

# Dugoročno financiranje

---

**Herceg, Gabriela**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2017**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Dubrovnik / Sveučilište u Dubrovniku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:155:428261>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-11-20**



**SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU**  
UNIVERSITY OF DUBROVNIK

*Repository / Repozitorij:*

[Repository of the University of Dubrovnik](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
STRUČNI STUDIJ FINANCIJSKI MENADŽMENT

GABRIELA HERCEG  
DUGOROČNO FINANCIRANJE  
ZAVRŠNI RAD

Dubrovnik, rujan 2017.godine

SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
STRUČNI STUDIJ FINANCIJSKI MENADŽMENT

GABRIELA HERCEG  
DUGOROČNO FINANCIRANJE  
ZAVRŠNI RAD

Predmet: Bankarstvo  
Studij: Financijski menadzment  
Studijski smijer: Financijski menadzment  
Mentor: mr.sc.Ivana Kraljević Radalj  
Student: Gabriela Herceg  
Index: 70-III/STR-PS  
Stupanj studija:Pred diplomski studij

Dubrovnik, rujan 2017.godine

# Sadržaj

Sažetak .....	5
1.Uvod.....	6
2. Izvori financiranja: .....	7
3. Pojam financiranja: Razlika između kreditnog i vlasničkog financiranja.....	8
3.1.Financiranje emisijom obveznica .....	9
3.2.Financiranje dugoročnim kreditima.....	9
3.3.Leasing.....	11
4. Imovinsko – pravne obveze : .....	11
5.Izvori financijskih sredstava.....	12
5.1.Podjela izvora financiranja .....	12
6. Dugoročno financiranje:.....	13
7. Ograničena emisija vrijednosnih papira .....	14
8. Privatni plasman:.....	16
9.Ograničeni javni plasmani.....	17
10. Uvođenje .....	18
11.Otvorena emisija: .....	19
12.Cijena novca.....	21
13. Kamatne stope kao funkcija ponude i potražnje sredstava: .....	22
14. Kategorijalni aparat financija .....	23
14.1.Koncept profita .....	23
14.2.Koncept novčanog toka .....	23
14.3. Povezanost profita i nt .....	23
14.4.Razlika profita i nt .....	24
14.5.Financijski tretman amortizacije .....	24

14.6. Porezni zaklon .....	24
15. Rizik i neizvjesnost .....	25
16. Obveznice .....	26
17. Dionice .....	27
18. Prinosi od dionica (zahtjevani prinos, trošak kapitala od običnih dionica ): .....	28
19. Rizik i neizvjesnost projekta .....	31
20. Otkup vlastitih dionica .....	33
21. Problemi loših kredita u Republici Hrvatskoj .....	35
22. Zaključak .....	37
Literatura.....	32

## Sažetak

Dugoročno financiranje predstavlja jednu od osnovnih funkcija svakog suvremenog poduzeća. Ono u sebi sadrži poslovnu politiku kojom poduzeće odlučuje o upravljanju i oplođivanju novčanih sredstava radi osiguranja uspješnog poslovanja. Aktivnost financiranja je dinamički proces pribavljanja i korištenja kapitala ovisan o uvjetima njegovog vraćanja. Zbog toga, prije odluke o realizaciji nekog poslovnog poduhvata, poduzetnik mora utvrditi iznos potrebnih ulaganja, napraviti projekciju njihove isplativosti, te na kraju potražiti najpovoljnije izvore financiranja. Potrebno je također izvidjeti mogućnosti financiranja pothvata iz vlastitih izvora, a tek onda razmisliti o mogućnosti zaduživanja iz vanjskih izvora, uz posudbu, s mogućnostima povrata pozajmljenih sredstava vjerovnicima iz budućih očekivanih prihoda ili emisijom vrijednosnih papira. Međutim, pri svakom novom poslovnom pothvatu postoji veliki rizik da pothvat propadne, a dodatno se uvećava ako se pothvat financira tuđim kapitalom. Izvore financiranja možemo promatrati sa stajališta vlasničke strukture (tuđi ili vlastiti kapital) i ročnosti (dugoročni i kratkoročni kapital). Pravilo je da se kratkoročni kapital rabi samo za financiranje kratkotrajne imovine, a da se dugoročno financiranje provodi na rok od pet godina i više, za financiranje dugotrajne imovine. Kratkoročni kapital nije namijenjen kupnji strojeva, prijevoznih sredstava ili prostora. Kad je riječ o dugoročnim kreditima, pozajmicama, leasingu i dr., poduzetnik ih mora iskoristiti za proširenje poslovanja, i to samo ako mu nisu dostatna vlastita sredstva, niti se dodatni kapital može prikupiti novom emisijom dionica, izdavanjem obveznica i sl. Neke se kompanije nikada ne koriste dugoročnim kreditima, pa čak radije reinvestiraju profit, nego da se zadužuju kod banaka, međutim većina njih su prisiljene svoje poslovanje financirati iz vanjskih kreditnih izvora. Stoga je i tema ovog seminarskog rada sažet prikaz dugoročnog financiranja poslovanja i za to potrebnih vanjskih izvora.

# 1.Uvod

Osnovni cilj poduzeća kao ekonomskog sustava je ostvarivanje određenih koristi, čime se podmiruju potrebe pojedinaca i društva, a sam sustav osigurava svoj daljnji razvoj. Većina poduzetničkih tvrtki – bilo da su tek osnovane ili da posluju duži niz godina – imaju četiri temeljna financijska cilja: profitabilnost, likvidnost, efikasnost i stabilnost. Međutim, suvremeno financijsko poslovanje nailazi na brojne izazove i neuobičajene i iznenadne financijske probleme. Kako bi se mogli suočiti s njima, financijskim menadžerima potrebno je šire znanje, oni moraju shvatiti dublji smisao financijskih zakonitosti i logike financiranja, jer jedino na taj način iz svojih teorijskih spoznaja mogu crpiti poticaje za efikasne praktične poteze. U potragu za financiranjem kreće se tako da se prije svega dobro razmotri trenutna situaciju u kojoj se nalazi pravna ili fizička osoba koja traži financiranje. S obzirom na utvrđeno stanje i planove, odnosno ciljeve, treba utvrditi i visinu potrebnih financijskih sredstava, te pronaći sve opcije za financiranje. Iza svake potrebe za financiranjem treba stajati jasno definirana namjera za koju će se financiranje iskoristiti, cilj koji se želi postići te učinci koje će izazvati financiranje i uporaba posuđenih sredstava (na prihode, rashode i dobit tvrtke). Ti učinci moraju biti procijenjeni objektivno jer nerealna procjena opet može dovesti do novih financijskih poteškoća. Financiranje iz tuđih sredstava nikad ne smije postati samo sebi svrhom i koristiti se na prvi znak pomanjkanja sredstava. Bilo interno (iz vlastite akumulacije tvrtke), bilo eksterno (iz izvora izvan tvrtke), financiranje treba biti u funkciji razvoja, odnosno generiranja neke buduće ekonomske koristi. Financiranje se isplati kad je povrat na investiciju veći od troška kamata koje se moraju platiti po osnovi financiranja. Također, trošak kamata je porezno priznati trošak, tako da umanjuje poreznu osnovicu, što daje određenu prednost financiranju tuđim sredstvima u odnosu na financiranje vlastitim sredstvima. S druge strane, treba gledati ponudu alternativa financiranja, kako bi se s obzirom na karakteristike onoga tko traži financiranje i karakteristika investicije (povrat na investiciju) odredilo koja mogućnost najviše odgovara određenom poslovnom subjektu. Sigurno da je najbolja varijanta financiranja s najmanjom kamatnom stopom, ali na konačan izbor vrste pribavljanja financijskih sredstava utječe još mnogo faktora.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> Jurman, A. (2007.): „Pribavljanje izvora sredstava u hrvatskim bankama“, Zbornik Pravnog fakulteta, Sveučilišta u Rijeci, str.43

## 2. Izvori financiranja

Izvori financiranja mogu se podijeliti prema roku raspoloživosti, prema vlasništvu te prema porijeklu. Prema roku raspoloživosti izvora, financiranje se dijeli na:

- **Kratkoročno financiranje:** izvori kratko traju i raspoloživi su u vremenu do jedne godine. Koristi se za financiranje ulaganja u kratkotrajnu imovinu (obrtna sredstva).
- **Dugoročno financiranje:** izvori dugo traju i raspoloživi su više od jedne godina.

Prema vlasništvu izvori financiranja mogu biti:

- **Vlastiti izvori** (dionički kapital, partnerski ulazi) kod kojih ne postoji obveza vraćanja te nemaju rok dospjeća. Koriste se za ulaganje sredstva u poslovanje privrednog subjekta na neodređeno vrijeme.
- **Tuđi izvori** (sve vrste kratkoročnih i dugoročnih obveza, dugovi) koji se moraju vratiti vjerovnicima u određenom roku, a koriste se za financiranje kratkoročnih i dugoročnih ulaganja.

Prema porijeklu izvori financiranja se dijele na:

- **Unutarnje (interne) izvore** koje je stvorilo samo poduzeće (amortizacija, zadržani dobitak, pričuve).<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>Vujčić, B.(2003.): Europska monetarna unija i Hrvatska, Masmedia, str 25

<sup>3</sup>Srb, V.(2002.): „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek, str,45

<sup>4</sup>Leko, V. (2002.): „Financijske institucije i tržišta I.“, Mikrorad d.o.o., Zagreb, str,38



### 3. Pojam financiranja: Razlika između kreditnog i vlasničkog financiranja

Osnovni oblici kreditnog dugoročnog financiranja poduzeća su emisija obveznica, krediti na obročnu otplatu i leasing. U tablici 1. su dane razlike između kreditnog i vlasničkog financiranja.

*Slika 1. : Razlike između kreditnog i vlasničkog financiranja*

Karakteristika	Kreditni izvori	Dionička glavica
Kontrola	Odredbe ugovora o obveznicama/ kreditnog ugovora	Pravo glasa
Trošak izvora	Kamate	Dividenda
Porezni tretman troška	Kamate su trošak poslovanja i porezno odbitna stavka	Divdende nisu trošak poslovanja- isplaćuju se iz dobitka nakon obračuna poreza
Posljedice neplaćanja troška	Bankrot	Nema zakonskih posljedica

Izvor: Vidučić Lj., 2004., Financijski menadžment, RriF, Zagreb

### **3.1.Financiranje emisijom obveznica**

Obveznice su pismene isprave kojima se njihov izdavatelj obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti dinamikom naznačenom u obveznici iznose novčanih sredstava naznačenih u obveznici. Postoje različite vrste obveznica. Među klasične obveznice ubrajamo državne, municipalne, hipotekarne, korporacijske te obveznice financijskih institucija.

### **3.2.Financiranje dugoročnim kreditima**

Kredit predstavlja ustupanje određene svote novčanih sredstava od strane financijske organizacije (banke i dr.) kao kreditora (vjerovnika, zajmodavca) nekoj osobi (debitoru, dužniku, zajmoprimcu), uz obvezu da mu ih ovaj vrati u određenom roku i plati pripadajuću naknadu – kamatu. Za investicije u realnu imovinu poduzeća uzimaju dugoročne kredite na obročnu otplatu. Ovi krediti važan su izvor financiranja za sva poduzeća, a posebno za mala. Dugoročno kreditiranje je u funkciji razvoja, ne povećava novčanu masu budući da se radi o prenošenju kupovne snage u načelu u profitabilne sektore. Da bi se donijela isplativa odluka uz najmanji mogući rizik (optimalizacija rizika) davatelji kredita trebaju raspolagati mogućnošću kompletne analize poslovanja tražitelja kredita, trebaju istražiti mogućnosti plasmana robe ili usluga koje su predmet kreditiranja i drugo. Pored toga davatelj kredita mora raspolagati s nizom analiza vezanih za troškove kreditirane proizvodnje, treba poznavati okruženje tražitelja kredita odnosno mora raspolagati podacima koji će garantirati sigurno, profitabilno, racionalno poslovanje i povrat uložениh sredstava. Ujedno ovi krediti za razliku od kratkoročnih imaju i različitu kamatnu stopu i drukčija pokrića. Uobičajeno je, s obzirom na njihove osobine, dugoročne kredite dijeliti na hipotekarne i investicijske. Hipotekarni krediti-dugoročni je kredit (s rokom dospijeca od deset do dvadeset godina) koji je osiguran upisom hipoteke, odnosno založnoga prava na nekretnini. Hipotekarni vjerovnik (banka ili druge specijalizirane financijske institucije) vraćanje kredita osigurava tzv. intabulacijom, odnosno pravnim postupkom uknjižbe založnoga prava na nekretnini, temeljem kojega dospjela nenaplaćena potraživanja može namiriti iz vrijednosti zaloga. Predmet hipoteke može biti; stambeni ili poslovni prostor, zemljište, gospodarske zgrade, skladišta i druge nekretnine nad kojima se založno pravo stječe upisom u zemljišne knjige, ali i pojedini oblici pokretnina, primjerice brodovi i zrakoplovi, nad kojima se založno pravo stječe upisom u zemljišne knjige, ali i pojedini oblici pokretnina, primjerice brodovi i zrakoplovi, nad kojima

se založno pravo stječe upisom u registar brodova i registar zrakoplova. Svoja prava hipotekarni vjerovnici ostvaruju preko suda, tražeći da hipotekarni zalog bude izložen javnoj prodaji, tj. dražbi. Stjecanjem hipoteke vjerovnik nema pravo posjeda zalog, već založno dobro ostaje na raspolaganju dužniku i može biti predmetom kupoprodaje. Dužnik je pritom obvezan voditi brigu o očuvanju vrijednosti založene nekretnine. Budući da sigurnost naplate potraživanja leži u vrijednosti nekretnine, hipotekarni kredit u pravilu se odobrava u visini do 70% promjene ili procijenjene vrijednosti nekretnine. Odobrava se za izgradnju novih objekata ili za opće financiranje. Na hipotekarnom tržištu vrlo veliko značenje imaju stambene hipoteke.

Postoje i specijalizirani oblici kredita. Tako u pružanju financijske podrške izvozu postoje krediti kupcu, krediti banke banci i krediti dobavljača.

Kredit dobavljača-kreditni je posao u kojem izvoznik odobrava kredit uzravno kupcu-uvozniku sukladno ugovoru o isporuci robe uz odgođeno plaćanje.

Kredit kupcu-odobrava komercijalna banka (ili specijalizirana državna agencija za financiranje izvoza) inozemnomu kupcu, čime se osigurava brza naplata domaćem izvozniku. Kod kredita banke banci domaća banka izvoznika ili državna agencija za financiranje izvoza kreditira inozemna banka za račun kupca-uvoznika doznačuje novac izvozniku.

Prema subjektu koji ih odobrava

- bankarski krediti (odobravaju ih banke)
- komercijalni krediti (odobravaju ih ostale financijske institucije npr. štedno-kreditne zadruge ili proizvođači robe)

Prema osiguranju

- otvoreni krediti (odobravaju se uz jamstvo osoba)
- zatvoreni (osigurani) krediti (odobravaju se uz zalog pokretnine ili nekretnine)

### 3.3. Leasing

Leasing je specifičan posao koji ovisno o ugovornim odredbama može poprimiti obilježja najma (operativni leasing) ili pak kupoprodaje (financijski leasing). Ugovor o leasingu omogućuje korisniku leasinga da neku opremu ili nekretninu ne kupi, već da je uz mjesečnu naknadu dobije na privremenu uporabu, za vrijeme koliko mu je potrebna. Razlikujemo:

- financijski
- operativni leasing

**Financijski leasing** je vrlo sličan kupnji na kredit. No, kod kupoprodaje vlasništvo nad predmetom kupnje prelazi od prodavatelja na kupca u trenutku isporuke, dotle kod financijskog leasinga pravno vlasništvo prelazi na korisnika leasinga tek na kraju trajanja leasinga. Tijekom trajanja ugovora davatelj leasinga je pravni vlasnik predmeta leasinga. Korisnik leasinga je ekonomski vlasnik odnosno on snosi sve financijske i materijalne rizike uključujući i rizik oštećenja ili potpunog uništenja predmeta leasinga. **Operativni (poslovni) leasing** ima obilježja klasičnog najma, te davatelj leasinga ostaje vlasnikom predmeta leasinga i nakon isteka ugovora o leasingu. Važno obilježje leži u tome da otplate što proizlaze iz ugovora o najmu nisu dovoljne da pokriju ukupne troškove stjecanja leasinga, i ugovor o najmu se sklapa na kraće razdoblje nego što je očekivani vijek trajanja opreme, pa se od najmodavca očekuje da pokrije troškove na način daljnjeg leasinga opreme ili prodaje opreme nakon isteka najma.

## 4. Imovinsko – pravne obveze

Pojam i vrste potraživanja

1. Imovinsko pravni odnosi (Zakon o obveznim odnosima; Zakon o računovodstvu)
2. Dužnik – obaveza vraćanja duga
3. Vjerovnik (potražitelj) – pravo na naplatu

Potraživanja predstavljaju imovinu u obliku prava tj. nalaze se u prijelaznom obliku između stvari (materijalne imovine) i novca. Vjerodostojna isprava – isprava na kojoj se temelji potraživanje – faktura (račun), bl. Isplata za predujam (za sl. put, za nabavke u gotovini...) i sl.

Vrste potraživanja

### **Prema roku dospijeca (dan naplate potraživanja)**

- **Kratkoročna** – očekuje se da će biti naplaćena u roku od godine dana od dana nastanka potraživanja

*Primjer:*

Kupcu je prodana roba, kupac je preuzeo robu i ispostavljen je kupcu račun za preuzetu robu s rokom dospijeca naplate od 30 dana

- **Dugoročna** – očekuje se da će biti naplaćena u roku duljem od godine dana od dana nastanka potraživanja (*dan kad je izdana vjerodostojna isprava*)

*Primjer:*

Kupcu je prodana imovina, kupac je preuzeo imovinu i postao je njezin vlasnik te ispostavljen je račun kupcu za preuzetu imovinu s rokom naplate od četiri godine u polugodišnjim ratama (dugoročni kredit)

- **Podjela potraživanja prema vrsti potraživanja (ovisi o vrsti imovine, o vrsti imovinsko pravnog odnosa i sl.)**

## **5.Izvori financijskih sredstava**

Pravne ili fizičke osobe od kojih poduzeće pribavlja financijska sredstva.

### **5.1.Podjela izvora financiranja**

Različiti autori navode različite kriterije podjele financiranja. Najčešća 3 kriterija su:

- vrijeme raspoloživosti izvora
- podrijetlo izvora te vlasništvo izvora.

Prema vremenu raspoloživosti izvora financiranje može biti:

- **Kratkoročno** – pri kratkoročnom financiranju izvori su raspoloživi do jedne godine (kratkoročni robni ili novčani krediti),
- **Srednjoročno** – pri srednjoročnom financiranju izvori su raspoloživi od jedne do pet godina,
- **Dugoročno** – pri dugoročnom izvori su raspoloživi dulje od jedne godine.

Prema podrijetlu izvora financiranje može biti:

- Vanjsko (eksterno) – vanjske izvore financiranja poduzeće osigurava uzimanjem kratkoročnih i dugoročnih kredita, emisijom vrijednosnica i sl.
- Unutarnje (interno) – unutarnje izvore financiranja poduzeća čine dobit, amortizacija, brzo unovčiva imovina, razni surogati novac (mjenice, čekovi i sl.) i rezerve-pričuve.

Prema vlasništvu izvora financiranje može biti:

- Vlastito – vlastiti izvori financiranja nemaju obveze vraćanja, kao što je, primjerice, dionički kapital, novac vlasnika ili ortaka koji su svoj novac (kapital) uložili u temeljni kapital poduzeća i sl.
- Tuđe – tuđi su izvori financiranja svi oni po kojima postoje obveze, jer se korišteni novac (kapital) mora vratiti u određenom roku

## **6. Dugoročno financiranje**

Dugoročno financiranje je financiranje na rok dulji od pet godina. Poduzeća odnosno dužnici financiraju kupnju imovine s dugim vijekom uporabe ili financiraju veće investicijske projekte.

### **6.1. Poslovni rizik**

Rizik se može definirati kao vjerojatnost da će stvarni povrat od investicije biti niži od predviđenog povrata. Drugačije rečeno, to je promjenjivost povrata od investicije. U sveobuhvatnoj definiciji rizika kao disperziji povrata mogu se utvrditi dvije sastavnice:

a) Poslovni rizik. To je vjerojatnost da društvo neće biti konkurentski sposobno sa sredstvima koje je nabavilo. Primjerice, društvo nabavi stroj koji je neispravan, ne proizvodi proizvode primjerene za prodaju ili kod kojeg se javljaju nedostaci (operativni ili tržišni) što dovode do gubitaka. Svi operativni problemi svrstavaju se pod poslovni rizik;

b) Financijski rizik. To je vjerojatnost da ulaganje neće donijeti dovoljno novčanih tokova bilo za pokrivanje obveza po kamatama, ili posuđenih novčanih sredstava za financiranje kamata ili otplatu glavnice, bilo za stjecanje dobiti društva. Ako društvo ne uspije ostvariti cilj povrata, može biti u mogućnosti pokriti rashode poslovanja, ali ne financiranja

izvornog ulaganja. Rizik je kod takvog financiranja najveći s obzirom na dužinu dospjeća i veličinu iznosa novčanih sredstava, kamatna stopa za tako pribavljena sredstva najviša, vjerovnici zahtijevaju detaljno i opsežno ispitivanje, boniteta dužnika, vjerovnici provode kontrolu ulaganja sve dok se kredit u potpunosti ne isplati. Potrebe za dugoročnim financiranjem mogu se pokriti:

- interno raspoloživim sredstvima koja uključuju gotovinske primitke iz poslovanja umanjene za dividende i iz vanjskih izvora dugoročnog financiranja koji mogu biti:
  - Ø vlastiti izvori (trajni izvori – obične dionice),
  - Ø kreditni izvori (obveznice i dugoročni krediti) i
  - Ø ostali izvori (prioritetne dionice, waranti, konvertibilne vrijednosnice, leasing).<sup>3</sup>

## 7. Ograničena emisija vrijednosnih papira

Emisija vrijednosnih papira jest izdavanje vrijednosnih papira. Postupak izdavanja vrijednosnih papira. Postupak izdavanja vrijednosnih papira. Obuhvaća pripremne radnje, prijavu emisije nadležnom organu za kontrolu poslovanja s vrijednosnim papirima (ako je potrebna), promociju i raspis emisije, upis vrijednosnih papira, njihovu distribuciju te samu uplatu cijene vrijednosnih papira. Ovisno o metodama emisije, razlikovat će se duljina i intenzitet svake od navedenih faza. Emisija vrijednosnih papira izaziva troškove koji imaju fiksnu komponentu. Emisija vrijednosnih papira može biti ograničena, tako da se usmjerava samo na ograničene grupe poznatih investitora, ili pak otvorena (javna), tako da se vrijednosni papiri nude cjelokupnoj javnosti na tržištu. Emisija dionica i drugih v.p. usmjerava se prema unaprijed poznatim ili pretpostavljenim ograničenim grupama investitora. Dva su osnovna razloga korištenja ograničene emisije v.p.:

- smanjenje troškova emisije
- osiguranje interesa postojećih vlasnika

Ograničena emisija provodi se na tri načina:

- privatni plasman
- ograničeni javni plasman
- uvođenje (posljedica prva dva

---

8Vidučić, Lj. (2004.): „Financijski menadžment“, RriF, Zagreb

9Van Horne, J. C. (1993.): „Financijsko upravljanje i politika: Financijski menadžment“, MATE: Zagreb

10 Orsag, S. (1997.): „Financiranje emisijom vrijednosnih papira“, RIFIN, Zagreb

Grupe investitora mogu biti: komercijalne banke, osiguravajuća društva, specijalizirani fondovi (institucionalni investitori), kupci, postojeći dioničari.<sup>4</sup>

---



## 8. Privatni plasman:

U financiji, dionica je vlasnički vrijednosni papir, tj. idealan udio u vlasništvu kompanije izdavatelja istog. Koliki udio predstavlja, ovisi o ukupnom broju izdanih dionica. Dvije su glavne vrste dionica – redovne i povlaštene. Razlikuju se prema pravima koja vlasnik stječe njihovom kupovinom, a prava su detaljno opisana u prospektu. Dionica je vrijednosni papir kojim uplatitelj dokazuje svoj ulog u temeljni kapital dioničkog društva. Ona je dokaz vlasništva nad dijelom trgovačkog društva koje je registrirano kao dioničko društvo. Ona daje prava, ali i određene obveze prema društvu. U pravilu je nasljedna, ali postoji i mogućnost da se u odnosu na nasljeđivanje i trgovanje u aktu o osnivanju predvide i određena ograničenja. Jedno od osnovnih svojstava dionice je da donosi dividendu, što znači, isplatu profita društva vlasniku dionice (razmjerno njegovom udjelu u društvu). Dionice, kao vrijednosni papir, mogu biti predmet kupoprodaje na tržištu kapitala odnosno na burzi. Indeks cijena dionica najvažniji je pokazatelj dinamike cijena dionica. Oni predstavljaju ponderiranu aritmetičku sredinu cijena dionica izabranih iz reprezentativne grupe dionica. Dionice cjelokupne emisije prodaju se u ruke unaprijed poznatih klijenata (najčešće nije potrebno izvršiti prijavu emisije, nema ni troškova uvođenja na org.tržište kapitala). Najjednostavniji način je neposredna podjela VP zainteresiranim osobama u zamjenu za novac, druga sredstva ili izvršene usluge. Pogodno pri osnivanju novog dd ili pri transformaciji u dioničko, teško primjenjiv za poduzeća čije dionice kotiraju. Prodaja velikog dijela nove emisije dionica (ili također pozamašnog dijela postojećih dionica) maloj skupini investitora, obično velikim institucijama poput osiguravajućih društava i mirovinskih fondova. Prodaja je privatna utoliko što se ne nudi u javnosti i što se ne obavlja preko neke od ustoličenih burzi.<sup>5</sup>

---

11 Marković, I. (2000.): „Financiranje –Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava“, RRiF, Zagreb

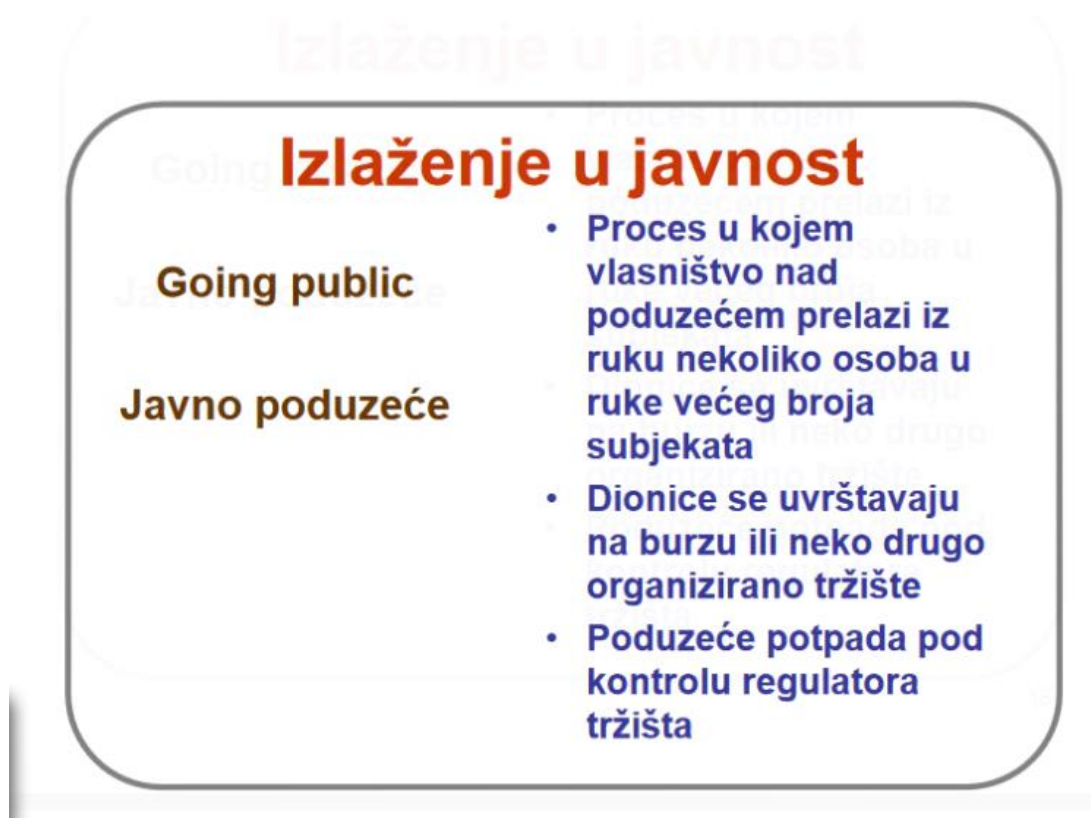
## 9. Ograničeni javni plasmani

Emisija v.p. najprije se usmjerava na odabrane grupe investitora, a v.p. koji se ovim putem ne prodaju, nude se cjelokupnoj javnosti na tržištu kapitala (tada se često koriste usluge investicijskog bankarstva). Prvo pozvani kupci često su privilegirani s obzirom na cijenu v.p. Najčešće privilegirane grupe investitora su postojeći vlasnici, zaposlenici ili drugi emitentovi klijenti (privilegirana pretplata). Ograničeno javni plasman je kada nisu unaprijed poznati svi potencijalni kupci te kada postoji rizik da ulagači na koje je emisija primarno usmjerena je neće prihvatiti u cjelosti. Najprije se cijela emisija usmjerava na izabrane grupe investitora, a potom se VP koje oni nisu prihvatili nude javnosti na tržištu kapitala. Koristi se kada postoji određeno tržište za svoje VP, kada ne želi mijenjati odnose vlasništva ili statutarna odredba. OJP se može provoditi izravno i neizravno. Prvopozvani kupci su u tom slučaju privilegirani. Privilegirana pretplata- jer im se VP nude po garantiranoj cijeni koja je uobičajeno niža od tržišne (po kojoj će se nuditi neupisani ostatak). Troškovi ovise o odnosu s IB (da li preuzima rizik) i o načinu plaćanja (odjednom/rate).

## 10. Uvođenje

Metoda kojom se nakon izvršenog privatnog plasmana VP omogućava njihov promet na organiziranim tržištima kapitala kako bi se iskoristila mogućnost njihova prometa na sekundarnim tržištima. Iziskuje velike troškove (sastavljanje financijskih izvještaja, revizija, troškovi, listanja tečajeva...). Uvođenje nije posebna metoda emisije nego posljedica primjene PP i koristi se za proces prerastanja privatnog dd u javno dd.

Slika 2: „Izlaženje u javnost ( Going public)- Uvođenje“



Izvor: Vidučić Lj., 2004., Financijski menadžment, RriF, Zagreb

## 11. Otvorena emisija

Tipično se koristi indirektna metoda financiranja (koriste se usluge IB)– VP se prodaju cijelom zainteresiranoj javnosti. Načini provođenja javne emisije:

a) **Emisija s prospektusom**–tj. legalnim dokumentom koji se mora predati svakom investitoru koji namjerava kupiti registrirani VP. Minimalni sadržaj prospekta je propisan zakonom i aktima regulatornih tijela. Opisuje detalje o društvu koje provodi emisiju i detalje o konkretnim ponuđenim VP, te predstavlja koncentrat svih izvještaja i podataka o poduzeću.

Prospektom emitent poziva javnost na upis još neemitiranih VP i kupnju po cijeni utvrđ. prospektom. Visoki troškovi (promocija, organiziranje, provođenje upisa i uplate upisanih iznosa, troškovi posredovanja i preuzimanja rizika emisije)

b) **Dogovorna kupnja**–tvrtka kojoj su potrebna novčana sredstva stupa u kontakt s investicijskim bankarom i pregovara s njim o emisiji, pregovori završavaju dogovorom o cijeni koju plaćaju IBI njegov sindikat koji preuzimaju cjelokupnu emisiju –preuzimaju rizik uspjeha emisije. Najčešća i najpopularnija metoda. Proces emisije, osiguranja i prodaje, faze:

1. Tvrtka: izabire IB (pri tome može posrdovati treća osoba –pronalazač –za proviziju)
2. Preliminarni pregovori s IB oko iznosa kapitala koji se želi pribaviti emisijom, unosnosti pojedinog VP te opravdanost uporabe dodatnog kapitala. IB u tu svrhu analizira financijsku situaciju tvrtke i investicijske oportunitete. Rezultat je predugovoru kojem se navodi aproksimativna cijena koju će IB platiti za emisiju.
3. IB formira sindikat (pojedini IB ne raspolaže s dovoljnim sredstvima za otkup emisije, smanjenje rizika pojedinog potpisnika te olakšanje distribucije)
4. IB vrši registraciju VP kod regulatora
5. Formiranje grupe prodavatelja koju čine specijalisti za trgovinu VP (dileri) koji posluju s članovima potpisničkog sindikata. Dileri otkupljuju dio VP od sinidkata po cijeni višoj od one koju članovi sindikata plaćaju emitentu, ali po manjoj od one koju nude kupcima. Prava i obveze prodavatelja se određuju ugovorom.
6. Održavanje konačnog sastanka s emitirajućom tvrtkom gdje se utvrđuje konačna cijena koju će sindikat platiti emitentu za dogovorenu emsiju. Cijena može biti fiksna ili uz neke

modifikacije. Za tvrtku emitenata je sklapanjem definitivnog ugovora završen posao emisije – dobit će kapital od EVP, a rizik emisije pada na IB i sindikat.

7. Prije same ponude VP na tržištu postpisnički sindikat nastoji stabilizirati cijenu VP osiguranje od potencijalnog pada tž.vrijednosti. Nakon stabilizacije slijedi konačna distribucija krajnjim kupcima koja se vrši preko grupe prodavatelja i razgranate mreže filijala IB i članova sindikata.

8. Kada je cjelokupna emisija rasprodana definitivnim investitorima sindikat se raspušta.

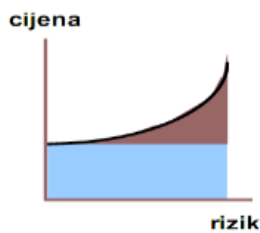
c) **Kupnja nadmetanjem** – razlikuje se od dogovorene po načinu izbora investicijskog bankara. Tu se različite grupe IB nadmeću za pravo kupnje emisije na licitaciji – zove se i kupnja po najpovoljnijoj cijeni. Karakteristična je za kompanije od šireg društvenog interesa (npr željeznice), nacionalno poznate tvrtke te emisije državnih obveznica.

d) **Komisija** – IB se pojavljuje u ulozi posrednika pri emisiji (savjetodavna i distributivna funkcija), ali ne preuzima rizik emisije pa neprodane VP vraća emitentu. Sve to obavlja za utvrđenu proviziju (fiksna cijena ili fiksna stopa na prodane VP – u prvom slučaju IB nije motiviran za postizanje veće cijene, a u drugom postoji rizik neuspjeha zbog špekulacije IB na porast cijena emitiranih VP – u ugovor se ugrađuju osiguranja od špekulacije). Ne izaziva velike troškove, a koristi se kada emitent nije dovoljno poznat/velik da bi IB htio preuzeti rizik

## 12. Cijena novca

Cijena koja se mora platiti za pribavljena novčana sredstva s rokom raspolaganja kraćim od jedne godine. **Cijena kapitala**-cijena koja se mora platiti za za pribavljena novčana sredstva s rokom raspolaganja duljim od godine dana .

Slika 3.



$$k_S = k_F + k_R$$

$k_S$  - CIJENA (TROŠAK) KAPITALA

$k_F$  - NERIZIČNA KAMATNA STOPA

$k_R$  - PREMIJA RIZIKA

Izvor: Vidučić Lj., 2004., Financijski menadžment, RriF, Zagreb

**Premija rizika** –ako pojedinac želi povećati sadašnju vrijednost svoje potrošnje mora investirati uz prihvaćanje određenog stupnja rizika. Rizik se sastoji u volatilnosti rezultata prema onom očekivanom. Što su moguća veća odstupanja od očekivanog rezultata, rizik je veći, pa će investitor tražiti veće prinose od investicije –kroz premiju rizika iznad nerizične kamatne stope. Pojedinci su osjetljivi na veličinu preuzetog rizika pa premija rizika raste brže od porasta samog rizika.

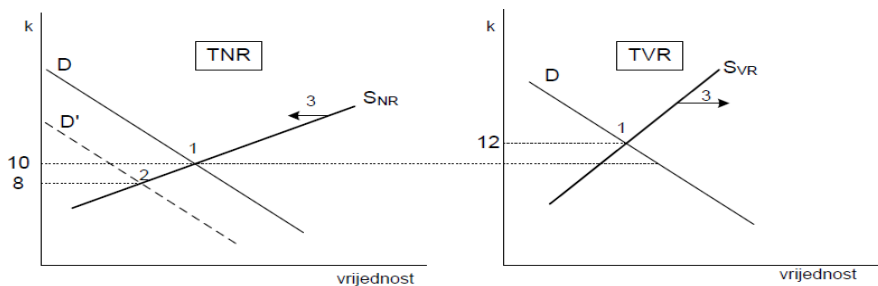
$$\text{cijena kapitala} = \text{cijena vremena} + \text{cijena rizika}^6$$

12Milić Crnjac, D. (2002.): „Analitički pristup financiranju dugotrajne imovine putem leasinga“,Praktični menadžmen

### 13. Kamatne stope kao funkcija ponude i potražnje sredstava

Kretanje kamatne stope određeno je odnosom ponude i potražnje novca/kapitala na FT, a ujedno i posredovanjem monetarne (instrumentarij) i fiskalne politike (oporezivanje). FT se segmentiraju prema RIZIKU INVESTICIJSKIH OPORTUNITETA – pa će se na različitim segmentima FT formirati različite cijene kapitala/novca.

Slika 4.



Izvor: Jurman, A., „Pribavljanje izvora sredstava u hrvatskim bankama“, Zbornik Pravnog fakulteta ,Sveučilišta u Rijeci

Pravac ponude na **tržištu visokorizičnih VP** će biti *strmiji* u odnosu na pravac ponude na tržištu **niskorizičnih** – odraz povećanih zahtjeva za očekivanu profitabilnost na rizičnija ulaganja. Inicijalna ravnoteža na tržištu niskog rizika je pri 10% - zajmodavci koji žele ulagati u NRVP će zaraditi 10% prinos na svoja ulaganja. Rizičniji uzajmljivači bit će izloženi 12% troškovima kapitala, a investitori skloniji rizičnim ulaganjima će ostvarivati 12% prinosa. Razlika prinosa na TNR i TVR je premija rizika. Ako potražnja za sredstvima padne (npr.uslijed recesije) na TNR – pravac potražnje će se pomaknuti ulijevo u D' te će se nova ravnoteža uspostaviti uz nižu kamatnu stopu (8%). Segmenti financijskog tržišta su povezani – promjene na jednom tržišnom segmentu vode promjenama drugog. Pomicanjem potražnje na TNR dovodi do značajnijeg povećanja premije rizika na TVR – u inicijalnoj ravnoteži  $PR=12-10= 2$  postotna poena, u novoj ravnoteži  $PR=12-8= 4$  p.p. mnogi će se investitori okrenuti rizičnijem tržištu zbog narušene ravnoteže korisnosti prinosa na NRVP i VRVP. Na TNR će doći do pomicanja krivulje ponude ulijevo, a na TVR udesno. Transfer ponude će se odraziti na povećanje cijena kapitala na TNR i smanjenje na TVR – što će dovesti da se PR spusti opet na 2 p.p.

## **14. Kategorijalni aparat financija**

### **14.1. Koncept profita**

Koncept rezoniranja o poslovima i poslovanju temeljem prihoda i rashoda.

1. Profit
  - a) Praktički mjerljiv računovodstvenom konvencijom
  - b) Razlika prihoda i rashoda (troškova)
  - c) Rezultat robnih tokova koji se korigira za neto učinke novčanih tokova
2. Problemi utvrđivanja profita:
  - a) Vrijeme priznavanja prihoda i rashoda te procjena troška (pretpostavke trošenja, pitanje cijena)
  - b) Primjena računovodstvene konvencije
  - c) Problem realnosti profita

### **14.2. Koncept novčanog toka**

- Novčani tokovi vremenski su nedvojbeno utvrđeni
- Ne reagiraju na različite pretpostavke
- Mogu se računati i iz računovodstvene konvencije
- Realna kategorija povezana sa stanjem novca u poduzeću

### **14.3. Povezanost profita i nt**

- Iz činjenice da u robno-novčanoj privredi postoji i roba i novac
- Rezultira kroz robno novčane tokove
  - prihode treba naplatiti
  - rashodi nastaju temeljem kupnje potrebnih roba
- Profit je pretpostavka stvaranja novca



## 14.4. Razlika profita i nt

- Sadržajne
  - svaki prihod ne mora postati primitak i obrnuto
  - svaki rashod ne mora biti ujedno i izdatak i obrnuto
- Vremenske
  - primici najčešće slijede prihode, a izdaci prethode rashodima
- Upotrebne
  - profit se izravno ne može upotrijebiti

## 14.5. Financijski tretman amortizacije

- Koncept profita
  - amortizacija je trošak
  - rezerviranje prihoda za zamjenu fiksne imovine
- Koncept novčanog toka
  - amortizacija nije tekući izdatak
  - zamjena se ne mora izvršiti
  - novac prikupljen obračunom amortizacije može se koristiti za različite namjene
  - amortizacija je svojevrsni izvor financiranja

## 14.6. Porezni zaklon

- Stavke rashoda koje zaklanjaju (umanjuju) oporezivu dobit
  - kamate
- izuzimaju se iz oporezive dobiti
- osiguravaju uštede na porezima
  - amortizacija
- svojevrsni neoporezivi dio poslovnog rezultata

APROKSIMACIJA ČISTOG NT IZ RAČ.ZARADA= ČNT = Z + A (neto zarade + amortizacija)

## 15. Rizik i neizvjesnost

RIZIK – poznavanje nekog stanja u kojem se kao posljedica neke odluke može javiti niz rezultata. Pri tom je poznata vjerojatnost nastupanja svakog pojedinog rezultata. Može se ukalkulirati u troškove. NEIZVJESNOST – poznavanje nekog stanja u kom se kao posljedica neke odluke može javiti niz rezultata pri čemu nije poznata vjerojatnost nastupanja nekog rezultata ili je njeno poznavanje zanemarivo. Subjektivne je prirode. RIZIK FINANCIJSKE IMOVINE – rizik da se neće ostvariti očekivani prinos na financijsku imovinu. Za prinos se najčešće uzima ukupni prinos (prinos za razdoblje držanja). Može se promatrati kao:

- rizik imovine u izolaciji/individualni rizik/ ukupni rizik nekog VP - Varijabilnost prinosa na imovinu prema očekivanom prinosu (volatilitnost prinosa), odnosno rizik je to veći što je veća volatilitnost. Temelj procjene je raspršenost distribucije vjerojatnosti prinosa na investiciju
- rizik portfolia – rizik koji nastaje kroz držanje investicija na principu diverzifikacije
- kontribucija rizika imovine rizičnosti projekta.

## 16. Obveznice

Obveznice – pismene isprave kojima se njihov izdavatelj obvezuje da će vlasniku obveznice isplatiti, dinamikom naznačenom na obveznici, iznose novčanih sredstava naznačenih na obveznici.

- obligacijski VP (zajmovni, kreditni) s unaprijed određenim rokom dospijeca. U pravilu su dugoročni.

- Prenosivi su: ukoliko glase na ime- indosamentom, a ukoliko glase na donosioca – predajom (stoga mogu biti novčani surogat – fakultativni novac)

- Mogu se izdavati s *jednokratnim i višekratnim dospijecom*, na posuđena sredstva se obično plaćaju kamate.

- Obveznice sa serijskim dospijecom amortiziraju se u godišnjim i polugodišnjim anuitetima, a s jednokratnim dospijecom odjednom – plaćanjem duga po dospijecu.

- Sastoje se od *plašta* i *talona* obveznice. Plašt definira suštinu odnosa između izdavatelja i vlasnika, sadrži sva bitna obilježja: oznaka „obveznica“, naziv i sjedište izdavatelja, naziv i sjedište vlasnika ili oznaka „na donosioca“, novčana svota na koju glasi, visina kamatne stope ili udjela u poslovnom rezultatu emitenta, rokove otplate kamata i glavnice, mjesto i datum izdavanja, serijski broj obveznice, faksimil potpisa ovlaštene osobe emitenta. Talon se sastoji od kamatnih ili anuitetskih kupona temeljem kojih se ostvaruje periodična naplata. *Anuitetski kuponi* – ako se amortizira višekratno, *kamatni kuponi* – u talonu kuponske obveznice. Neke jednokratne ili obveznice koje se prodaju uz diskont ne moraju imati talon/kupone jer se isplata obavlja odjednom nakon isteka vremena trajanja fin.odnosa iz obveznice pa sam plašt predstavlja talon.

- LEGALNA DEFINICIJA: jednaka prethodno navedenoj (obuhvaća se vlasništvo i obveza vraćanja posuđenih sredstava)
- KORPORACIJSKA DEFINICIJA: obveznice su instrument pomoću kojeg dioničko društvo prikuplja novac za poslovanje i ekspanzije, instrument je formiranja dugoročnog duga namijenjenog dugoročnom financiranju.
- INVESTITORSKA DEFINICIJA: laka prenosivost omogućava obveznicama da postanu tržišni VP visokog stupnja mobilnosti koji se može kupovati na primarnom i sekundarnom tržištu. U pravilu nose fiksne prinose (kamate) pa su pogodne su za investitore orijentirane novčanom dohotku te zbog relativne sigurnosti tog VP pogodne za investitore visoke averzije prema riziku.

## 17.Dionice

Pismene isprave o uloženim sredstvima u glavnici korporacije. Prema suštini tražbine: korporativni (vlasnički) vrijednosni papiri bez unaprijed određenog roka dospijeca, dugoročni i permanentni VP. Prenosivi su, oni koji glase na ime indosamentom, a na donosioca - fizičkom predajom, mogu se pojaviti kao fakultativni novca. *Legalna definicija*: pisana isprava o vlasništvu temeljenom na sredstvima uloženim kod izadavača. Vlasnik ima *pravo sudjelovanja u dobiti* (ali dividende se isplaćuju tek kad postoje izvori dividendi i kada se izglasa njihova isplata) i *pravo upravljanja* (to je zpravo pravo glasa – upravljanje može ostvariti onaj dioničar koji drži dovoljan broj dionica). Ulog se ne može povući osim likvidacijom ili otkupom dionice od strane poduzeća. Materijalizirana dionica, sastojci: plašt dionice i arak dionice (kuponi temeljem kojim se ostvaruje periodična naplata dividenci). *Sadržaj plašta*: oznaka „dionica“, vrsta dionice, tvrtka/naziv i sjedište izdavatelja, naziv i sjedište vlasnika ili oznaka donosioca, novčana svota, rokovi isplate dividendi, mjesto i datum izdavanja, serijski broj dionice, faksimil potpisa, prava iz dionice. **Sadržaj kuponskog arka**: redni br.kupona, broj dionice, naziv izdavatelja, razdoblje/god za koju se dividende isplaćuju, faksimil potpisa. *Legalna definicija* ne pravi razliku običnih i preferencijalnih dionica. *Korporacijska definicija* – Dionice su instrumenti pomoću kojih dioničko poduzeće prikuplja novčana sredstva potrebna za financiranje svoga poslovanja i ekspanzije. Na taj način poduzeće formira svoj permanentni, vlasnički kapital. Dionice su namijenjene za financiranje dugoročno vezane imovine. Taj je kapital prezentiran u **jednakim zaokruženim manjim iznosima** – **APOENIMA** koje reprezentiraju dionice. Dionice nose varijabilne naknade prema zaradama poduzeća (dividende) pa za dioničko društvo nisu rizik solventnosti (mora se ostvariti zarada i moraju se izglasati). Dividende se ne izuzimaju iz osnovice za oporezivanje poduzeća. *Izlaženje u javnost* – koncept prerastanja u dioničko poduzeće – alternativa samofinanciranju kao ograničenom izvoru povećanja vlasničkog kapitala. *Investitorska definicija* – Dionice se mogu preprodavati, izuzetno su mobilne, služe kao osiguranja za zaduživanje, instrument plaćanja i osigurana plaćanja. Investitori su dvostruko motivirani: jedan motiv su očekivane buduće dividende, a drugi je očekivani porast tržišne vrijednosti dionice (kapitalni dobitak). *Poduzetnička definicija* – dionice su pogodan instrument prikupljanja inicijalnog vlasničkog kapitala za realizaciju poduzetničkih ideja, a nose i pravo glasa u pitanjima o upravljanju poduzećem. (kontrolni paket – 1/3 ili 1/4 dionica mogu nositi pravo glasa.)

## 18. Prinosi od dionica (zahtjevani prinos, trošak kapitala od običnih dionica )

A) Pristup modelom vrednovanja – u obzir uzimaju modele SV dividendi odakle se izračunava trošak kapitala odnosno zahtjevani prinos mtd.interne stope. Potrebno je izračunati onu diskontnu stopu koja će buduće dividende u infinitnom razdoblju izjednačiti s tekućom tržišnom cijenom dionica – iz modela konstantnog rasta dividendi (GM):

*prinos od dividendi u infinitnom razdoblju*  $g P g D k_s \square \square \square 0 0 ) 1 ($

*Za preferencijalne* se koristi model konstantnih dividendi:  $pp p PD k \square$

Potrebno je poznavati dividende isplaćene prethodne godine, tekuća tržišna cijena ob.dionica te god.stopa rasta dividendi na obične dionice – ključni problem. Pri *procjeni godišnje stope rasta* dividendi se koristi više pristupa:

- o korištenje realiziranih (povijesnih) stopa rasta: aritmetička sredina, geometrijska sredina (posljednja god iz uzorka se podjeli s prvom te se iz tog kvocijenta izračuna korijen za onaj broj god koliko se nalazi između ta dva broja i umanjiti za 1), regresijski modeli.

- o Prilagođavanje DV

- o Profitabilnost reinvestiranja zarada

- o Procjene fin.analitičara

Ovako procijenjeni trošak kapitala je izrazito osjetljiv na procijenju stopu rasta dividendi. Procijenjeni  $g$  se *dvostruko odražava* na veličinu procijenjenog  $k_s$ : jednom povećava iznos predviđenih dividendi, a drugi put procijenjeni prinos od dividendi.

B) Pristup teorije tržišta kapitala – 2 ključna modela capm i apt

**CAPM – očekivani prinos:**  $k_j = k_F + \beta_j (k_M - k_F)$

Potrebno je poznavati: profitabilnost na nerizične investicije (kamatna stopa na državne obveznice), očekivanu profitabilnost za tržište kapitala (premiju rizika za tržište kapitala

određuju specijalizirane agencije – prinos na tržišni indeks) te beta koeficijent za obične dionice neke tvrtke (dostupan za poduzeća čije se dionice promeću na burzi).

Prednosti u odnosu na model konst.rasta: model je eksplicitno povezan s rizikom preko bete i premije tržišnog rizika te je primjenjiv za tvrtke koje nemaju stabilan rast dividendi ili ih ne isplaćuju. Neodstatak: zasnivaju se na procjeni premije tržišnog rizika i bete – a obje se temelje na povijesnim podacima pri čemu razdoblje uzorka igra veliku ulogu.

C) Trošak duga+premija rizika: ulaganje u dionice je rizičnije od ulaganja u obveznice istog emitenta pa je tako i veći zahtijevani prinos. Trošak kapitala pribavljenog dionicama za poduzeće mora biti viši od kapitala pribavljenog obveznicama (vl.kap je skuplji od tuđeg). Trošak duga je jednostavnije odrediti od troška glavnice jer je on jednoznačno određen kroz prinos do dospijeca. Trošak vl.kapitala se odredi polaženjem od procjene troška duga na koji se nadoda **premija rizika:  $ks = kb + kr$**

- kr je načešće između 3 i 5%, objektivnije se može pronaći:
- metodom anketiranja (institucionalnih investitora i prof.analitičara)
- metodom tržišne premije (prosječna premija rizika iz podataka s tržišta:razlika između profitabilnosti na određeni tržišni indeks i prosječnog prinosa do dospijeca na obveznice koje su rangirane u isto kao obv.pd.)

D) Aproksimacije troška kapitala:

PRINOS OD ZARADA - *godišnja profitabilnost zarada prema tržišnoj vrijednosti dionice* (odnos godišnjih zarada po dionici – EPS i tekuće tržišne cijene-PPS); ne reagira dovoljno dobro na rast poduzeća (% god.zarada po dionici u odnosu na tržišnu cijenu dionice) y □

PRINOS OD DIVIDENDI – izraz profitabilnost tekućih novčanih dohodaka od običnih ili preferencijalnih dividende (dionica) mjerene njihovom stvarnom vrijednošću. *Godišnja profitabilnost dividendi prema tržišnoj vrijednosti dionice* - odnos stvarno isplaćenih dividendi po dionici DPS tijekom 12 mjeseci i tržišne cijene za dionicu PPS: (% god.tekućeg nov.prihoda dionice od dividendi prema trž.cijeni dionice). tt D PD y □ Važan je pokazatelj za investitore jer pokazuje potencijalnu profitabilnost ulaganja u ob.dionice, ne ne ukazuje na ukupnu profitabilnost jer ne kalkulira s potencijalnim kapital.dobitkom. POD je pokazatelj parcijalnog prinosa od ulaganja u dionice i nije najpogodnija aproksimacija vel.troška kapitala od običnih dionica. UKUPNI PRINOS – profitabilnos za ukupno vrijeme držanja,

profitabilnost dividendi i kapitalnog dobitka (gubitka) kroz razdoblje držanja (godina) prema tržišnoj vrijednosti dionice:

*Slika 5.*

$$R_t = \frac{D_t + (P_t - P_0)}{P_0} = \frac{D_1 + P_1}{P_0} - 1$$

Izvor: Jurman, A., „Pribavljanje izvora sredstava u hrvatskim bankama“, Zbornik Pravnog fakulteta ,Sveučilišta u Rijeci

- sastoji se od prinosa od dividendi i prinosa od promjene cijene dionice, ova druga komponenta je % rasta cijene dionica – stopa rasta; isti nedostaci kao kod modela konstantnog rasta dividendi.<sup>7</sup>

---

13 Braovac, I., Jurić, M. (2009.): „Leasing u teoriji i praksi“, Poslovni zbornik, Zagreb.

14Gulin, D. i suradnici (2001.): „Računovodstvo trgovačkih društava uz primjenu Međunarodnih računovodstvenih standarda i poreznih propisa“, Računovodstvo i financije, Zagreb

## 19. Rizik i neizvjesnost projekta

1) INDIVIDUALNA RIZIČNOST PROJEKTA – rizik projekta kojeg on ima sam za sebe, tj. u izolaciji, polazište je ocjene rizičnosti projekta. Predstavljena je disprezijom profitabilnosti projekta oko njegove očekivane profitabilnosti. Najbolja mjera profitabilnosti projekta je IRR, pa se ocjena individualne rizičnosti projekta može dati kroz analizu *očekivane IRR i njezine standardne devijacije*. Očekivana IRR je pod utjecajem volatilnosti očekivanih NT projekta. Mogu se koristiti i koeficijent varijacije i standardizirano obilježje. Umjesto IRR može se koristiti i ČSV.

2) RIZIČNOST PROJEKTA ZA PODUZEĆE – kontribucija rizika projekta ukupnoj rizičnosti poduzeća. Rizičnost projekta za poduzeće je uvijek manja od njegove individualne rizičnosti. Ona ovisi o:

- *Individualnoj rizičnosti projekta – relevantna rizičnost*, kontribucija rizika ukupnom riziku poduzeća;
- *Korelaciji IRR (ČSV) projekta i profitabilnosti postojećeg poslovanja poduzeća* (što je manja korelacija tih dviju profitabilnosti, relevantna rizičnost za poduzeće je manja jer će doći do određene redukcije individualnog rizika projekta s postojećim projektima);
- *Beta koeficijentom se određuje relevantna rizičnost projekta*. Određena je stdev IRR projekta i profitabilnosti ukupnog portfelja postojećih projekata i njihovom korelacijom:

Slika 6.

$$\beta_{P,T} = \frac{\sigma_P}{\sigma_T} \rho_{P,T}$$

- Izvor: Srb, V., „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek

$\beta_{P,T}$  – beta koef. relevantne rizičnosti,  $\sigma_P$  – stdev profitabilnosti projekta,  $\sigma_T$  – stdev profitabilnosti tvrtke,  $\rho_{P,T}$  – koef. korelacije profitabilnosti projekta i poduzeća *Beta određuje diskontnu stopu koja bi se trebala primjeniti na struju očekivanih NT projekta* – ako je  $\beta=1$ ,



relevantna rizičnost projekta je jednaka rizičnosti tvrtke →NT projekta treba diskontirati uz trošak kapitala tvrtke;  $\beta > 1$ , rizičnost projekta veća je od rizičnosti poslovanja poduzeća, pa

treba primjeniti diskontnu stopu veću od troška kapitala tvrtke te  $\beta < 1$ ,  $DS < kA$ ). Većina projekta će imati pozitivnu korelaciju s poslovanjem tvrtke.

*Značenje:* iako nije toliko važan kao tržišni rizik, investitori ga ne zanemaruju, jer ih zanima rizik financijskih potresa što ovisi o riziku tvrtke, a ne o tržišnom riziku. Posebno je važan za dioničare sa znatnijim paketom dionica. Također su za stabilnost tvrtke zainteresirane interesne grupe u poduzeću (manageri, zaposleni, kreditor .. ). Dakle jednako važan kao i tržišni rizik.

## 20. Otkup vlastitih dionica

Poduzeće može privremeno otkupiti vlastite dionice. Otkupljene dionice postaju *trezorske dionice*, ne nose nikakva prava, te se mogu ponovno prodati. To je kontrakcija aktive i pasive poduzeća. Otkup se može izvršiti pojedinačnim akcijama na tržištu kapitala, javnom ponudom svim vlasnicima (*opći tender*), određenim grupama ili pojedinačnim investitorima. Otkupljuju se viškovima novčanih sredstava ili na temelju novopribavljenih sredstava iz tuđih izvora.

- RAZLOZI PROVOĐENJA OTKUPA:

1) *Sprečavanje pada cijena* dionica na tržištu (povećavanjem potražnje im se stabilizira cijena)

2) *Osiguravanje potrebnog broja dionica* za

- obećane *konverzije i prava* kupnje dionica (ukoliko ne želi emitirati novu emisiju da bi realiziralo izvršenje opcija morat će osigurati takve dionice otkupom na tržištu)

- za provođenje namjeravanih poslovnih *kombinacija* (npr fuzije)

- izvršenje *managerskih i zaposleničkih opcija* (smanjenje potencijalnih troškova agenata)

3) Reakcija na *zlomamjerne poteze* na tržištu;

4) *Alternativa politici dividendi* (umjesto distribucije novčanih dividendi otkupljuju se dionice od dioničara koji su na to pristali. Iskupljeni dioničari dolaze do novčanih sredstava, a oni koji drže dalje do određenog povećanja vrijednosti svojih dionica)

5) *Stabilizacija cijena* postojećih dionica prije otpočinjanja nove emisije (npr. sindikat IB)

Otkup dionica se može promatrati kao investicija – potencijalno povećanje bogatstva vlasnika dioničkog poduzeća koji će preostati nakon otkupa suprotstavlja financijskoj efikasnosti drugih namjeravanih invest. projekata poduzeća.

- Otkup vl. dionica predstavlja kontrakciju imovinske bilance poduzeća u slučaju da se *obavlja novčanim sredstvima* kojima raspolaže poduzeće – kako se kontrakcija u pasivi vršina teret vl. glavnice, otkup će predstavljati smanjenje knjigovodstveno prikazanog učešća vl. glavnice u financijskog strukturi poduzeća (strukturi kapitala)

Ako se otkup vrši na temelju novčanih sredstava novopribavljenih dugova, knjigovodstveno gledano doći do smanjenja udjela vl. glavnice = povećani intezitet korištenja financijske poluge. *U oba slučaja dolazi do povećane sumnje potencijalnih kreditora u kreditni kapacitet tvrtke.* MOGUĆI EFEKTI OTKUPA: u pravilu izaziva porast zarada/dobiti po dionici (EPS). Razlog je taj da se zarade koje može ostvarivati poduzeće sada dijele na manji broj običnih dionica koji preostaje nakon provedenog otkupa. Ako P/E odnos ostane nepromijenjen može

doći do porasta cijene po dionici (PPS). (zato se otkup smatra dobrim sredstvom za povećanja vrijednosti dionica poduzeća). Čimbenici koji utječu na isplativost poduzimanja takvih akcija npr. reakcije investitora na javnu ponudu svim dioničarima poduzeća za otkup vl.dionica, zatim postupci financiranja otkupa koji mijenjaju strukturu kapitala tvrtke, a time i stavove investitora o poduzeću. Otkup s raspoloživim novčanim sredstvima (kao alternativa isplati dividendi)

- *poduzeće bez dugova*: bogatstvo vlasnika (koji nastavljaju držati dionice) bi se povećalo kad bi se dionice mogle kupiti po njihovoj tekućoj tržišnoj cijeni. Oni vlasnici koji su pristali prodati svoje dionice prolaze lošije od vlasnika koji su ih nastavili držati . Zbog toga dioničari u pravilu neće biti spremni prodati po tekućoj cijeni (koju mogu dobiti i od dr.investitora na tržištu). Poduzeće će morati za otkup ponuditi premiju iznad tekuće tržišne cijene. U slučaju potpunog pametnog tržišta (savršenog i efikasnog) *premija treba izjednačiti učinke* otkupa za obje grupe dioničara.

- *poduzeće s dugovima ( $D/E=1$ )*: rezultati su jednaki kao za poduzeće bez dugova; kad bi se otkup obavio *po tekućim tržišnim cijenama* to bi bila bolja alternativa od distribucije dividendi jer bi rezultirala povećanjem cijena dionica poduzeća. Ako bi se otkup izvršio uz ravnotežnu cijenu (tržišna+premija) obje su varijante jednako učinkovite – ne dolazi do povećanja bogatstva za vlasnike. Ipak vlasnici dionica mogu pristati na otkup po cijeni ispod ravnotežne jer oni tada ostvaruju realiziranu tržišnu vrijednost svojih dionica za razliku od vlasnika čije se dionice ne otkupljuju, koji ostvaruju potencijalno veće bogatstvo kroz novoformiranu tržišnu vrijednost svojih dionica. Dakle iskupljeni vlasnici ostvaruju izvjestan (siguran) dohodak u usporedbi s rizičnim dohotkom vlasnika čije dionice nisu otkupljene.

## 21. Problemi loših kredita u Republici Hrvatskoj

Kao što je već jasno financijska kriza o kojoj se proteklih godina konstantno govorilo ostavila je utjecaj i na samom porastu dizanja kredita. No, što ukoliko ti isti krediti nisu bili dobri, točnije što ukoliko dovedu do nove krize? Zadnja financijska kriza je zbog svoje dubine te međupovezanosti sa subjektima u privredi te društvu imala vrlo široke implikacije na cijelorealnu ekonomiju. Istraživanja o samoj genezi krize kao i mogućim indikacijama problema te mogućnostima oporavka predstavljaju danas jedan od značajnijih interesa. Neka od pitanja vezana su uz reforme financijskog sustava, promjene upravljanja financijskim rizicima, ali i kreditima. Povijest financijskih kriza pokazala je svu raznolikost njihovih uzroka, sve teškoće u njihovom predviđanju i velike razlike u načinu njihovog rješavanja. Dosadašnja iskustva pokazuju da je financijske krize, ako se promatraju kao opći poremećaji povjerenja, teško predvidjeti, no razmjerno lako rješavati. U tom se slučaju rješenje traži u obnovi povjerenja i vjerodostojnosti tvoraca gospodarske politike. Financijske krize su te koje su se kroz ekonomsku povijest pokazale trajnima te se ekonomski model opće financijske krize koristi i za samo tumačenje financijske krize. Procikličko povećanje ponude kredita, koje se povećava kad je gospodarstvo u procvatu i smanjuje tijekom ekonomskih usporavanja, vodi krhkosti financijskih aranžmana i povećava vjerojatnost financijske krize. Važno je napomenuti kako banke u kojima su prisutni loši postupci kao i sama mjerila pri odobravanju kredita, problemi u podružnicama, povezanim poduzećima ili pak problemi s likvidnošću, česte promjene u upravi i promjene revizora, su jedne od problematičnijih banki. U takvoj situaciji samo kreditiranje postaje upitno. Bankarska kriza zapravo je bila posljedica lošeg upravljanja kreditnim rizicima. U portfeljima banaka je oko bilijun eura vrijednih loših kredita, definiranih kao plasmani za koje rate nisu plaćene duže od tri mjeseca. Naime, riječ je o enormno velikoj sumi. Možemo vidjeti kako problem lošeg kreditiranja ne obuhvaća samo Republiku Hrvatsku, nego i sve europske zemlje. Europski loši krediti vrijede čak 7,3% ukupnog europskog BDP-a. Najlošije stanje je na Cipru gdje je gotovo svaki drugi kredit nenaplativ. Nadalje u Sloveniji taj postotak nenaplativosti kredita iznosi oko 28,4%, u Irskoj oko 21,5%, a u Mađarskoj oko 18,9%. Kada usporedimo s ovim brojkama stanje u Republici Hrvatskoj koje iznosi oko 17%, možemo uočiti kako i Republika Hrvatska ima velikih problema sa samim vraćanjem kredita. Ovo veoma loše stanje može biti uzrok i novoj krizi.

*Slika 7. Loši krediti u Europi*

<b>ZEMLJE S NAJVEĆIM POSTOTKOM LOŠIH KREDITA</b>	<b>ZEMLJE S NAJMANJIM POSTOTKOM LOŠIH KREDITA</b>
1. Cipar – 50%	1. Norveška – 1,4%
2. Slovenija – 28,4%	2. Finska – 1,7%
3. Irska – 21,5%	3. Velika Britanija – 3%

Izvor: Srb, V.(2002.): „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek

Nasuprot navedenih zemalja svakako postoje i zemlje koje se mogu pohvaliti sa relativno niskim postotkom loših kredita. Među njima je Norveška u kojoj loših kredita ima svega 1,4%, a potom slijedi Finska sa samo 1,7% loših kredita. Nadalje na toj listi stoji i Velika Britanija s nešto malo manje od 3% te Njemačka sa 3,4%.

## 22. Zaključak

Kreditni, a naročito dugoročno financiranje, nužni su za razvoj gospodarstva. Kod dugoročnih kredita kontrola se vrši odredbom ugovora o samom kreditu. Trošak izvora kod kredita su kamate i naknade, a porezni tretman troška su također kamate, kao porezno odbitna stavka. Posljedica neplaćanja kredita je bankrot. Poseban značaj za gospodarske subjekte imaju dugoročni krediti koji se koriste radi financiranja dugotrajnih ulaganja u osnovna i stalna obrtna sredstva. Financiranje dugoročnih ulaganja isključivo iz vlastitih izvora često nije moguće ostvariti zbog nedostatnog zadržanog dobitka i amortizacije ili nepovoljnih uvjeta za emisiju dionica. Neophodno je u gospodarskom sustavu mobilizaciju i cirkulaciju slobodnog novca i kapitala, čime se postiže brži razvoj gospodarskih subjekata i gospodarstva. U toj je funkciji dugoročni kredit moćna poluga usmjeravanja i razvoja gospodarstva. Proizvodi dugoročnog financiranja su: financiranje proizvodnje, investicijsko financiranje, financiranje nekretnina, financiranje proizvodnje opreme i drugih trajnih dobara, financiranje nabavke pojedinačne opreme i prijevoznih sredstava, kreditni programi s poticajima ministarstva i jedinica lokalne samouprave, kreditni programi za održavanje stambenih zgrada, financiranje trajnih obrtnih sredstava, kredit za investicije u poljoprivredi, sindicirani kreditima.

# Literatura

## Knjige:

- Jurman, A. (2007.): „Pribavljanje izvora sredstava u hrvatskim bankama“, Zbornik Pravnog fakulteta ,Sveučilišta u Rijeci
- Vujčić, B.(2003.): Europska monetarna unija i Hrvatska, Masmedia
- Srb, V.(2002.): „Bankarstvo“, Ekonomski fakultet u Osijeku, Osijek
- Leko, V. (2002.): „Financijske institucije i tržišta I.“, Mikrorad d.o.o., Zagreb
- Vidučić, Lj. (2004.): „Financijski menadžment“, RriF, Zagreb
- Van Horne, J. C. (1993.): „Financijsko upravljanje i politika: Financijski menadžment“, MATE: Zagreb
- Orsag, S. (1997.): „Financiranje emisijom vrijednosnih papira“, RIFIN, Zagreb
- Marković, I. ( 2000.): „ Financiranje –Teorija i praksa financiranja trgovačkih društava“ , RriF, Zagreb

## Internet:

- <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/K/Komercijalne-banke>
- <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/S/Specijalizirane-banke>
- <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/U/Univerzalne-banke>

