rizik i neizvesnost poslovanja. U ovom radu predstavljamo posledice koje firma može da ima usled promena u poslovnom ciklusu i poslovnom riziku, a koje su u vezi sa primenom faktoringa kao instrumenta kojim se skraćuje ciljni poslovni ciklus firme, kao i prednosti koje proizilaze iz smanjivanja rizika putem prebacivanja rizika na posrednika.