FINANCIRANJE DIONICAMA I OBVEZNICAMA

Mladina, Helena

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:468497

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar
DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET SPLIT

ZAVRŠNI RAD

FINANCIRANJE DIONICAMA I OBVEZNICAMA

Mentor: doc.dr.sc. Sandra Pepur **Studentica: Helena Mladina**

Split, rujan 2016.

SADRŽAJ

1. UVOD 2

2. VAŽNOST ODLUKA O FINANCIRANJU I VRSTE IZVORA FINANCIRANJA 4

2.1. Važnost odluka o financiranju 4

2.2. Vrste izvora financiranja 5

2.2.1. Financiranje emisijom dionica 5

2.2.2. Financiranje emisijom obveznica 8

2.2.3. Financiranje emisijom komercijalnih zapisa 11

2.2.4. Financiranje kreditima 11

2.3. Rizik financiranja putem tržišta kapitala 14

2.3.1. Rizici financiranja dionicama 15

2.3.2. Rizici i financiranja obveznicama 16

2.4. Usporedba različitih izvora financiranja 18

3. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ 24

3.1. Osnovni podaci o Zagrebačkoj burzi 24

3.2. Kretanja i promet na ZSE 26

4. ZAKLJUČAK 33

LITERATURA 36

Popis tablica i grafikona 37

1. UVOD

Poduzeća svoju djelatnost obavljaju pomoću trajnih i obrtnih sredstava. Rast poduzeća zahtijeva ulaganja u nove projekte i kapacitete. Sve to zahtijeva kapital stoga su odluke o financiranju i izvorima financiranja za upravljanje poslovanjem i uspješnost poslovanja jako bitne. Izvori financiranja su skup odluka i izbora menadžera poduzeća te su ključni za mnoge aspekte poslovanja. Pri samom osnivanju poduzeća donose se odluke o financiranju pothvata. Nakon osnivanja menadžeri i direktori biraju izvore financiranja projekata i ulaganja. Svojim odlukama utječu na strukturu izvora financiranja poduzeća, determiniraju novčane tijekove i utječu na buduća kretanja i stanje u poduzeću te uspjeh.

Odluke o financiranju i izboru izvora financiranja su kompleksne i zahtijevaju analizu izvora financiranja i procjene koristi imovine koja se financira te ocjenu kretanja i očekivanja kretanja kamatnih stopa, tečajeva, trendova na tržištu na kojem poduzeće djeluje te trendova u okolini i na vezanim tržištima.

Menadžment donosi odluke o financiranju pothvata na temelju svih prikupljenih podataka. Odluke koje donosi moraju biti povoljne za poduzeće kako bi ono ostvarilo što bolji financijski rezultat.

Izvori financiranja se mogu podijeliti na vlastite i tuđe. Vlastiti izvori financiranja jesu rezerve, dobit ranijih razdoblja, dobit tekuće godine, kapital i sl. Vlastiti izvori mogu imati veliki potencijal ukoliko se promatra računovodstvena dobit i rezerve, a manjeg potencijala ako se promotre novčani tijekovi upravo zbog jaza u naplati potraživanja i ostvarenim rezultatima poslovanja. Poduzeća mogu prodati i manje likvidna potraživanja ili nedospjela potraživanja faktoringom uz diskont. Vlastiti izvor financiranja je i financiranje izdavanjem dionica ili dokapitalizacijom. U tom slučaju poduzeća pristupaju tržištu kapitala gdje prodajom udjela dolaze do novčanih sredstava investitora za financiranje projekata.

Tuđi izvori financiranja su dužnički izvori financiranja. Tu spadaju krediti i dužnički vrijednosni papiri. Kredita je više vrsta te izbor vrste kredita ovisi o namjeni. Dužničke vrijednosnice su obveznice. Financiranje obveznicama jest također financiranje putem

tržišta kapitala. Obveznice se emitiraju uz kupone koji su kamata investitorima za posuđeni novac.

Detaljnije o dva glavna izvora financiranja te o vrstama svake od kategorija izvora kao i prednostima i nedostacima svakog od njih biti će u nastavku. Financiranje tuđim izvorima definirati će tuđe izvore te predstaviti vrste po kriterijima podjele s naglaskom na financiranje obveznicama, dok će se u dijelu o financiranju vlastitim izvorima staviti naglasak na financiranje dokapitalizacijom i emisijom dionicama. Nakon toga će se provesti komparacija izvora financiranja što će dati konkretniju sliku procesa odlučivanja o izvorima financiranja te donošenja odluka o izboru izvora financiranja. Pregled stanja našeg tržišta kapitala ukazati će na sklonost hrvatskih poduzeća kod izbora izvora financiranja. Rad završava zaključkom u kojem se sažeto iznose uočene relacije teorijskih spoznaja te osvrt na prezentirane podatke tržišta kapitala u nas.

2. VAŽNOST ODLUKA O FINANCIRANJU I VRSTE IZVORA FINANCIRANJA

2.1. Važnost odluka o financiranju

Odluke o izvorima financiranja jesu skup vrlo bitnih odluka financijskih menadžera. Izbor ročnosti i odluke o dugoročnim izvorima se posebno ističu.

Financijske odluke obuhvaćaju odluke o tome[1]:

- koliko sredstava će se pribaviti iz vanjskih izvora
- treba li sredstva prikupiti na tržištu vrijednosnica ili na bankovnom tržištu, nacionalnom, stranom ili eurotržištu te da li u domaćoj ili u stranoj valuti
- treba li pribaviti sredstva na kratak ili dugi rok
- treba li emitirati vlasničke ili dužničke vrijednosnice
- koje vrste vrijednosnica da se emitiraju i u kojem trenutku.

Navedene se odluke odražavaju na pasivu bilance tj. na izvore koji ukazuju kako je financirana imovina tvrtke.

Odluke o financiranju se mogu donositi odvojeno od odluka o investiranju ali za kvalitetno i homogeno upravljanje bitno je da su iste povezane pa čak kada je nužno da jesu. To je slučaj velikih i novčano zahtjevnih projekata[2].

Donošenje odluka o financiranju kao i odluka o investiranju se temelji na determiniranju vrijednosti rizične imovine tj. imovine koja je u slučaju investicijskih odluka realna, a u slučaju odluka o financiranju financijska. Vrijednost imovine se definira izračunom neto sadašnje vrijednosti. Nakon tog koraka ocjene se javljaju razlike između donošenja odluka po pitanju investiranja i izvora financiranja.

[1] Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 7.
[2] Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 94.

Za investicijske projekte poduzeća procjenjuju vrijednost imovine na temelju očekivanih tijekova od iste definiranjem onih projekata s pozitivnom neto sadašnjom vrijednošću. Na temelju prethodnog možemo zaključiti da se investicijske odluke teže mogu promjeniti od financijskih jer je financiranje mnogo jednostavnije od ulaganja. Ulaganjem se sredstva tvrtke vežu na duže vremensko razdoblje.

2.2. Vrste izvora financiranja

Poduzeća se mogu financirati iz vlastitih i tuđih izvora. Vlastiti izvori jesu sredstva iz zadržane dobiti rezervi ili tekuće dobiti. Vlastito financiranje iz kumulirane dobiti jest samofinanciranje. Glavna prednost vlastitog financiranja, tj. samofinanciranja je nepostojanje troška kamata ili dividende tj. troška financiranja. Nedostatak je to što takav način financiranja može biti manje učinkovit zbog crpljenja gotovinskih sredstava tj. smanjenja likvidnosti poduzeća[3].

Vanjsko financiranje obuhvaća financiranje emisijom vrijednosnih papira (dionica ili obveznica) te financiranje kreditima. Takvo financiranje predstavlja izravno financiranje dok krediti predstavljaju neizravno.

Kredite odobravaju banke. I izdavanje obveznica se smatra kreditiranjem jer su to dužnički vrijednosni papiri ali tada izdavatelj određuje kamatnu stopu. Obveznice koje izdaju tvrtke nazivaju se korporativne obveznice.

2.2.1. Financiranje emisijom dionica

Dionice su vlasnički vrijednosni papiri. Investitori ulažu da bi zaradili na cijeni te privučeni dividendama koje se isplaćuju za dionice[4]. Dionice predstavljaju udio u vlasništvu poduzeća emitenta stoga svaki investitor tj. kupac dionice stječe određeni vlasnički udio proporcionalno broju kupljenih dionica ukupne emisije i time stječe najčešće pravo glasa ovisno o vrsti dionice.

Kupnjom dionica investitor stječe određena vlasnička prava, a zarada za kupnju dionica naziva se dividenda. Kupnjom dionice investitor postaje vlasnikom određenog dijela poduzeća. Emisija dionica predstavlja jedan oblik dugoročnog financiranja poduzeća.

[3] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 64.
[4] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 72.

Emisija se vrši na primarnom tržištu, a određena je u Zakonom o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima te je pod državnom kontrolom[5].

Emisija dionica se realizira kroz tri faze i to kroz pripremne radnje, raspis dionica, plasman dionica investitorima[6]. Svakoj emisiji prethodi izrada elaborata, savjetodavne usluge i sl., što nosi određene troškove. Prije objavljivanja emisije, poduzeće mora sve prijaviti Komisiji za vrijednosne papire. Poduzeće svoje dionice vodi kod Središnjeg klirinškog depozitarnog društva.

Kupac dionica kupnjom postaje dioničar te ostvaruje kupnjom dionica određena prava (ako kupuje dionice kako bi stekao udio u kapitalu društva koje je izdalo dionice, a ne za kupoprodaju)[7]:

- pravo glasa čime stječe pravo za sudjelovanje na skupštini dioničara sukladno udjelu vlasništva dionica u ukupnom kapitalu,
- pravo na dividendu,
- pravo na dio likvidacijske odnosno stečajne mase u skladu s udjelom.

Mnogo je vrsta dionica što ovisi o aspektu podjele istih. Najobuhvatnija lista vrsta dionica jest[8]:

- Dionica na ime,
- Dionica na donosioca,
- Obične dionice – nose standardna dionička prava,
- Preferencijalne dionice – nose posebna dionička prava (kao što su pravo prvenstva kod isplate dividende),
- Trezorske dionice – otkupljuju ih izdavatelji dionica,
- Dividendne dionice,
- Bonus dionice (ili bonusne dionice),
- "A" dionice (tipične za UK),
- Blue chip dionice,

[5] Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/default.aspx
[6] Orsag, S., Vrijednosni papiri; Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 468.
[7] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 80.
[8] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 80.

- Špekulativne dionice,
- Brzo rastuće dionice,
- Sporo rastuće dionice,
- Postojane dionice.

Kako je ranije istaknuto, emisija dionica se provodi prema Zakonu o izdavanju i trgovini vrijednosnim papirima. Ovim Zakonom se uređuje izdavanje vrijednosnih papira i trgovanje tim papirima javnim pozivom na upis i/ili javnom ponudom za kupnju vrijednosnih papira, djelokrug, prava i obveze subjekata na tržištu kapitala te ustrojstvo, djelokrug i nadležnost Komisije za vrijednosne papire Republike Hrvatske i Središnje depozitarne agencije[9].

Emitent vrijednosnog papira Komisiji podnosi zahtjev za odobrenje prospekta vrijednosnih papira, uz koji prilaže prospekt i tekst odluke nadležnog tijela izdavatelja o izdavanju vrijednosnih papira. Prospekt je javni poziv na upis i/ili kupnju dionica koji mora sadržavati sve podatke da kupac dionica može stvoriti realnu sliku o imovini, obvezama, kapitalu, dobiti i dr.

Zakonom propisan obavezan sadržaj prospekta treba sadržavati[10]:

- Podatke o dionicama, upisu i uplati dionica,
- Podatke o izdavatelju dionica,
- Podatke o predmetu poslovanja izdavatelja,
- Podatke o imovini, kapitalu, obvezama, financijskom položaju poduzeća i financijske pokazatelje za zadnje 3 godine,
- Podatke o odgovornim osobama.

Osobe ovlaštene za obavljanje poslova s vrijednosnim papirima su:

- Trgovačka društva za poslovanje vrijednosnim papirima – brokeri, agenti, dileri,
- Burza vrijednosnih papira,
- Uređena javna tržišta,

[9] Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/default.aspx, čl. 1., [12.06.2016.]
[10] Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/default.aspx, čl. 16, [12.06.2016.]

- Banke,
- Središnje klirinško depozitno društvo.

Uvrštenje dionica na burzu jest plasman dionica na burzu tj. u kotaciju. Prilikom uvrštenja dionica moraju se zadovoljiti određeni uvjeti da bi uvrštenje bilo pravovaljano. Neki od uvjeta su: izdani prospekt, pozitivno financijsko poslovanje poduzeća. Kupoprodaja dionica vrši se na sekundarnom tržištu. Dionice su vrijednosnice mnogo popularnije u nas kao izvor financiranja. Na Zagrebačkoj burzi kotira čak 146 poduzeća tj. njihove dionice[11]. Trgovanje dionicama se odvija na sekundarnom tržištu te je trend prometa sve veći što je pokazatelj sve većeg interesa ulagača. To daje prostor poduzećima za izlazak na tržište kapitala te novi izvor financiranja.

Svako financiranje i odluke vezane za to nose rizik poduzećima s jedne strane ali i ulagačima s druge. Stoga je potrebno da menadžment bude upoznat s rizicima. Više o rizicima s kojima se poduzeća susreću biti će u nastavku.

2.2.2. Financiranje emisijom obveznica

Financiranje obveznicama je vrsta kreditiranja jer su obveznice dužnički vrijednosni papiri. Ona je vrijednosnica koja sadrži priznanje postojanja neke obveze[12]. Služi vjerovniku kao dokaz da je dužnik obvezu preuzeo. Izdavatelj obveznica se najčešće obvezuje isplaćivati imatelju obveznice kupone tj. kamatu iako postoje i bezkuponske obveznice.

Obveznica je pisana isprava kojom se emitent obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti, dinamikom naznačenom u obveznici, iznose novčanih sredstava naznačenim u obveznici[13]. Obveznica, je dakle obligacijski vrijednosni papir s unaprijed određenim rokom dospijeća. Ona je dugoročni vrijednosni papir te najčešće nosi fiksni prinos tj. kamate. Obveznice mogu biti s jednokratnim ili višekratnim dospijećem. Izdaju se u točno utvrđenom vremenu putem javnog poziva štedišama na upis zajma. Mogu glasiti na ime i na donosioca stoga su u biti prenosive. Obveznice na ime prenose se indosamentom, a obveznice na donosioca njihovom predajom.

[11] Prema podacima sa ZSE, Trgovinski podaci i statistike, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=26521, [15.09.2016.]
[12] Orsag, S., Vrijednosni papiri; Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 471.
[13] Orsag, S., Vrijednosni papiri; Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 471.

Obveznice mogu izdavati države, lokalne samouprave, prometne ili industrijske tvrtke, a svrha izdavanja je prikupljanje sredstava i to najčešće u popriličnim iznosima. Za razliku od dionica obveznice nose unaprijed definiranu kamatu.

Izdavanje obveznica je zamjena za kredite banaka i prvi izbor jer omogućuju prikupljanje većih sredstava uz nižu kamatu. Postoji mnogo vrsta obveznica, prema tijekovima koje nose imatelju to su su[14]: kuponska obveznica, bezkuponska obveznica te anuitetska obveznica. Prema izdavatelju, obveznice se mogu podijeliti na[15]: državne, municipalne i korporativne. Prema ročnosti mogu biti kratkoročne, srednjoročne te dugoročne što je najčešći slučaj. Postoji još kriterija podjele obveznica ali potonji su neki od važnijih kriterija podjele koji razlikuju obveznice.

Izdavanjem obveznica poduzeće ih uvrštava na burzu te objavljuje tzv. prospekt. U prospektu se nalaze elementi obveznice kao: nominalna vrijednost, valuta izdanja, vrsta obveznice, visina i dinamika isplate kuponskih kamata, zamjenjivost obveznice za drugu vrstu vrijednosnih papira te ostala prava i obveze izdavatelja i kupca. Osim toga obveznica može imati naznačene i eventualne načine korištenja u određene, unaprijed utvrđene svrhe (npr. za plaćanje poreza u iznosu nominalne vrijednosti obveznice ako ju izdaje država, ili za neki drugi način korištenja)[16].

Sastavni dio svake obveznice (kuponske) jesu kuponi. Oni daju pravo na isplatu pripadajuće kamate za određeno razdoblje (najčešće za jednu godinu, ali isplata kamata može biti i češća poput polugodišnje) te ih ima toliko, na koliko takvih razdoblja je izdana obveznica, jer su obveznice uvijek s točno određenim rokom vraćanja. Ukoliko obveznica ne sadrži dovoljan broj kupona za kamate, ona mora sadržavati talon uz čije predočenje zajedno s dionicom dužnik mora vjerovniku dati nove.

Obveznice mogu biti i predmet kupoprodaje na sekundarnom tržištu po cijeni koju determinira kretanje kamata te ponuda i potražnja. Ulaganje u obveznice se smatra ulaganjem s minimalnim rizikom. Obveznice, za razliku od dionica, ne daju pravo vlasniku obveznica na sudjelovanje u odlučivanju i dobiti, ali daju pravo na povrat uložene glavnice uvećane za ugovorenu kamatu na obveznice u dogovorenom roku.

[14] Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 95.
[15] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 162.
[16] Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 95.

Karakteristike obveznica su[17]:

1. Nominalna vrijednost je vrijednost koja pokazuje iznos novca koji će se vlasnici dobiti u trenutku njihova dospijeća odnosno iznos novčanog izdatka s kojim se emitent suočava u trenutku dospijeća obveznica.
2. Kuponska vrijednost jesu kamate po obveznici koje se plaćaju dinamikom navedenom u obveznici. Kuponska kamata je fiksna te se obračunava na ostatak duga prema unaprijed utvrđenoj dinamici obračuna.
3. Amortizacija obveznica je dinamika isplate kupona i nominale. Kuponi moraju imati unaprijed utvrđeno dospijeće. Dva su osnovna načina amortizacije obveznica: jednokratni i višekratni. Jednokratni je kada se obveznice s jednokratnim dospijećem amortiziraju odjednom isplatom glavnice o njihovu dospijeću. Kamate na takve obveznice isplaćuju se periodično u jednakim iznosima i to najčešće polugodišnje ili tromjesečno. Višekratni ili tzv. serijski je kada se obveznice s višekratnim dospijećem amortiziraju se periodično isplatama jednakih anuiteta (najčešće polugodišnje) koji se sastoje od kamata i otplatne kvote kojom se vrši djelomična amortizacija duga po obveznici.

4. Datum dospijeća obveznice je datum na koji emitent mora isplatiti glavnicu vlasnicima obveznica. Kako su obveznice instrument dugoročnog financiranja, datum dospijeća je obično između 2 i 30 godina nakon dana izdavanja obveznica. Kratkoročne obveznice obično imaju dospijeće manje od godine dana, srednjoročne obveznice dospijevaju u roku od dvije do deset godina, a dugoročne obveznice traju više od 10 godina.

Više je vrsta obveznica, no važno je istaći da mogu biti obične i konvertibilne. Konvertibilne obveznice se mogu zamijeniti za obične dionice tvrtke. Mogućnost konverzije je tu da primami dodatno ulagače. Na kompaniji je da izabere vrstu obveznice. Za izdavanje konvertibilnih obveznica uvjet je da poduzeće emitent posjeduje obične dionice za koje se te obveznice mogu zamijeniti. Odluka da se ide u emisiju vezano za konvertibilne obveznice može sa sobom donijeti i smanjenje ili eliminaciju vlasništva nad

[17] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 87.

dionicama nekog drugog poduzeća. Svjesna odluka ove vrste zasnovana je na financiranju[18].

Konvertibilne obveznice zbog opcije konverzije nose manju kamatu. Privlačnost ovakve vrste obveznica jesu niži troškovi kamata zajedno s mogućnošću prodaje investicije u obične dionice uz premiju iznad sadašnje cijene. Najbolja strategija financiranja ovisi ne samo o mogućnostima već i o trenutnom stanju u poduzeću. U nas financiranje obveznicama postaje sve popularnije ali je još uvijek na niskoj razini. Na zagrebačkoj burzi se nalaze obveznice svega 13 poduzeća od čega su u slučaju dvaju evidentirana dvije emisije[19].

2.2.3. Financiranje emisijom komercijalnih zapisa

Pribava sredstava financiranja emisijom komercijalnih zapisa rezervirano je, prije svega, za jake tvrtke kojima banka odobrava kreditnu liniju kao temelj za emisiju. Ovo je kratkoročni izvor financiranja s rokom dospijeća do 270 dana. Služi za financiranje povremenih potreba poduzeća. Trošak emisije se sastoji od efektivnog troška kamata (stopa prinosa koju dobiva investitor i stopa poreza na dobit) i troška emisije (on je varijabilan i ovisi o načinu emisije). Prednosti ovog načina financiranja jesu veća fleksibilnost i niži troškovi u odnosu na kredit banke, a nedostatci su u slabljenju veza s bankom[20]. Nedostaci su[21]: ograničen izvor dostupan samo velikim poduzećima, nema razvijenog sekundarnog tržišta, utječu na gubljenje kontakta s bankama.

2.2.4. Financiranje kreditima

Podjela kredita je mnogo, no jedna od njih je i prema ročnosti. Krediti se prema roku tj. dospijeću dijele na kratkoročne (s dospijećem do godine dana), srednjoročne (s dospjećem do pet godina) te dugoročne (s dospijećem iznad pet godina).

[18] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str. 87.
[19] Prema podacima sa ZSE, Trgovinski podaci i statistike, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=26521, [15.09.2016.]
[20] Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 98.
[21] Ibidem, str. 98.

Financiranje kreditima se može podijeliti na spontano financiranje te kratkoročno osigurano i neosigurano financiranje. Ono uključuje vremenska razgraničenja i trgovačke kredite.

Vremenska razgraničenja su rezultat kontinuiranog odvijanja poslovanja i korištenje resursa svakodnevno, uz plaćanje usluga i obveza u određenom vremenskom razdoblju. To predstavlja u stvari beskamatni kredit. Razgraničenje je definirano praksom na tržištu rada, odredbama ugovora i zakonima[22].

Tipičan primjer kratkoročnog zaduživanja jesu trgovački krediti tj. krediti dobavljača. Trgovački krediti su kredit koje dobavljači odobravaju kupcima isporučujući im robu uz mogućnost naknadnog plaćanja nakon određenog vremena, a unutar određenog perioda. Takav način financiranja je u razvijenim zemljama glavni izvor kratkoročnog financiranja[23]. Prednost je u fleksibilnosti te u neformalnoj proceduri odobravanja. Uvjeti ovise o stanju u gospodarstvu, karakteru industrije te karakteru same tvrtke i odnosima s dobavljačem. Odobrenje se realizira definiranjem datuma do kojeg se treba platiti te nuđenjem gotovinskog popusta ako se plati do datuma diskonta. Plaćanje je promptno kad nije ponuđen popust, a poduzeće plati na dan dospijeća. Ukoliko je ponuđen popust a poduzeće plati na datum dospijeća plaćanje je odgođeno, a ukoliko se ni onda ne plati tada je plaćanje odgođeno i sa zakašnjenjem. Potonje nameće troškove te smanjuje kreditni rejting.

Kratkoročno osigurano financiranje podrazumijeva kratkoročne kredite. Takvi se krediti odobravaju na temelju kreditne sposobnosti. Ima ih mnogo vrsta ovisno o namjeni, ročnosti, pokriću te ostalim faktorima. Tržišta kredita je poprilično razvijeno stoga je i mnogo i vrsta s obzirom na konkurenciju banaka te prilagođavanje odlika kredita klijentima.

Kredit na principu tekućeg računa jesu krediti kada banka odobrava sredstva na žiro račun do ugovorenog iznosa i roka

[22] Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014., str. 87.
[23] Ibidem, str. 88.

Kreditna linija podrazumijeva da banka utvrđuje maksimalni iznos, a kredit se koristi prema potrebi, postoji mogućnost jednogodišnjeg obnavljanja. Ukoliko se pogorša kreditna sposobnost banka nema zakonsku obvezu da ga produži.

Revolving kredit je vrsta kreditne linije ali je aktivirana za nekoliko mjeseci ili godina. S obzirom da se može odobriti na razdoblje duže od godine dana predstavlja srednjoročni izvor financiranja. Postoji zakonska obveza banke da produlji kredit do maksimalnog iznosa, ali i da plaća proviziju na neiskorišteni iznos.

Transakcijski zajam banka odobrava komitentu za obavljanje nekog posla. Po završetku i naplati zajmoprimac otplaćuje ovaj kredit.

Osigurani izvori se osiguravaju na temelju pokrića, a najčešće se koriste kod vanjske trgovine i kreditiranja novih tvrtki.

Kredit na temelju zaloga vrijednosnica se odobrava na temelju zaloga vrijednosnica iz portfelja. Odobrava se kao postotak manji od založenih vrijednosnica. Koristi kao privremeno financiranje dok se ne ugovori neki bolji način.

Kredit na temelju zaloga potraživanja je trajni aranžman koji nudi fleksibilnost zajmoprimcu. Zajmoprimac dostavlja zajmodavcu raspored potraživanja. Vlasništvo nad potraživanjem zadržava zajmoprimac što znači da zajmodavac zbog neplaćanja ima pravo regresa prema zajmoprimcu. Relativno je skup izvor financiranja jer zajmodavac zaračunava do 5% veću kamatu te naknadu do 2% od vrijednosti potraživanja.

Faktoring potraživanja jest u stvari prodaja potraživanja faktoru tj. faktoring kući. Faktor uz to može pružiti usluge kao preuzimanje odgovornosti, upravljanje potraživanjima kada dobiva proviziju ili kreditnu funkciju kada dobiva kamatu. Osim što nudi razne usluge prednost mu je i fleksibilnost. Nedostatci su mu viši troškovi, gubitak kontakata s kupcima, a predstavlja znak pogoršanja financijske situacije kada se prepušta upravljanje potraživanjima trećoj strani.

Kredit na temelju zaliha se odobrava na osnovi kvalitete zaliha. Najraširenij je način financiranja za standardnu robu ili za onu za koju postoji već uhodano tržište. Ipak, kako je zalihama lako manipulirati zajmodavci nisu skloni takvim načinima financiranja.

Sredstva prikupljena dugoročnim zaduživanjem poduzeća kod banaka koriste se za ulaganje u dugotrajnu imovinu i financiranje neto radnog kapitala.[24] Dugoročni se krediti otplaćuju se periodično jednakim anuitetima ili otplatnim kvotama. Mogu biti i jednokratno isplativi. Prema pokriću dugoročni krediti mogu biti pokriveni ili otvoreni. Krediti velikih iznosa su uglavnom pokriveni i to zalogom imovine. Primjer jesu hipotekarni krediti. Nadalje dugoročni krediti mogu biti odobreni uz fiksnu ili fluktuirajuću kamatnu stopu. Nedostatak financiranja kreditom u odnosu na financiranje emisijom dionica jest u obvezi isplate anuiteta te trošak kamata koji se mora plaćati, dok u slučaju emisije dividenda se ne mora isplaćivati[25].

2.3. Rizik financiranja putem tržišta kapitala

Financiranje putem tržišta kapitala nosi rizike uspjeha plasmana. Tvrtke izdavanjem vrijednosnica nastoje smanjiti određene rizike. Investitorima moraju ponuditi traženu stopu povrata kao naknadu za suzdržavanje od potrošnje te naknadu za izlaganje riziku.

Za odluke financijskog menadžmenta važne su dvije vrste rizika[26]:

1) poslovni rizik – nastaje uslijed djelovanja čimbenika koji se odražavaju na gotovinski tijek iz poslovanja, a može se podijeliti na: neizbježivi, sustavni ili tržišni rizik na koji utječe stanje u gospodarstvu, tehnološke promijene i slično, i na izbježivi, nesustavni ili korporacijski rizik na kojeg utječu čimbenici vezani za samu tvrtku kao što su: štrajkovi, razvitak novih proizvoda i slično.
2) financijski rizik koji se javlja vezano za način financiranja poduzeća. On se javlja kod tvrtki koje koriste dugovno financiranje (zaduživanje-krediti i sl.), čime nastaje dodatni rizik za dioničare kompanije tj. rizik bankrota koji je determiniran

[24] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str.158.
[25] Ibidem, str 159.
[26] Ibidem, str. 158.

strukturom kapitala (odnos duga prema dioničkoj glavnici) te dospijećem duga prema vjerovnicima.

Financijski menadžer stoga treba definirati rizik, izmjeriti ga i donijeti odluku na temelju metoda koje u sebi uključuju i mjere rizik.
Rizik je vjerojatnost da će stvarna stopa povrata ostvarena od držanja vrijednosnica odstupati od očekivane stope, a što je veća vjerojatnost i veličina tog odstupanja veći je i rizik. Očekivana stopa povrata je suma umnožaka vjerojatnosti i pripadajućih im stopa povrata. Uz potonje za menadžera je bitno da se poznaje standardna devijacija. Ona je mjera disperzije. Ona pokazuje odstupanje od stvarne od očekivane stope povrata. Tako, primjerice, ako dvije vrijednosnice imaju iste stope povrata, a različite standardne devijacije investitor nesklon riziku bira onu s manjom standardnom devijacijom.

2.3.1. Rizici financiranja dionicama

Financiranje dioničkih društava povećanjem kapitala je složen proces koji zahtijeva dobro poznavanje tehnika koje se koriste pri emisiji dionica, različitih pravila koja je potrebno zadovoljiti da bi poduzeće uopće moglo pristupiti tržištima kapitala. Društva također moraju biti spremna na preuzimanje znatnih rizika vezanih za eventualne neuspjehe ovakvog načina prikupljanja potrebnog kapitala.

Povećanje kapitala emisijom novih dionica, može se pojaviti u različitim okolnostima. Uglavnom se razlikuju mlada društva i ona koja imaju dulju povijest. Kada su po srijedi društva s većom ili manjom tradicijom i ugledom, pitanje je žele li povećati kapital kako bi ubrzali rast i širenje, uravnotežili strukturu financiranja ili se lakše suočili s teškoćama poslovanja.
Osim ovih razloga, uobičajeno smatranim kao glavnim, postoje i drugi razlozi. U mladih dioničkih društava postoji visok stupanj discipline i organizacije kojem je strateški cilj osigurati snažan rast utemeljen na novim tehnikama i tehnologijama. Često ih se naziva društvima iz tehnološkog sektora. Ona se uglavnom ili gotovo isključvo obraćaju mogućim dioničarima radi financiranja razvitka. Zahvaljujući njihovima financijskim potrebama, stvoreni su posebni

odjeli sekundarnih tržišta kapitala kao što su npr. engleski Alternative Investment Market i francuski Nouveau marche.

Kako je već istaknuto, dionička društva ne samo da se ne mogu financirati isključivo zaduživanjem, nego ima granica i u kretanju stope zaduženosti. Povećanje vlastitog kapitala, dakle, može biti potaknuto potrebom ponovnog uravnoteženja strukture izvora financiranja poduzeća većim uključivanjem dioničara. Ponovno uravnoteženje financijske strukture veliki značaj ima za društvo opterećeno dugovima dok za društvo koje se brzo razvija ne predstavlja veliki značaj. Iz svega proizlaze različite posljedice za postojeće dioničare, neovisno o tome sudjeluju li oni ili novi dioničari u povećanju kapitala društva. U svakom slučaju, povećanje broja dionica društva, neposredno djeluje u smjeru razvodnjavanja vlasništva i imovine starih dioničara, a na srednji, i pogotovo dulji rok, na isplativost imovine, zbog vjerojatna usporenja rasta dobitka društva.

Postoji više razloga zbog kojih se uprava i dioničari korporacija teže odlučuju za povećanje kapitala putem emisija novih dionica. Između njih ističu se, skupoća, fiskalna diskriminacija, razvodnjavanja vlasništva i imovine te složenost ovog načina financiranja. Preciznije, dioničari snose rizik stjecanja poduzeća i nemaju zajamčen prihod budući da on zavisi od visine dobiti koja je rezidualna varijabla. Zbog toga oni zahtijevaju veću stopu nagrađivanja svoga kapitala. Jasno je da veća stopa nagrađivanja dioničara čini povećanja kapitala najskupljim izvorom financiranja poduzeća. Uz to poduzeća se susreću s rizikom dvostrukog oporezivanja dobiti i dividende za razliku od kamate koja je izvan fiskalnog opterećenja.

2.3.2. Rizici i financiranja obveznicama

Obveznice se smatraju manje rizičnim ulaganjem od dionica. Ulaganje u obveznice kupnjom od emitenta najčešće se drži do dospijeća, za što se redovito dobivaju kuponi tj. kamata, a cijeli iznos ulaganja po dospijeću. Rizik koji je ulagatelj preuzeo (osim rizika inflacije) je taj da izdavatelj obveznica možda neće moći podmiriti svoje obveze, plaćati kamate te isplatiti uloženu glavnicu. To je poznato kao kreditni rizik. Uz financiranje

dugom, kakvo je i financiranje obveznicama, veže se i dodatni rizik koji se odnosi na sposobnost povećanja duga u izvorima financiranja što se veže uz pojam poslovne i financijske poluge.

Poslovna poluga odnosi se na stupanj u kojem se fiksni troškovi koriste u poslovanju tvrtke, drugim riječima, visina poslovne poluge označava udio fiksnih troškova u ukupnim troškovima tvrtke. Upućuje na to da je jedan dio tekućih troškova fiksnog karaktera i kod znatnijih promjena obujma poslovanja. Kao rezultat toga, promjene u obujmu poslovanja ne izazivaju proporcionalne, već intenzivnije promjene dobiti.

Poduzeća s visokom poslovnom polugom (a to su uglavnom kapitalno intenzivna poduzeća) jako su osjetljiva na promjene u visini prodaje. Imaju visoku točku pokrića zbog velikog udjela fiksnih troškova naspram varijabilnih troškova u ukupnim troškovima poduzeća. U slučaju pada prodaje dobitak iz poslovanja (EBIT - earnings before interest and tax) se također smanjuje, ali više nego u proporcionalnom iznosu. Vrijedi i obrnuto, u slučaju da razina prodaje poduzeća prijeđe točku pokrića velik dio dodatnih zarada od prodaje se pretvara u profit zbog relativno malih varijabilnih troškova.

Navedena osjetljivost poduzeća na visinu prodaje što uzrokuje varijabilnost dobitka iz poslovanja (EBIT), a samim tim i povrata na vlastiti kapital (ROE), implicira na veći stupanj poslovnog rizika. Ako se poduzeće s visokom poslovnom polugom odluči na zaduživanje kao izvor financiranja to će još povećati rizik poduzeća jer je preuzelo još jednu fiksnu obvezu – kamate na dug.

Financijska poluga označava odnos dioničkog i zajmovnog kapitala poduzeća, to jest udio duga u strukturi kapitala.

Primjer tome su dvije tvrtke od kojih jedna koristi financijsku polugu, a druga ne. U slučaju tvrtke koja koristi zaduživanje povrat dioničara podložan većim oscilacijama. Ako je dobit iz poslovanja visoka dioničari tvrtke koja se zadužuje dobiti će veći povrat nego dioničari tvrtke koja se ne zadužuje (koristi dug), dok u slučaju lošijeg poslovanja i niže dobiti situacija će biti obrnuta, to jest dioničari tvrtke koja koristi financijsku polugu dobiti će niži povrat nego dioničari tvrtke koja ne koristi financijsku polugu.

2.4. Usporedba različitih izvora financiranja

U usporedbi financiranja putem obveznica, dionica i tradicionalnog bankarskog kredita za potrebe pribavljanja financijskih sredstava važno je znati da svaki od izvora ima svoje prednosti i nedostatke. Možemo zaključiti da će odluka o izboru izvora financiranja ovisiti o prednostima i nedostatcima svakoga od njih te ciljevima poduzeća.
Glavna prednost financiranja dokapitalizacijom tj. emisijom dionica je mogućnost pribavljanja potrebnog kapitala[27]. Na taj se način može prikupiti više sredstava nego što se može dobiti uzimanjem kredit od banaka ili iz drugih sličnih izvora. Individualni investitori na raspolaganju imaju određenu štednju koja sama nije dovoljna za neko poduzeće, ali emisija vrijednosnih papira putem tržišta omogućuje povezivanje individualnih štednji pojedinaca koje kroz ulaganja služe poduzeću za financiranje velikih projekata, podmirenje dugova, restrukturacije i ostale aktivnosti zbog kojih se poduzeće odlučuje na financiranje emisijom.

Posebnost financiranja emisijom dionica je i to što je investitorima važno da su dugoročni vrijednosni papiri tržišni instrumenti koji se mogu preprodavati na sekundarnom tržištu kapitala. Osim toga vrijednosni papiri pružaju i druge mogućnosti poput garantiranja pri zaduživanju. Navedene prednosti povećavaju atraktivnost investiranja u vrijednosne papire, što omogućuje poduzećima prikupljanje potrebnih sredstava.

Druga značajna prednost financiranja dionicama je mobilnost kapitala[28]. U slučaju financiranja na klasičan način tj. uzimanjem kredita događa se to da struktura kapitala gubi mobilnost. Kod emisije dionica, poduzeće može znatno brže i fleksibilnije reagirati na eventualnu potrebu za izmjenom svoje financijske strukture s obzirom na rizik te kontrolu i unosnost postojećeg kapitala.

Osim navedenog financiranje emisijom dionica tj. uključenje poduzeća na tržište kapitala doprinosi tzv. otvaranju kapitala te prilikama za restrukturiranje[29]. Potonje je bitno za

[27] Orsag, S., op. cit., str. 72.
[28] Orsag, S., op. cit., str. 72.
[29] Pojatina, D., Materijali s predavanja –Burze i vrjednosnice, EFST, 2009./2010.

razvijanje cjelokupnog gospodarstva jer razvija prilike za financiranje budućeg rasta poduzeća. Što se tiče restrukturiranja ono je bitno za poslovne kombinacije u slučaju pronalaženja novih tehnologija, novih načina proizvodnje, potom povećanje efikasnosti poduzeća u organizacijskom smislu te investiranja radi ostvarenja što bolje rentabilnosti i sl. Potonje se realizira kroz spajanja, pripajanja te preuzimanja koja podrazumijevaju i neprijateljska preuzimanja konkurenata.

Kao prednost financiranja dionicama ističe se nepostojanje obveze prema investitorima te izostanak više razine transparentnosti u odnosu na financiranje emisijom obveznica ili na druge dužničke izvore financiranje te mogućnost izdavanja različitih vrsta dionica. Kao glavni nedostaci dionica se ističu razrjeđivanje zarada uslijed više emisija, gubitak vlasništva, podcijenjenost dionice na tržištu i sl.

Kao nedostatak financiranja dionicama može se istaknuti to da povećanje kapitala emisijom dionica vodi povećanju obveza informiranja javnosti[30]. To se odnosi na kotaciju vrijednosnih papira na službenim tržištima jer postoje različiti propisi i strogi uvjeti koja poduzeća moraju zadovoljiti da bi kotirala na burzi. Uloga različitih pravila po pitanju transparentnosti od strane emitenata je da se osigura maksimalna javnost investitorima, odnosno malim štedišama koji imaju daleko manju razinu znanja nego što im je potrebna, da bi se zaštitili od negativnih posljedica investiranja u različite vrijednosne papire.

No usprkos tome dolazi do problema asimetričnosti informacija. Problem asimetričnih informacija[31] nastaje iz toga što jedna strana o drugoj ne zna sve što je potrebno za donošenje precizne odluke. Poduzeće koje prikuplja potrebni kapital obično ima bolje informacije o potencijalnim prinosima i rizicima investicijskog projekta, o svrsi u koju će prikupljeni kapital biti upotrijebljen, nego investitor. Nedostatak informacija i problem koji proizlazi iz toga očituje se u dvije vrste problema. Prvi se odnosi na negativnu selekciju i moralni hazard[32].

Financiranje poduzeća putem emisije dionica nosi mnoge troškove. To su troškovi raznih tehničkih, ekonomskih, pravnih i drugih elaborata i usluga, troškovi revizije poslovnih

[30] Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000., str. 96.
[31] Mishkin, F., Eakins, S., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2006., str. 376.
[32] Asimetrične informacije mogu dovesti do kolapsa funkcioniranja financijskih institucija tržišta što se naziva financijska panika. Moralni hazard je problem koji nastaje zbog asimetričnih informacija nakon izvođenja operacije.

knjiga, troškovi prijave vrijednosnica nadležnom organu za kontrolu poslovanja s vrijednosnim papirima, troškovi njihove kotacije, troškovi promocije i propagande emisije, troškovi distribucije vrijednosnih papira, troškovi preuzimanja rizika emisije, tj. tzv. underwriting koju vrše specijalizirani posrednici na tržištu kapitala - investicijski bankari[33].

Nedostatak financiranja izdavanjem dionica je i taj što je vlasnički kapital pod stalnim utjecajem oscilacija i turbulencija na tržištu kapitala pa su vlasnici poduzeća izloženi riziku gubitka kontrole nad poslovanjem.

Jedan od glavnih nedostataka financiranja emisijom dionica je neizvjestan efekt emisije na stavove i percepcije jer se taj potez (tipičnije za zrele tvrtke) može pogrešno protumačiti kao činjenicu da menadžeri smatraju dionice tvrtke precijenjenim. Stoga kada očekuju dobre efekte planiranih investicija i perspektivno poslovanje tvrtke, menadžeri će preferirati financiranje obveznicama tj. dugovnim instrumentima kako povećanu zaradu ne bi morali dijeliti s novim dioničarima. Upravo iz tih razloga investitori emisiju obveznica smatraju signalom dobrog poslovanja i dobre perspektive tvrtke.

Kod analize prednosti i nedostataka financiranja putem emisije dionica ne smije se zanemariti pritisak investitora na menadžment za ostvarivanje povoljnih poslovnih rezultata. To ih sputava jer ograničava djelovanje u upravljanju kapitalom, te nerijetko vodi zloporabi položaja. Potonje se odnosi na odavanje povjerljivih informacija kako bi se ostvarila zarada u cijeni dionica. Dolazak do informacije prije nego ista bude dostupna na tržištu omogućuje reakciju prije svih ulagača. To jedan od nedostataka koji se javlja s emisijom dionica na burzi. Konačno se može istaći da financiranje emisijom dionica ima mnogo prednosti ali i nedostataka koji mogu nadići pozitivne efekte.

Obveznice, kao najmanje rizični izvori financiranja, imaju najviše prednosti. Obveznice odlikuje i manji troškovi izdanja u odnosu na emisiju dionica. Kod izdavanja obveznica u ulozi aranžera se javljaju poslovne banke. Osim u ulozi aranžera, one se mogu pojaviti i kao pokrovitelji izdanja korporativnih obveznica. U tom slučaju banka otkupljuje sve obveznice, dakle poduzeće, neovisno o interesu i prodaji svojih obveznica na primarnom tržištu, dobiva od banke novac koji planira prikupiti emisijom. To znači da sama banka

[33] Mishkin, F., Eakins, S., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2006., str. 383.

snosi rizik prodaje i preprodaje obveznica. Stoga je i razumljivo da prije sklapanja takvog posla, banka ocjenjuje kreditni rizik kompanije, posebno ako ne uzima u zalog imovinu. Pokrovitelji izdanja obveznica su najčešće u jedna ili više poslovnih banaka, koje procjenjuju prikladnost pojedine tvrtke za izdavanje korporativnih obveznica.

Kao ostale prednosti obveznica se mogu istaći i pozitivan marketinški rezultat koji se stvara uslijed potrebe za transparentnošću prema investitorima. Kao nedostaci obveznica ističu se visoka osjetljivost cijene na promjene faktora poput kamata te općenito utvrđivanje cijene na tržištu, dugi rok dospijeća, veća potreba od strane tržišta te troškovi realizacije.

Krediti kao dužnički izvor financiranja ima najmanje prednosti koje su uvjetovane dodatnim zahtjevima da bi se iskoristili efekti istih. To se odnosi na snagu i sposobnost poduzeća u saniranju duga te razvoju odnosa s bankom. Kreditno financiranje kod banaka ograničeno je iznosom te ne ostavlja prostor fleksibilnosti. U slučaju bankovnog kreditiranja poduzeća povećaju transparentnost prema vjerovniku.. Prednosti kredita spram vlasničkog kapitala su u tome jer su kamate porezno odbitna stavka te je transparentnost ograničena samo put vjerovnika. Nedostatak je trošak kamate, obveza otplate te regulacija strogim uvjetima ugovora o kreditu[34].

Na temelju iznesenih prednosti i nedostataka različitih izvora financiranja, prikazanih na slici 1, uočava se da najmanje prednosti ima financiranje kreditima. Obveznice i dionice kao izvori financiranja imaju podjednako prednosti. Izbor između dionica i obveznica najviše ovisi o položaju poduzeća tj. da li se ono nalazi u fazi prosperiteta ili ne. Kada je poduzeće u fazi prosperiteta tada neki nedostaci financiranja emisijom dolaze do izražaja jer dolazi do razrjeđivanja zarada i potrebna je dodatna transparentnost poslovanja. Osim toga u takvim razdobljima emisija dionica na tržištu može biti shvaćena kao dobra prilika za poboljšanje trenutne pozicije poduzeća,. Stoga je u fazi prosperiteta pogodnije financiranje obveznicama, a u suprotnom dionicama.

[34] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, V. Izdanje, RRiF, Zagreb, 2012., str.156.

	Prednosti	Nedostaci
Obveznice	- Mogućnost ostvarivanja znatno većih iznosa; - Kreiranje / širenje nebankovne investitorske baze te time lakše pribavljanje veće količine sredstava; - Marketinški efekti transparentnosti poslovanja na tržištu i eksponiranosti izdavatelja; - Mogućnost trgovanja / upravljanja vlastitim dugom na tržištu; - Dugoročni krediti se teže dobivaju i kamatne stope na njih su vrlo visoke; - Smanjuje se izloženost prema pojedinoj poslovnoj banci; - Najčešće se provodi bez kolaterala; - Mogućnost da obveznice koriste razne opcije kojima se povećava njihova atraktivnost; - Likvidnost na sekundarnom tržištu kapitala.	- Cijene se utvrđuju na tržištu - Dulji vremenski period do realizacije; - Obvezatna transparentnost poslovanja prema javnosti; - Administrativni troškovi izdavanja;
Krediti	- Bilateralni dogovor uvjeta financiranja pod okriljem ukupnog odnosa banke i klijenta; - Veća fleksibilnost u slučaju gašenja duga; - Brža realizacija.	- Manji iznosi; - U slučaju većih iznosa popunjavanje limita kod banke, te općenito upitnost raspoloživosti limita; - Statična / oskudna investitorska baza; - Izostanak marketinških efekata.
Dionice	- Nema duga prema financijerima (dioničarima); - Manji administrativni troškovi izdavanja; - Mogućnost ostvarivanja većih iznosa; - Niža razina naknada koju financijeri očekuju; - Mogućnost financiranja na dugi rok uz povoljnije uvjete; - Nisu potrebne promjene u odnosu na dosadašnju transparentnost poslovanja prema javnosti; - Mogućnost izdavanja više vrsta dionica uz različite pogodnosti.	- Prenošenje vlasništva nad tvrtkom u slučaju izdavanja redovnih dionica; - Moguće promjene u vlasničkoj strukturi; - Opasnost od tržišne deprecijacije dionica; - Mogućnost smanjenja tržišne atraktivnosti i stabilnosti dionica.

Slika 1: Prednosti i nedostaci izvora financiranja

Izvor: Obrada autora: Jugović, A., Bistričić, A., Debelić, B., Instrumenti financiranja lokalnih javnih projekata (savjetovanje – konferencija), Zagrebačka banka i PBIRO, PBIRO, Rijeka, 2007.

Koji od izvora će poduzeće izabrati ovisi o mnogo faktora kao što su: položaj i ciljevi poduzeća, trendovi u okruženju i očekivanja, kao i prednostima i nedostacima svakog od izvora. Izbor izvora financiranja se razlikuje s obzirom da li je poduzeće trenutno u prosperitetu ili je u fazi stagnacije pa se s tim u skladu rangiraju i izvori različitim slijedom.[35]

[35] Orsag, S., Vrijednosni papiri; Investicije i instrumenti financiranja, Revicon, Sarajevo, 2011., str. 562.

Ako se poduzeće nalazi u razdoblju uspona i napretka najbolje je da se financira klasičnim obveznicama, a potom konvertibilnim dok je opcija financiranja običnim dionicama tek na trećem mjestu. Obveznice su najpovoljnije jer emisija obveznica ne uzrokuje razrjeđivanje zarada kao što je slučaj s emisijom dionica. Emisija obveznica tako ne može dovesti ni do tzv. agencijskog (sukob interesa menadžera i dioničara) problema. Također obične obveznice, za razliku konvertibilnih obveznica ne vode pritiscima koji mogu prouzročiti skupu konverziju kada je poduzeće u usponu.

Kada se poduzeće nalazi u lošoj poziciji tada je najpoželjnije je financirati se običnim dionicama jer one ne nameću obvezu nikakvih isplata kao obveznice po pitanju kupona te konvertibilne obveznice koje mogu, ako tvrtka dođe u situaciju otežanih isplata kupona tj. kamata na obveznice, potaknuti imatelje na konverziju. Zbog svega toga financiranje običnim obveznicama je tek na trećem mjestu ako je tvrtka u lošoj poziciji jer one obvezuju tvrtku na redovne isplate kamata što može uzrokovati ozbiljne probleme s likvidnošću i gurnuti poduzeće s problemima u stečaj.

Glavni nedostaci i argumenti protiv financiranja dokapitalizacijom jesu razvodnjavanje vlasništva i zarada te sve veći rizici koje u konačnici snose dioničari. Također tu je i problem dvostrukog oporezivanja dobiti i dividende, što nije slučaj s kamatama koje se javljaju kod financiranja dugom. Kada su u pitanju dužnički papiri tu je stanje također skromno što će biti detaljnije prikazano kroz stanje na tržištu kapitala u nas.

3. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

3.1. Osnovni podaci o Zagrebačkoj burzi

Zagrebačka burza je poslije Prvog svjetskog rata otvorena 4. lipnja 1919. i to prvo njen Efektni odjel. Robni odjel započeo je s radom 1. kolovoza 1919., a Obrtnički burzovni sud tek od rujna 1919. Tada je burza bila podređena Ministarstvu trgovine i industrije imajući sva prava korporacije i samostalnog uređenja. Takvo uređenje imalo je svrhu olakšati realizaciju trgovačkog prometa svakovrsne robe, vrijednosnih papira, mjenica, novca (deviza i valuta) i plemenitih kovina. Nadzor nad Burzom imao je povjerenik postavljen od Ministarstva trgovine i industrije.

Obnova Burze u Hrvatskoj uslijedila je tek 1991. godine, kada je 25 banaka i 2 osiguravajuća društva utemeljilo Zagrebačku burzu kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Tu funkciju Zagrebačka burza ima i danas. Od početnih dvadeset pet članova (brokerskih kuća), rastom i razvojem trgovanja broj se povećao na četrdesetak aktivnih trgovaca: banaka i privatnih brokerskih kuća. U samim počecima trgovalo se na velikim dražbama koje su organizirane u sjedištu Burze na Ksaveru i na kojima su svi brokeri bili fizički prisutni. Godine 1994. uveden je elektronički trgovinski sustav koji omogućava da brokeri članovi Burze budu telekomunikacijski povezani i trguju na Burzi ne napuštajući svoje urede diljem Hrvatske[36].

Godine 2007. došlo je do konsolidacije hrvatskog tržišta kapitala i pripajanja Varaždinske burze Zagrebačkoj. Novonastale okolnosti, koje su rezultirale velikim brojem uvrštenih vrijednosnih papira, kao i povećanim volumenom trgovanja, ali i prirodan razvoj tržišta kapitala, jačanje investicijske klime i velik interes svih sudionika tržišta za novim financijskim proizvodima ukazali su na potrebu implementiranja novog sustava koji će moći zadovoljiti potrebe mladog, ali izuzetno brzo rastućeg hrvatskog tržišta. Nova trgovinska platforma švedskog OMX-a. Koliko se brzo razvijalo dioničarstvo i burzovna trgovina u nas najbolje je vidljivo iz podatka da je u prvih pet godina nakon uvođenja

[36] Zagrebačka burza – ZSE, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=64271, [28.07.2016.]

elektroničkog sustava trgovanja, dakle od 1995. pa do 2000. godine, vrijednost tržišta Zagrebačke burze narasla gotovo 10 puta (982.6%)[37].

Zagrebačka burza vrlo je aktivna i na međunarodnom planu: osnivač je i član Federacije Euro-Azijskih burzi i dopisni član Federacije Europskih burzi. Značajnu suradnju u domeni izrade načela korporativnog upravljanja ostvarila je s Organizacijom za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD), a u pojedinim projektima Zagrebačke burze sudjelovali su ili bili konzultirani djelatnici Londonske i Pacifičke burze te stručnjaci američkog SEC-a[38].

Trgovina vrijednosnim papirima (dionicama i obveznicama) na Zagrebačkoj burzi odvija se putem elektroničkog trgovinskog sustava. Brokerske kuće, članice Burze, povezane su posebnim telekomunikacijskim vezama sa sjedištem Burze i unose naloge za kupnju ili prodaju izravno iz svojih ureda te zaključuju transakcije s ostalim brokerima. Dakle, ne postoji jedno fizičko mjesto (tradicionalni *floor*) gdje se odvija trgovina vrijednosnim papirima, već ona teče putem elektronički povezanih trgovaca. Svi brokeri članovi imaju pristup trgovinskom sustavu u realnom vremenu (bez vremenskog kašnjenja/pomaka) kako bi bili u jednakom položaju glede istodobnog primanja informacija o trenutačnoj ponudi vrijednosnih papira. Trgovina je otvorena svakim radnim danom od 10:00 do 16:00 sati, osim praznicima koji su navedeni na internetskim stranicama Burze, a rezultati trgovine i dnevne cijene dionica dostupni su svim zainteresiranima putem dnevnog tiska, specijaliziranih kuća za distribuciju financijskih informacija kao i na Burzinim internetskim stranicama te pomoću specijaliziranog sustava za distribuciju burzovnih informacija imenom ZSE Monitor[39].

Na Zagrebačkoj se burzi trguje dionicama, obveznicama te strukturiranim vrijednosnim papirima. Glavni indeksi su Crobex i Crobis. Crobex je službeni indeks Zagrebačke burze d.d. Počeo se objavljivati 1. rujna 1997. godine. Bazni datum je 1. srpnja 1997. godine, a bazna vrijednost 1.000. To je indeks vagan na osnovi 'free float' tržišne kapitalizacije, pri čemu je težina pojedine dionice ograničena na 10%. Ako se nekom od dionica koje sačinjavaju CROBEX® nije trgovalo predmetnog dana, uzima se zadnja cijena. Računa se

[37] Zagrebačka burza – ZSE, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=26, [28.07.2016.]
[38] Zagrebačka burza – ZSE, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=26, [28.07.2016.]
[39] ZSE Monitor sustav je za distribuciju burzovnih informacija u realnom vremenu putem interneta. Korisniku omogućava pristup informacijama o ukupnom trgovanju i uvid u trenutačno kretanje cijena bez odgode, *on-line*.

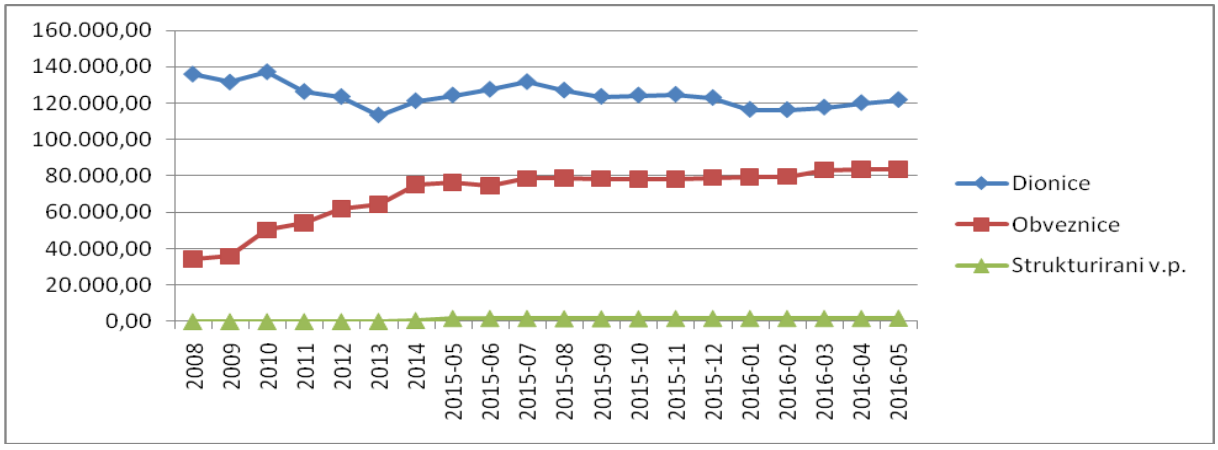
kontinuirano tijekom trgovine koristeći zadnje cijene[40].

Crobis je službeni obvezнički indeks Zagrebačke burze koji se počinje objavljivati 1. listopada 2002. godine. Kao bazni datum utvrđen je 30. rujna 2002. godine, a bazna vrijednost postavljena je na 100 bodova. On je cjenovni indeks vagan na osnovu tržišne kapitalizacije, pri čemu težina pojedine obveznice u indeksu ne može prijeći 35%[41].

3.2. Kretanja i promet na ZSE

Kretanja na ZSE su pod utjecajem turbulencija i trendova u gospodarstvu zemlje ali i onih u okruženju tj. na tržištima i u gospodarstvima zemalja regije i svijeta. Razlog za to je otvorenost gospodarstva, kotiranje velikih poduzeća na stranim tržištima kapitala te ovisnost hrvatskog gospodarstva kroz bilateralne odnose i vanjsku trgovinu prema drugim zemljama. Promet i povjerenje investitora je jačalo sve do kraja 2008. što se vidi u trendu prometa na ZSE, nakon čega zbog krize slijede korekcije, a kao posljedica produbljivanja iste u domaćoj ekonomiji i do sporog oporavka prometa i povratka optimizma ulagača. Opisana kretanja vidljiva su na grafikonu 1 koji prikazuje promet pojedinom kategorijom vrijednosnica od 2008. godine.

Grafikon 1: Kretanje prometa od 2008. na ZSE



Izvor: Na temelju povijesnih podataka sa ZSE, Periodična izvješća trgovanja, http://zse.hr/default.aspx?id=178, [01.08.2016.]

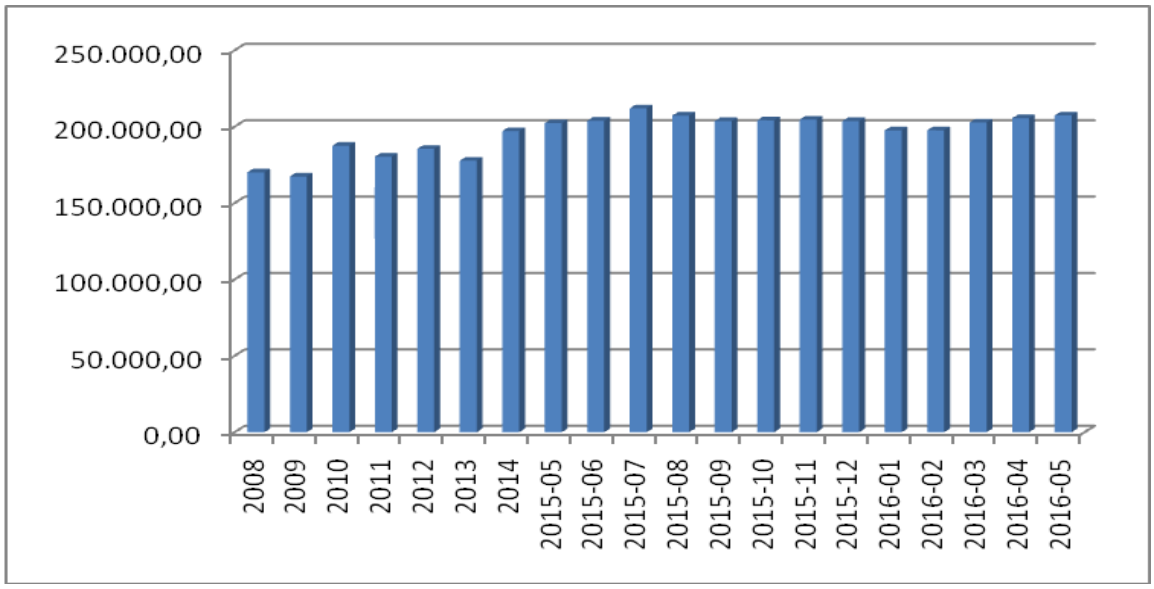
S grafikona 1 je vidljivo da promet dionicama opada od 2009. tj. od krize kojoj je

[40] Zagrebačka burza – ZSE, dostupno na http://zse.hr/default.aspx?id=9985, [28.07.2016.]
[41] Zagrebačka burza – ZSE, dostupno na http://zse.hr/default.aspx?id=9985, [28.07.2016.]

prethodilo razdoblje prosperiteta i optimizma investitora. Blagi oporavak je vidljiv od druge polovice 2015. koji prekida trend već u trećem kvartalu iste godine uslijed brojnih gospodarskih previranja kako na globalnoj razini tako i u regiji (EU, Grčka). Minimalne oporavke bilježi tijekom budućih razdoblja ali se ne oporavlja znatno zbog internih problema i političkih previranja u zemlji. Promet je u svibnju ove godine i dalje na razini nakon značajne korekcije koju je prouzročila kriza[42].

S grafikona 2, ukupnog prometa, uočava se da se on značajno ne mijenja na ukupnoj razini izuzev korekcije u razdoblju krize. Posljedica toga je pad prometa jedne vrste vrijednosnica, a rast prometa druge vrste vrijednosnica. To bi ukazivalo da je u razdoblju pada gospodarstva raslo financiranje obveznicama što i nije u skladu s teorijskim spoznajama. Međutim važno je istaći da je u prikazu prometa uključen sav promet kako prva emisija tako i promet sekundarnog tržišta. Stoga da bi se detaljnije analizirala sklonost financiranja poduzeća razmotriti će se struktura i broj dokapitalizacija te emisija obveznica Zagrebačke burze.

Grafikon 2: Ukupni promet na ZSE



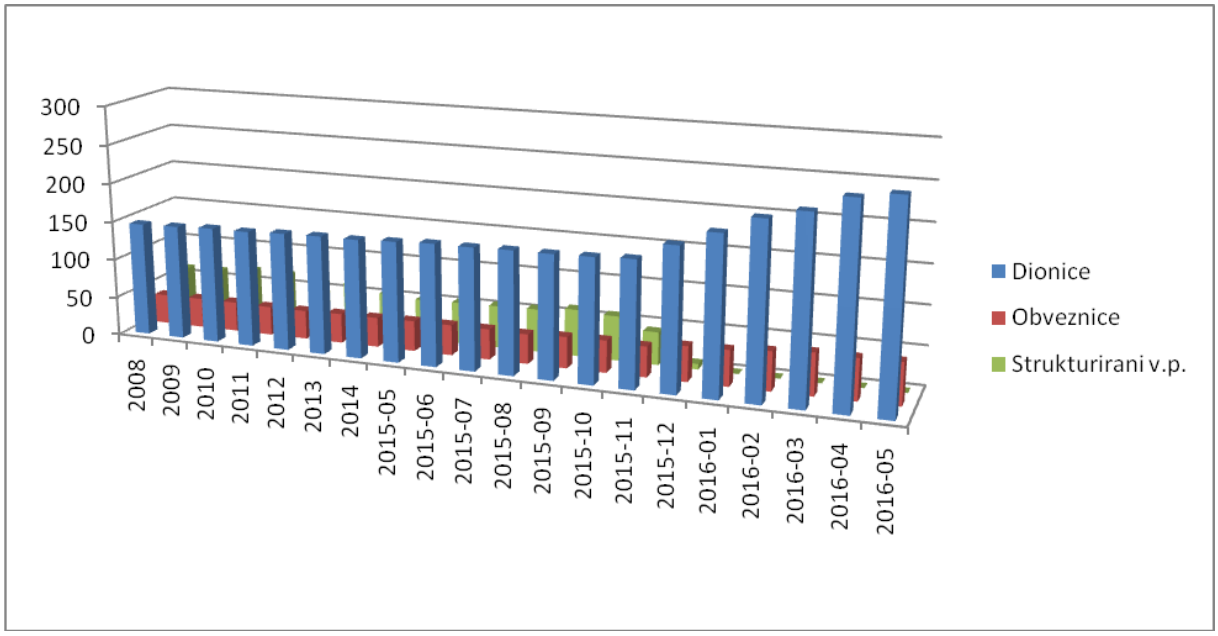
Izvor: Na temelju povijesnih podataka sa ZSE, Periodična izvješća trgovanja, http://zse.hr/default.aspx?id=178, [01.08.2016.]

Analiza strukture broja uvrštenih dionica emisijom te obveznica (grafikon 3) ukazuje da se broj uvrštenih dionica povećavao od razdoblja krize dok se broj emisija obveznica

[42] Hrvatska gospodarska komora, Kretanja na Zagrebačkoj burzi, dostupno na: http://www.hgk.hr/sektor-centar/centar-makroekonomija/kretanja-na-zagrebackoj-burzi, [01.08.2016.]

povećavao ali po manjoj stopi. Broj strukturiranih vrijednosnih papira je smanjen. Dakle, iako je promet opadao, što je posljedica krize jer su padale vrijednosti tj. cijene dionica i obveznica, broj emisija je rastao što je pokazatelj da su poduzeća u razdoblju krize posezala za dionicama i obveznicama spram kredita kao skupljih izvora financiranja. Također privlačniji izvor financiranja su bile dionice nego obveznice upravo zbog toga što obveznice nameću obvezu isplate kupona i glavnice po dospijeću te imaju prednost kod isplate likvidacijske mase u slučaju poteškoća i gašenja poduzeća. Ako se promotre stope promjene broja novih emisija dionica i obveznica uočava se da su dionice rasle po bržoj stopi od obveznica. Potonje je vidljivo u tablici 1.

Grafikon 3: Kretanje broja uvrštenih emisija vrijednosnih papira na ZSE



Izvor: Na temelju povijesnih podataka sa ZSE, Periodična izvješća trgovanja, http://zse.hr/default.aspx?id=178, [01.08.2016.]

Tablica 1: Kretanje broja emisija i relativna promjena dionica i obveznica

Razdoblje	Dionice	% promjena	Obveznice	% promjena
2008.	146		38	
2009.	147	0,6849%	38	0,0000%
2010.	149	1,3605%	38	0,0000%
2011.	149	0,0000%	37	-2,6316%
2012.	151	1,3423%	37	0,0000%
2013.	152	0,6623%	38	2,7027%
2014.	152	0,0000%	38	0,0000%
2015.-05	154	1,3158%	39	2,6316%
2015.-06	156	1,2987%	39	0,0000%
2015.-07	156	0,0000%	39	0,0000%
2015.-08	157	0,6410%	38	-2,5641%
2015-09	157	0,0000%	40	5,2632%
2015.-10	158	0,6369%	41	2,5000%
2015.-11	160	1,2658%	39	-4,8780%
2015.-12	181	13,1250%	45	15,3846%
2016.-01	200	10,4972%	46	2,2222%
2016.-02	221	10,5000%	50	8,6957%
2016.-03	233	5,4299%	54	8,0000%
2016.-04	253	8,5837%	53	-1,8519%
2016.-05	260	2,7668%	54	1,8868%

Izvor: Na temelju povijesnih podataka sa ZSE, Periodična izvješća trgovanja, http://zse.hr/default.aspx?id=178, [01.08.2016.]

Zaključno se može reći da je kriza utjecala na tržište kapitala jer je smanjena vrijednost prometa (grafikon 1 – smanjen promet dionicama) putem korekcija cijena ali ne i broj emisija jer je on rastao kako su krediti uoči krize postali skuplji izvor financiranja. U takvoj situaciji poduzeća su birala najprije dionice jer su osiguravale prikupljanje sredstava za investicije mada su i bile podcijenjene. Ograničenje je bilo dakle to što nisu mogle privući možda dostatne iznose sredstava te se emitiralo i više dionica. U razdoblju krize poduzeća nisu morala isplaćivati dividende i malo koje je to činilo. Uz dionice su posezali za obveznicama koje nameću obvezu isplate kupona, ali u razdoblju krize i to je bio bolji izvor financiranja u usporedbi s kreditima banaka.

Nadalje ako se promotri struktura emitenata obveznica, u tablici 2, uočava se da su emitenti u razdoblju krize uglavnom bile lokalne vlasti i Ministarstvo financija, a manje

korporacije. To ukazuje da su dionice ipak bile prvi izbor poduzećima za financiranje. U strukturi emitenata obveznica uočava se da je svega trinaest poduzeća od kojih su čak tri u državnom vlasništvu (HEP, HP, Jadrolinija) što ih čini sličnima lokalnoj samoupravi. Iz toga se uviđa da hrvatska poduzeća nisu sklona financiraju obveznicama. Financiranje malih poduzeća se realizira kroz kredite kod banaka i dobavljača dok se velika poduzeća financiraju i dionicama te obveznicama. Kretanje kredita varira ali se udio kredita u strukturi izvora financiranja smanjuje u razdoblju krize. Smanjenje kredita kao izvora financiranja posljedica je i gašenja malih poduzeća u čijim izvorima taj izvor financiranja i dominira[43]. Prema podacima HNB-a u 2014. godini ostvaren je pad kreditne aktivnosti usmjerene prema ostalim domaćim sektorima. Plasmani kreditnih institucija domaćim sektorima (na računajući središnju državu) u 2014. su se realno smanjili za 3,0%, što je najveće smanjenje plasmana na godišnjoj razini od početka krize[44].

Tablica 2: Struktura emitenata obveznica ZSE

Simbol	Izdavatelj	Broj izdanih	Nominala	Datum uvrštenja
ATGR-O-169A	Atlantic Grupa d.d.	115000000	1,00 HRK	18.1.2012
ATGR-O-216A	Atlantic Grupa d.d.	200000000	1,00 HRK	17.6.2016
DLKV-O-302A	Dalekovod d.d.	16177185	1,00 HRK	3.2.2015
DLKV-O-302E	Dalekovod d.d.	1235713	1,00 EUR	3.2.2015
FNOI-D-167A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999
FNOI-D-171A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999
FNOI-D-177A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999
FNOI-D-181A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999

[43] Prema podacima HNB-a, dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/122236/h-gi-2014.pdf/b607913c-e6fb-40a2-a023-41552635090b, [19.06.2016.]

[44] Prema podacima HNB-a, dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/122236/h-gi-2014.pdf/b607913c-e6fb-40a2-a023-41552635090b, [19.06.2016.]

FNOI-D-187A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999
FNOI-D-191A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999
FNOI-D-197A	Fond za naknadu oduzete imovine	5908013	5,11 EUR	10.12.1999
GDRI-O-167A	Grad Rijeka	24574513	1,00 EUR	19.7.2006
GDST-O-177A	Grad Split	8200000	1,00 EUR	8.8.2008
GROS-O-17AA	Grad Osijek	25000000	1,00 HRK	5.11.2007
GRVI-O-17AA	Grad Vinkovci	42000000	1,00 HRK	25.10.2007
HEP-O-17CA	Hrvatska elektroprivreda - dioničko društvo	700000000	1,00 HRK	31.12.2007
HOTR-O-173A	Hospitalija trgovina d.o.o. za trgovinu i usluge	7715000	1,00 EUR	7.2.2011
HP-O-19BA	HP-Hrvatska pošta d.d.	400000000	1,00 HRK	18.2.2015
IGH-O-176A	Institut IGH d.d.	10000000	1,00 EUR	23.7.2013
INGR-O-11CA	Ingra d.d.	162425661	1,00 HRK	7.12.2006
JDGL-O-20CA	JADRAN - GALENSKI LABORATORIJ d. d.	200000000	1,00 HRK	29.3.2016
JRLN-O-17AA	Jadrolinija	11000000	1,00 EUR	25.2.2013
MTEL-O-137A	Metronet telekomunikacije d.d.	19800000	1,00 EUR	23.10.2009
NFDA-O-AA0A	NETA Capital Croatia d.d.	1530000	1,00 HRK	5.12.2014
OPTE-O-142A	OT-OPTIMA TELEKOM d.d.	250000000	1,00 HRK	6.8.2015
RHMF-O-167A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	3500000000	1,00 HRK	25.7.2011
RHMF-O-172A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	5500000000	1,00 HRK	9.2.2007
RHMF-O-17BA	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	4000000000	1,00 HRK	26.11.2010

RHMF-O-187A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	6000000000	1,00 HRK	11.7.2013
RHMF-O-19BA	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	1000000000	1,00 EUR	30.11.2004
RHMF-O-203A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	5000000000	1,00 HRK	9.3.2010
RHMF-O-203E	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	1000000000	1,00 EUR	9.3.2010
RHMF-O-227E	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	1000000000	1,00 EUR	25.7.2011
RHMF-O-247E	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	1400000000	1,00 EUR	11.7.2013
RHMF-O-257A	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	6000000000	1,00 HRK	13.7.2015
RHMF-O-26CA	Ministarstvo financija Republike Hrvatske	10000000000	1,00 HRK	17.12.2015
RIBA-O-177A	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	80000000	1,00 EUR	21.7.2011
RIBA-O-17BA	Erste&Steiermärkische Bank d.d.	300000000	1,00 HRK	4.2.2013

Izvor: Izrada autora na temelju podataka sa ZSE

4. ZAKLJUČAK

Financiranje je ključan segment upravljanja poslovanjem stoga su odluke financijskih menadžera jako bitne te prije njihova provođenja su potrebne mnoge analize jer iste ostavljaju dalekosežne i dugoročne posljedice.

Teorijske spoznaje ističu razna pravila i poželjna ponašanja ali ipak, kod izbora izvora financiranja poduzeća trebaju preispitati svoj položaj, perspektive, ciljeve te ocijeniti snagu i isplativost projekata i poslova koje financiraju. Jasno je da ulaganje u dugotrajnu imovinu neće financirati iz kratkoročnih izvora jer bi tada nastavio veliki nesklad tj. jaz priljeva od te imovine do njezina puštanja u funkciju i korištenja te dosezanja razine generiranja prihoda te plaćanja dospjelih obveza po kreditima za istu.

Dakle, iz teorijskih spoznaja uloge izbora izvora financiranja može se istaći da je poželjno dugoročnu imovinu i projekte financirati iz dugoročnih izvora, a obrtni kapital iz kratkoročnih.

Nakon toga se treba definirati koje izvore (bilo dugoročne ili kratkoročne izabrati). Tu na raspolaganju poduzećima stoje vlastiti i tuđi izvori. Poduzeća trebaju biti svjesna da likvidna sredstva po računima uvijek trebaju čuvati za neizvjesna razdoblja i ključne tekuće obveze poput plaća i materijala bez kojih djelatnost staje. Nadalje poduzeće kod izbora dužničkih i vlastitih izvora treba voditi brigu o trošku financiranja te prednostima i nedostacima svakog od njih. Kao vlastiti izvori ističe se emisija dionica, a tuđi emisija obveznica. Obje ove vrste izvora financiranja nameću uključivanje na tržište kapitala.

Na temelju iznesenog u ranijim poglavljima može se zaključiti da usprkos tome što je svako poduzeće individualno i treba djelovati u skladu s trenutnim položajem i ciljevima te perspektivama postoje određena pravila kod rangiranja i izbora izvora financiranja.

Kada se poduzeća odlučuju na financiranje obveznicama ili na emisiju u svrhu prikupljanja sredstava za financiranja projekata razvoja trebaju se voditi sljedećim strategijama izbora vrijednosnica za financiranje. Ako je poduzeće u periodu uspona na prvom mjestu izvora jesu klasične obveznice, a potom konvertibilne te na posljetku obične dionice. Kada se poduzeće nalazi u periodu usporavanja najpoželjnije je da se financira

običnim dionicama potom konvertibilnim obveznicama, te na posljetku običnim obveznicama. To je stoga jer plasman konvertibilnih obveznica ili klasične dodatne emisije dionica dovode do razrjeđivanja zarada po dionici ako se ne radi o prodaji dionica postojećim dioničarima preko prava predupisa.

U Hrvatskoj se većina (sva mala i većina srednje velikih poduzeća) poduzeća financiranju kreditima banaka i dobavljača jer nemaju pristup tržištu kapitala. Po pitnaju pristupa malih i srednjih poduzeća tržištu kapitala bilo je rasprava te je pokrenut projekt otvaranja burze malim poduzećima u suradnji s Europskom bankom za obnovu i razvoj.[45]

Pristup tržištu kapitala, za sada je ipak rezerviran samo za velika poduzeća. U slučaju srednjih i velikih poduzeća se povećava u strukturi izvora udio financiranja dionicama i obveznicama u odnosu na kredite banaka. To je vidljivo iz prezentiranih podataka, a trend je posljedica toga što se u razdoblju krize povećano financiranje dionicama i obveznicama.

Ipak, analiza prometa i broja novih emisija te tržišta kapitala općenito ukazuje da poduzeća još uvijek nisu u potpunosti prihvatila sve mogućnosti koje pristup tržištu kapitala nudi. To je posljedica nedostatne razvijenosti tržišta kapitala u nas, ali i stavova investitora o skrivenim ciljevima emisije dionica tj. financiranja dionicama van primarne emisije za prikupljanje kapitala.

Kako bi se povećala aktivnost i pristup tržištu kapitala potrebno je da se poduzeća prilagode po pitanju zahtjeva za transparentnošću te da investitori vrate povjerenje koje je narušeno dosadašnjim privatizacijama te emisijama sa skrivenim ciljevima. Također se trebaju unaprijediti neke druge odlike za sudjelovanje na tržištu kapitala poput pristupa i pogodnosti što će omogućiti poduzećima lakše pribavljanje potrebnog kapitala, nerijetko po povoljnijim uvjetima od kredita sa visokim kamatnim stopama ili samofinanciranja koje je ipak ograničen izvor financiranja u odnosu na sredstva potrebna poduzećima.

Iako su do sada dominirali krediti, sve više poduzeća postaju dionička društva te su spremna za uključivanje na tržište kapitala. To doprinosi razvoju tržišta kapitala i usmjerava štednje, a poduzećima otvara dodatni prostor za prikupljanje sredstava. Uz

[45] Prema obavijestima o novostima sa stranica ZSE, dostupno na: http://zse.hr/default.aspx?id=70181, [05.09.2016.]

dionice sve su popularnije i obveznice iako je tržište obveznica manje razvijeno i trebati će više vremena da bi doseglo razinu dioničkog.

LITERATURA

Knjige:

1. Buljan, I., Poslovne financije, Međimursko veleučilište Čakovac, 2014.
2. Mishkin, F., Eakins, S., Financijska tržišta + institucije, Mate, Zagreb, 2006.
3. Orsag, S., Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb, 1997.
4. Orsag, S.: Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Institut za javne financije, Zagreb, 1994.
5. Pojatina, D., Tržište kapitala, Ekonomski fakultet Split, Split, 2000.
6. Pojatina, D., Materijali s predavanja –Burze i vrjednosnice, EFST, 2009./2010.
7. Prohaska, Z., Upravljanje vrijednosnim papirima, Poslovna knjiga, Infoinvest, Zagreb, 1992.100
8. Parker, R., M., Mathematics of Finance,Prentice-Hall, Inc., 1956.
9. Vidučić, Lj., Financijski menadžment, RRiF-plus, Zagreb, 2006.

Internet izvori:

1. http://zse.hr/default.aspx?id=26476, [19.06.2016.]
2. https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce
3. https://www.hnb.hr/documents/20182/122236/h-gi-2014.pdf/b607913c-e6fb-40a2-a023-41552635090b, [13.06.2016.]
4. http://www.dzs.hr/Hrv_Eng/ljetopis/2015/sljh2015.pdf, [12.06.2016.]
5. http://www.rbainvest.hr/travnju-nastavljen-trend-godisnjega-pada-kredita-poduzecima-obrtna-sredstva-investicije-rss_vijest-7151/, [11.06.2016.]
6. https://www.hnb.hr/documents/20182/122236/h-gi-2014.pdf/b607913c-e6fb-40a2-a023-41552635090b, [19.06.2016.]
7. Zakon o izdavanju i prometu vrijednosnim papirima, NN 107/95, dostupno na: http://narodne-novine.nn.hr/default.aspx, [12.06.2016.]

Popis tablica i grafikona

Tablica 1: Kretanje broja emisija i relativna promjena dionica i obveznica 29
Tablica 2: Struktura emitenata obveznica ZSE 30

Grafikon 1: Kretanje prometa od 2008. na ZSE..... 26
Grafikon 2: Ukupni promet na ZSE 27
Grafikon 3: Kretanje broja uvrštenih emisija vrijednosnih papira na ZSE 28

SAŽETAK

Odluke o financiranju jesu skup vrlo bitnih odluka koje donose financijski menadžeri. Poduzeća se mogu financirati iz vlastitih i tuđih izvora. Vlastito financiranje jest financiranje iz zadržane dobiti dok financiranje iz tuđih izvora obuhvaća financiranje emisijom vrijednosnih papira (dionica i obveznica) te financiranje kreditima. Tuđi izvori financiranja su dužnički izvori financiranja tu spadaju krediti i dužnički vrijednosni papiri. Izbor o vrsti izvora financiranja ovisit će o prednostima i nedostatcima pojedinog izvora, trenutnom položaju poduzeća te ciljevima i očekivanjima poduzeća. Odluke o financiranju mogu se donositi odvojeno od odluka o investiranju ali za kvalitetno i homogeno upravljanje bitno je da su iste povezane .

KLJUČNE RIJEČI : financiranje,ulaganje,dionice,obveznice,kredit

SUMMARY

Funding decisions are a set of very important decisions made by financial managers. Firms can be financed from its own and external sources. Self-financing is financing from retained earnings while funding from other resources includes financing by issuing securities (stocks and bonds) and funding loans. Other people's sources of financing are debt funding sources that include loans and debt securities. The choice of the source of funding will depend on the advantages and disadvantages of each source, the current position of the company and the objectives and expectations of the company. Funding decisions can be made separately from decisions on investments or for quality and homogeneous management, it is important that they are related.

KEY WORDS : planning,investment,stock,securities,credit