

**VELEUČILIŠTE U RIJECI**

Ivan Jelušić

**FINANCIRANJE PODUZEĆA EMISIJOM VRIJEDNOSNIH  
PAPIRA UZ ANALIZU ODABRANOG SLUČAJA**  
(specijalistički završni rad)

Rijeka, 2018.



**VELEUČILIŠTE U RIJECI**  
Poslovni odjel  
Specijalistički diplomski stručni studij Poduzetništvo

**FINANCIRANJE PODUZEĆA EMISIJOM VRIJEDNOSNIH  
PAPIRA UZ ANALIZU ODABRANOG SLUČAJA**  
(specijalistički završni rad)

MENTOR:

Mr.sc. Denis Buterin

STUDENT:

Ivan Jelušić

MBS: 2423000149/14

Rijeka, lipanj 2018.

VELEUČILIŠTE U RIJECI

Poslovni odjel

Rijeka, 10.03.2018.

**ZADATAK  
za specijalistički završni rad**

Pristupniku Ivanu Jelušiću

MBS: 2423000149/14

Studentici specijalističkog studija Poduzetništvo izdaje se zadatak završni rad –  
tema specijalističkog završnog rada pod nazivom:

**Financiranje poduzeća emisijom vrijednosnih papira  
uz analizu odabranog slučaja**

**Sadržaj zadatka:**

Dati sustavan pregled najvažnijih odrednica financiranja poduzeća. Posebno istražiti kratkoročno i dugoročno financiranje emisijom raznih vrsta vrijednosnih papira. Na primjeru odabranog poduzeća istražiti aspekte emisije vrijednosnih papira te analizirati moguću uspješnost i isplativost takvog posla. Temeljem provedene analize dati preporuke za financiranje. Rezultate istraživanja sustavno prikazati u zaključku.

Rad obraditi sukladno odredbama Pravilnika o završnom radu Veleučilišta u Rijeci.

Zadano: 10.3.2018.

Predati do: 15.11.2018.

Mentor:



Mr.sc. Denis Buterin

Pročelnik odjela:



Mr.sc. Marino Golob

Zadatak primio dana: 10.3.2018.



Ivan Jelušić

Dostavlja se:

- mentoru
- pristupniku

# IZJAVA

Izjavljujem da sam završni rad pod naslovom FINANCIRANJE  
PODUZEĆA EMISIJOM VRIJEDNOSNIH PAPIRA UZ ANALIZU  
ODABRANOG SLUČAJA izradio samostalno pod nadzorom i uz stručnu  
pomoć mentora Mr.sc. Denisa Buterina.

Ivan Jelusić



---

(potpis studenta)

## SAŽETAK

Izvori financiranja ključ su rasta poduzeća jer osiguravaju realizaciju investicija i projekata ključnih za razvoj. Izvori financiranja mogu biti unutarnji i vanjski. Unutarnji izvori jesu zadržana dobit i rezerve te dionički kapital. Vanjski izvori je dug koji se može dobiti kod banaka u vidu kredit ili kod dobavljača te na tržištu kapitala u vidu emisije obveznica

Velika poduzeća imaju pristup tržištu kapitala stoga i više mogućnosti kod prikupljanja sredstava financiranja. Upravo to ograničava razvoj mnogim malim poduzećima. Stoga je Zagrebačka burza u suradnji s EBRD započela projekt otvaranja tržišta malim i srednjim poduzećima.

Analiza poduzeća koja kotiraju na ZSE uočeno je da se ista uglavnom financiraju dugom i to s udjelom od 60% u strukturi izvora. Uočeno je da se poduzeća financiraju u razdoblju prosperiteta malo više dugom, dok se u razdoblju krize financiraju vlastitim sredstvima. Usprkos tome financiranje putem tržišta kapitala u nas nije dovoljno razvijeno zbog nedovoljnog povjerenja investitora što je narušila kriza. Poduzeća nisu sklona izdavanju obveznica također.

Ključne riječi: izvori financiranja, dug i vlastita sredstva, dugoročno financiranje, struktura kapitala, poslovni rezultat poduzeća

# SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
1.1. Predmet istraživanja .....	1
1.2. Ciljevi istraživanja.....	2
1.3. Metode istraživanja.....	3
1.4. Struktura rada .....	3
2. ODREDNICE FINANCIRANJA .....	5
2.1. Vrste financiranja .....	5
2.2. Ciljevi financiranja .....	9
2.3. Načela financiranja .....	10
2.4. Pravila financiranja.....	12
3. POJAM I VRSTE FINANCIRANJA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA.....	15
3.1. Financiranje vrijednosnim papirima.....	15
3.2. Kratkoročno financiranje vrijednosnim papirima – komercijalni zapisi .....	18
3.3. Dugoročno financiranje vrijednosnim papirima - dionice.....	21
4. RAZLIKE IZMEĐU KREDITNOG I FINANCIRANJA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA.....	24
4.1. Kratkoročno financiranje.....	24
4.1.1. Kratkoročni krediti.....	24
4.1.2. Trgovački krediti.....	25
4.1.3. Bankarski krediti.....	27
4.1.4. Vremenska razgraničenja.....	28
4.1.5. Faktoring .....	29
4.2. Dugoročno financiranje .....	30
4.2.1. Dugoročni krediti.....	30
4.2.2. Obveznice .....	31
4.2.3. Leasing.....	32

5. ANALIZA SLUČAJA: PRIMJER FINANCIRANJA PODUZEĆA	
ACI D.D. EMISIJOM DIONICA .....	34
5.1. Izvješće za razdoblje završeno 31. prosinca 2017. godine .....	34
5.1.1. Značajni događaji u izvještajnom razdoblju.....	34
5.1.2. Opis najznačajnijih rizika i neizvjesnosti.....	35
5.1.3. Tržišna kapitalizacija.....	36
5.1.4. Vlasnička struktura.....	36
5.1.5. Dinamika fizičkih pokazatelja.....	37
5.1.6. Dinamika poslovnih prihoda .....	38
5.1.7. Dinamika profitabilnosti .....	39
5.1.8. Budući razvoj Društva.....	41
5.2. Načelo rentabilnosti .....	42
6. ZAKLJUČAK .....	45
POPIS KORIŠTENE LITERATURE .....	46
POPIS ILUSTRACIJA .....	49



## 1. UVOD

U okviru eksternog financiranja poduzeća u svijetu, pribavljanje sredstava pomoću vrijednosnih papira, igra sa stajališta dugoročnog financiranja značajnu, a u usporedbi s kreditnim financiranjem, čak i dominantnu ulogu. Od vrijednosnih papira koji se u tu svrhu koriste treba u prvom redu istaći tzv. vrijednosne papire s fiksnim prihodom, obveznice i vrijednosne papire s varijabilnim prihodom, dionice. Uporaba osnovnih vrsta vrijednosnih papira ima odlučujući utjecaj na optimalnu strukturu kapitala, a time i na tržišnu vrijednost poduzeća.

### 1.1. Predmet istraživanja

Predmet istraživanja ovog završnog rada je financiranje poduzeća emisijom vrijednosnih papira. Financiranje je jedan od najvažnijih elemenata u cjelokupnom procesu poslovanja poduzeća. Pravilna struktura i efikasno upravljanje izvorima financiranja izuzetno su važni za opstanak, razvoj i rast poduzeća. Tržište kratkoročnih instrumenata financiranja, tzv. novčano tržište jedna je od osnova razvoja gospodarstva i bitna pretpostavka razvoja tržišta kapitala u Hrvatskoj. U Hrvatskoj je izražen veliki problem nelikvidnosti, a jedan od uzroka je i nepravilno, te nedovoljno korištenje kratkoročnih izvora financiranja. Posebna pozornost obratit će se na financiranje poduzeća putem bankarskog kredita, faktoringa, leasinga te će se prikazati usporedba prednosti i nedostataka pojedinih načina financiranja.

Iz takve problematike definira se sam predmet istraživanja: prikupiti, istražiti i podastrijeti podatke vezane uz ulogu i značaj kratkoročnih i dugoročnih instrumenata financiranja te ukazati kako je uspješna koordinacija i usklađenost istog nužan preduvjet uspješnog ostvarenja daljnjeg razvoja gospodarstva. Objekt samog istraživanja je potencijal financiranja poduzeća emisijom vrijednosnih papira.

Slijedom navedenog postavljena je i radna hipoteza: rezultatima istraživanja, konzistentnim spoznajama i objektivnim znanjima o provedbi kratkoročnih instrumenata financiranja moguće je predložiti poboljšanja kojima mala i srednja poduzeća mogu unaprijediti svoju likvidnost.

Ovu hipotezu potkrepljuju sljedeći argumenti:

1. osnovni cilj svakog poduzeća bi trebao biti postizanje usklađenosti financiranja te time same likvidnosti poduzeća,
2. svako manje i srednje poduzeće mora biti kreativno u implementaciji instrumenata financiranja s obzirom na ograničenja u korištenju instrumenata s tržišta kapitala.

Prednosti suvremenijih i egzotičnijih instrumenata novčanog tržišta su primarno njihove sposobnosti da zadovolje specifične potrebe određenih sudionika novčanog tržišta koje ili ne bi mogle uopće biti zadovoljene upotrebom tradicionalnih instrumenata novčanog tržišta ili bi zadovoljenje tih potreba putem tradicionalnih instrumenata bilo neekonomično. Posebno će se naglasiti i važnost pojedinih instrumenata novčanog tržišta što bi trebalo biti korisno i u našoj praksi.

## 1.2. Ciljevi istraživanja

Ciljevi istraživanja ovog završnog rada su:

1. analizirati trenutno stanje kratkoročnog financiranja poduzeća,
2. istražiti instrumente i mogućnosti financiranja poduzeća na novčanom tržištu,
3. analizirati okolnosti financiranja poduzeća emisijom vrijednosnih papira.

Da bi se primjereno riješio problem istraživanja bilo je nužno dati odgovore na brojna aktualna pitanja, od kojih su najbitnija sljedeća:

1. Kako izgleda struktura i financiranje poduzeća?
2. Koje su vrste, pravila, ciljevi i načela financiranja?

3. Što uključuje kratkoročno financiranje vrijednosnim papirima?
4. Što uključuje dugoročno financiranje vrijednosnim papirima?
5. Kako je poduzeće ACI D.D. financiralo projekt izgradnje nove marine emisijom dionica?

### 1.3. Metode istraživanja

U radu će se primijeniti uobičajene istraživačke metode analize i znanstvene sinteze u analizi dosadašnjih zaključaka i rezultata istraživanja. Metoda deskripcije i metoda klasifikacije bit će korištene prilikom opisa i pregleda pojma i odrednica financiranja. Metoda komparacije će omogućiti usporedbu između različitih instrumenata, a na temelju empirijskih podataka prikazat će se kronologija razvoja instrumenata novčanog tržišta te obujam njihova trgovanja. Koristit će se također metode indukcije i dedukcije i statistička metoda.

### 1.4. Struktura rada

Rad se sastoji od šest međusobno povezanih dijelova. U prvom, uvodnom dijelu, pod nazivom UVOD ukratko su opisani predmet istraživanja i ciljevi istraživanja, postavljena je radna hipoteza te su navedene istraživačke metode koje će se koristiti prilikom pisanja završnog rada.

Drugi dio, pod nazivom ODREDNICE FINANCIRANJA opisuje samu strukturu financiranja poduzeća, daje pregled pojma i vrsta financiranja te pravila i načela financiranja poduzeća.

U trećem dijelu, pod nazivom POJAM I VRSTE FINANCIRANJA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA bit će prikazani kratkoročni i dugoročni instrumenti financiranja poduzeća.

Četvrti dio imena RAZLIKA IZMEĐU KREDITNOG I FINANCIRANJA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA donosi detaljan opis važnih instrumenta kratkoročnog i dugoročnog financiranja.

Peti dio naziva ANALIZA SLUČAJA: PRIMJER FINANCIRANJA PODUZEĆA ACI D.D. EMISIJOM DIONICA daje detaljnu statističku usporedbu mogućih načina financiranja projekta izrade nove marine te case study odabranog načina financiranja.

Završno, u šestom poglavlju pod nazivom ZAKLJUČAK dan je sažetak istraživanja uz finalan zaključak stanja financiranja na novčanom tržištu, te usporedba prednosti i nedostataka pojedinačnih kratkoročnih instrumenata financiranja.

## 2. ODREDNICE FINANCIRANJA

Financije poduzeća su disciplina koja proučava zakonitosti te pravila i načela poslovanja poduzeća novčanim sredstvima. Pod novčanim sredstvima podrazumijeva se novac u originalnom obliku, koji je uložen u imovinu poduzeća i druge gospodarske subjekte ili financijske institucije. U najširem smislu predmet izučavanja financija poduzeća su vrste i vrijednost imovine, kapitala i obveza, ulagački rizici i zarade. U užem smislu to su novac i njegovi surogati (čekovi, mjenice i vrijednosni papiri), prijelazni oblici iz robe u novac, krediti, predujmovi i dr.

### 2.1. Vrste financiranja

Poduzeće treba tretirati kao financijski sustav. Financijski koncept se temelji na spoznaji da su financije (finance, fr = novac) presudne za: (Marković, 2000., 1.)

1. Osnutak poduzeća.
2. Tekuće poslovanje.
3. Razvoj poduzeća.

Kvaliteta financijske snage uvjetuje mogućnost poslovanja. U širem smislu pod financiranjem podrazumijeva se dinamični proces: pribavljanje novca, ulaganje novca, vraćanje novca i usklađivanje izvora financiranja.

Vrste financiranja prema porijeklu izvora financiranja se dijele na:

- unutarnje izvore (stvorilo ih je samo poduzeće),
- vanjske izvore (emisija vrijednosnih papira, krediti i sl.)

Vrste financiranja se mogu razmatrati prema roku raspoloživosti izvora kao:

- kratkoročno financiranje (do jedne godine),
- srednjoročno financiranje i (od jedne do pet godina),

- dugoročno financiranje (više od pet godina, a razlikuju se ročni i neročni izvori).

Vrste financiranja prema vlasništvu izvora financiranja mogu biti:

- vlastiti izvori (partnerski ulazi, dionički kapital...),
- tuđi izvori (obveze, dugovi...).

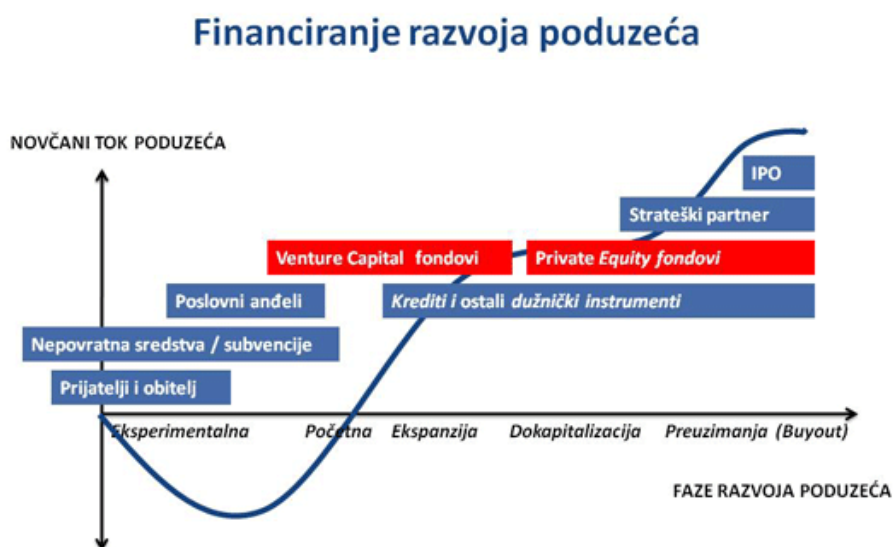
Pod poduzećem u sustavu trgovačkih društava i uopće poduzetničke inicijative smatra se danas određena gospodarska djelatnost koju obavlja trgovačko društvo ili trgovac pojedinac, kao nositelj takve djelatnosti u organizacijskom smislu (Gorenc, 2003., 101.).

Pristup financijama poduzeća može biti upravljački i neupravljački. Upravljački se pristup primjenjuje u svakom poduzeću pa govorimo o upravljanju poslovnim financijama poduzeća (financijskom menadžmentu), dok neupravljačke pristupe čine pravni (juristički), društveni (javni) i investitorski (ulagački). U neupravljačkom pristupu poslovne financije se promatraju od strane eksternih korisnika pa se razlikuju eksterni i interni pristup financijama. Eksterni pristup poslovnim financijama važan je u smislu pravne regulative obračuna i plaćanja poreza, emisije vrijednosnih papira, njihove kupnje i prodaje na sekundarnom tržištu i sl., zatim društvenog promatranja primarnih financijskih instrumenata i kontrole tih instrumenata, zaštite investitora (kupaca vrijednosnih papira), osiguranje javnosti rada, i dr. interni pristup poslovnim financijama čini pristup financijskih referenata, financijskih menadžera i uprave poduzeća (Vukičević, 2006.,11.).

U modernoj ekonomiji, velik utjecaj na financiranje poduzeća imaju vanjski čimbenici. Rastuća konkurencija među korporacijama, tehnološke promjene, fluktuacija inflacije i kamatnjaka (kamatne stope), nesigurnost svjetske ekonomije, fluktuirajući tečajevi, izmjene poreznih zakona te etičke brige o politikama financijskih poslova, svakodnevna su pojava na koju treba obratiti pozornost prilikom donošenju odluka o financiranju poduzeća. Današnje financiranje poduzeća mora biti fleksibilno kako bi se moglo prilagoditi promjenama u eksternoj okolini da bi njegovo ili njezino poduzeće moglo preživjeti. Funkcija odlučivanja

financijskog menadžmenta može razdijeliti na tri glavna područja: investiranje, financiranje i odluke o upravljanju imovinom (Van Horne, Wachowicz, 2002., 2.).

Slika 1: Financiranje razvoja poduzeća



Izvor: CVCA (2018.) Financiranje malih i srednjih poduzeća [online]. Dostupno na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/> [23. ožujka 2018.]

Kao glava jedne od tri glavne funkcije poduzeća: glavni financijski direktor (CFO) uglavnom je izravno odgovoran predsjedniku ili glavnom izvršnom direktoru (CEO). U velikim se poduzećima, financijsko poduzeće koje kontrolira CFO, dijeli na dva dijela. Voditelj financija zadužen je za jedan dio, a voditelj računovodstva za drugi dio. Financijska funkcija u poduzeću objedinjuje marketinšku funkciju (Šutalo, Leko, Grubišić, 1994., 10.) tj. prilagođavanje proizvodnje potrebama tržišta, i proizvodnu funkciju (istraživanje i razvoj novih proizvoda i samu njihovu proizvodnju uz pripadajuće troškove proizvodnje).

Odgovornosti voditelja financija dijele se na područja odlučivanja koja su obično povezana s financijskim menadžmentom: ulaganjem (ocjenjivanje isplativosti ulaganja, upravljanje mirovinama), financiranjem (odnosi s komercijalnim i investicijskim bankama, odnosi s

investitorima, izdaci za dividende) te upravljanje imovinom (upravljanje gotovinom, upravljanje kreditima). Postoje mnogi izvori financiranja, a oni se mogu razlikovati prema porijeklu, raspoloživosti te vlasništvu.

Financiranje prema raspoloživosti se može podijeliti na kratkoročno financiranje i dugoročno financiranje. Kratkoročno financiranje podrazumijeva da izvori financija traju kratkoročno i da su na raspolaganju u vremenskom periodu od jedne godine. Ova vrsta financiranja se koristi za financiranja ulaganja u kratkotrajnu imovinu (obrtna sredstva), dok kod dugoročnog financiranja izvori financija traju dugoročno i raspoloživi su kroz period duži od jedne godine.

Izvori kratkoročnog financiranja su:

- trgovački krediti,
- osigurani kratkoročni krediti,
- vremenska razgraničenja (plaće i porezi) i,
- neosigurani kratkoročni krediti.

Osnovni oblici kreditnog dugoročnog financiranja poduzeća su emisija obveznica, krediti na obročnu otplatu i leasing.

Izvore financiranja prema vlasništvu možemo razlikovati kao vlastite izvore (partnerski ulozi, dionički kapital) a specifični su po tome što kod njih ne postoji obveza vraćanja i oni nemaju rok dospijeca. Upotrebljavaju se za ulog resursa u poslovanje gospodarskog subjekta na neodređeno vrijeme. Pod tuđe izvore financiranja spadaju sve vrste dugoročnih i kratkoročnih obveza te dugovi, a moraju se vratiti vjerovnicima u točno određenom roku. Koriste se jednako za financiranje kratkoročnih i dugoročnih ulaganja (Orsag, 1997., 82.).

Financiranje prema izvoru porijekla dijeli se na unutarnje (interne) izvore koje je kreiralo poduzeće, a to su amortizacija, zadržani dobitak, pričuve. Vanjski (eksterne) izvori su



oni koje financijski menadžment priskrbljuje izvana, izdavanjem dugoročnih i kratkoročnih vrijednosnih papira, preuzimanjem dugoročnih i kratkoročnih kredita itd.

## 2.2. Ciljevi financiranja

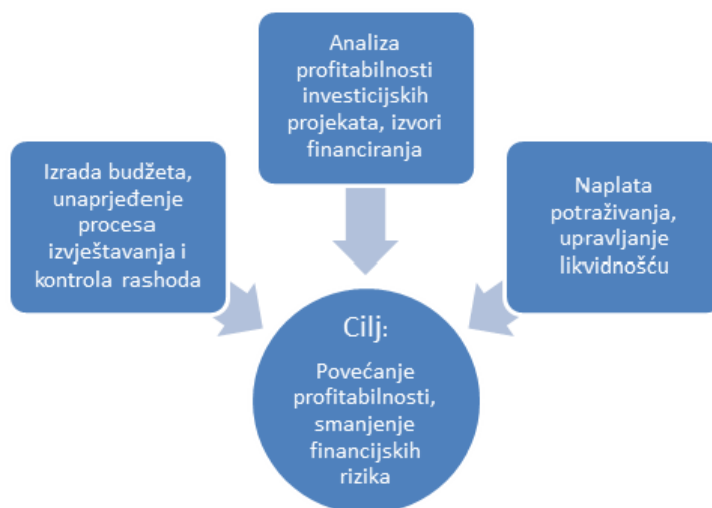
Za pokretanje poduzetništva potreban je novac kojim se financiraju poslovne aktivnosti poduzeća. Svaka poslovna aktivnost utemeljena je na ulaganju novca i svrsishodnom stvaranju troškova poradi ostvarivanja budućih ekonomskih probitaka. U poduzeću se svjesno ulaže novac, odnosno financijska sredstva poradi ostvarivanja dobiti. Zato je poduzetništvo uvijek vezano uz financiranje. Ciljevi financiranja poduzetničkih pothvata usko su vezani s ciljevima poduzeća. Najčešći su ciljevi ostvarivanje dobiti, maksimizacija bogatstva vlasnika poduzeća, maksimizacija prodaje, rast udjela na tržištu, likvidnost i solventnost uz rast mogućih plasmana itd.

Tradicionalno se smatralo da su rast imovine poduzeća, odnosno rast bogatstva vlasnika, uz veći udio na tržištu i jačanje financijske snage poduzeća, glavni ciljevi poduzeća, koji omogućuju ostvarivanje većine drugih ciljeva poduzeća, vlasnika i menadžera poduzeća. To znači da treba razlikovati interese poduzeća, vlasnika i menadžera poduzeća koji čak mogu biti privremeno i/ili trajno u međusobnoj suprotnosti.

Praksa pokazuje da je u Republici Hrvatskoj posljednjih petnaestak godina cilj malog poduzeća zapošljavanje njegova vlasnika, dok se s financijskog stajališta kao njegov cilj može uzeti maksimizacija dobitaka u dugom roku, koja jača financijsku snagu poduzeća. Srednja i velika poduzeća najčešće su dionička društva koja imaju mnoštvo ciljeva, ali se sa stajališta financiranja kao cilj može uzeti povećanje vrijednosti imovine vlasnika poduzeća, stvaranje vrijednosti svojim dioničarima, maksimiziranje tržišne cijene, koja nije istovjetno maksimiziranje zarade po dionici (Van Horne, 1993., 6.).

Odluka o ulaganju najvažnija je odluka između tri glavne odluke u poduzeću. Započinje određivanjem ukupnog iznosa imovine koji je potreban za poslovanje poduzeća. Odlukom o financiranju, financijski menadžer odlučuje kako će izgledati financijska struktura i mora osigurati načine na koje će pribaviti ta sredstva. Potrebno je razlikovati mehanizme dobivanja kratkoročnih zajmova, ugovore o dugoročnom najmu, dogovaranje prodaje obveznica ili dionica. Treća važna odluka je ona o upravljanju imovinom. Jednom kad je imovina stečena i kad je osigurano prikladno financiranje, tom se imovinom i dalje mora učinkovito upravljati.

Slika 2: Osnovni ciljevi financijskog direktora poduzeća



Izvor: POSLOVNA UČINKOVITOST (2018.) Funkcija CFO [online]. Dostupno na:  
<http://www.poslovnaucinkovitost.eu/savjetovanje/poslovanje/rent-a-cfo> [22. ožujka 2018.]

### 2.3. Načela financiranja

Značenje financiranja poslovanja poduzeća iznimno je veliko. Riječ je zapravo o poslovnoj funkciji koja opskrbljuje reprodukcijski proces poduzeća novcem i objedinjuje sve druge poslovne funkcije, tako da se u toj funkciji izražava sve dobro ili loše učinjeno u drugim poslovnim funkcijama. Primjerice, ako nema novaca za plaćanje obveza, nastaje problem nelikvidnosti. Upravo zato, važno je voditi se određenim načelima prilikom donošenja odluka o financiranju.

Najpoznatija načela financiranja su (Rodić, 1991., 42.):

Načelo sigurnosti treba sagledati u dva oblika: ocjenjujući raspoloživost izvora sredstava na tržištu i mogućnost da se sredstva pribave upravo u vrijeme kad je poduzeću potrebno, te je li odabrani način financiranja predvidiv i stabilan. Načelo sigurnosti zahtijeva da se financiraju oni poduhvati iz kojih će se uloženi novac sigurno vratiti, odnosno kod kojih je stupanj rizika najmanji. Vlastita sredstva su najsigurniji i najstabilniji izvor koji omogućava provođenje elastične poslovne politike banke u okviru postojećeg opsega poslovanja.

Načelo stabilnosti financiranja podrazumijeva sposobnost stabilnog financiranja poduzeća odnosno sposobnost poduzeća da iz vlastitih izvora financira jednostavnu reprodukciju, a iz vlastitih ili pozajmljenih izvora financira proširenu reprodukciju (razvoj) te da pritom udjelom vlastitog kapitala svede rizik vjerovnika na minimum.

Načelo likvidnosti podrazumijeva da je gospodarski subjekt likvidan ako u njemu nesmetano teku robni i novčani tijekovi. Razlikuju se tri stupnja likvidnosti: imovina prvog stupnja likvidnosti (potraživanja, gotovina, i vrijednosni papiri koji su odmah unovčivi), imovina drugog stupnja likvidnosti (vrijednosni papiri unovčivi za 30 dana) i imovina trećeg stupnja likvidnosti (ostala kratkotrajna imovina).

Načelo solventnosti je sposobnost plaćanja svih obveza u roku njihova dospijanja. Likvidnost uzrokuje solventnost, ali i solventnost uzrokuje likvidnost, jer se bez novca ne može priskrbiti likvidna imovina (sirovina i materijal, kratkoročni vrijednosni papiri i sl.). Budući da skoro svaka poslovna i financijska odluka utječe na likvidnost i solventnost poduzeća, to je primjena načela likvidnosti i solventnosti u praksi imperativ.

Načelo rentabilnosti je moć zarađivanja. Prema načelu rentabilnosti potrebno je ostvariti što veći financijski rezultat sa što manjim ulaganjima. Poduzeće je rentabilno kada postiže

pozitivan financijski rezultat odnosno višak prihoda nad rashodima. Načelo rentabilnosti zahtijeva da se novčana sredstva ulažu u poslove u kojima će se najviše oploditi (uvećati).

Načelo prilagodbe financiranja nalaže poduzeću da u svom poslovanju osigura stalnu sposobnost prilagodbe (fleksibilnost), posebice sposobnost pribavljanja dodatnog novca iz vlastitih i tuđih izvora financiranja i sposobnost prijevremene otplate dugova.

Načelo rizika financiranja obuhvaća dva glavna rizika: rizik vjerovnika da neće naplatiti svoja potraživanja i rizik od negativnog financijskog rezultata. Zaštita od rizika nemogućnosti naplate potraživanja vjerovnika je to veća što je veći vlastiti kapital i profitabilnost poduzeća.

Načelo povoljne slike financiranja ovisi o bilanci. Interes poduzeća jest da se javnosti plasira optimalna slika financiranja koju zanima struktura financiranja glede vlasništva, glede omjera kratkoročnog i dugoročnog financiranja, omjer imovine i omjer kratkoročnih i dugoročnih obveza.

Načelo neovisnosti financiranja treba osigurati neovisnost poduzeća u financiranju i vođenju poslovne politike. Ako poduzeće mora prihvatiti zahtjeve vjerovnika, to u pravilu negativno utječe na rentabilnost.

#### 2.4. Pravila financiranja

Pravila financiranja ne nude konkretan odgovor na pitanje kako se poduzeće treba financirati u pojedinoj situaciji. Pravila treba primjenjivati fleksibilno jer ona samo pokazuju smjer u kojem poduzeće treba tražiti odgovarajuće rješenje. Pravila financiranja podijeljena su na vertikalna pravila i horizontalna pravila financiranja. Najpoznatija horizontalna pravila financiranja su zlatna bankarska pravila. Neka od osnovnih „zlatnih „ pravila financiranja poduzeća su (Miloš, 2017., 3.):

- dugoročne potrebe se moraju dugoročno financirati (uz načelo solventnosti i likvidnosti),
- kratkoročne potrebe se mogu financirati kratkoročno (uvjetovano načelom profitabilnosti i problemom neiskorištenih sredstava).

Ova pravila nastala su u bankarstvu, a kasnije su se počela primjenjivati u poduzećima. Analogno bankama, prema ovom pravilu, poduzeća trebaju svoje kratkoročne izvore koristiti za ulaganja u kratkotrajnu imovinu (obrtna sredstva), a dugoročne izvore za ulaganja u dugotrajnu imovinu (osnovna sredstva).

Zlatno bilančno pravilo u užem smislu kaže da se dugotrajna ulaganja u aktivu, osim ulaganja u stalnu kratkotrajnu imovinu, u pravilu trebaju financirati iz dugoročnih izvora financiranja. Zlatno pravilo u širem smislu kaže da se dugotrajno vezana imovina, odnosno dugoročna ulaganja, uključujući i ulaganja u stalnu obrtnu imovinu, trebaju financirati iz dugoročnih izvora (vlastitih i tuđih).

Vertikalna pravila financiranja daju naputak kakav treba biti omjer pojedinih dijelova pasive, izvora financiranja po porijeklu (vlastiti i tuđi izvori), po raspoloživosti izvora (kratkoročni i dugoročni izvori). Ako se poduzeće financira s najmanje 50% vlastitih izvora, smatra se da će u tom slučaju biti ravnopravno s vjerovnicima glede koncipiranja i vođenja poslovne politike.

Ostala pravila financiranja su (Veselica, 1995., 426.):

- Pravilo financiranja 2:1 – da omjer kratkotrajne imovine poduzeća i kratkoročnih izvora financiranja (dugova) bude 2:1.
- Pravilo financiranja 1:1 – da suma novca, kratkoročnih vrijednosnih papira i kratkoročnih potraživanja bude jednaka sumi kratkoročnih izvora financiranja.

- Pravilo o omjeru novca i kratkoročnih izvora – ovo pravilo pokušava normirati minimalnu svotu novca (gotovinu) u odnosu na kratkoročne izvore financiranja (dugove) kako bi osigurala solventnost poduzeća.

Pri projekciji novčanih priljeva potrebno je uzeti u obzir: trendove novčanih priljeva iz ranijih razdoblja, sezonske učinke na kretanje priljeva, učinke proizašle iz potencijalne promjene kamatnih stopa i deviznog tečaja, osjetljivost kretanja kamatnih stopa i deviznog tečaja na promjene na domaćem i inozemnim financijskim tržištima, kvalitetu i strukturu aktive banke, konkurentnost na tržištu i potrebe za strateškim pozicioniranjem, utjecaj makroekonomskih promjena itd.

### 3. POJAM I VRSTE FINANCIRANJA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Novčano tržište je najveće i najaktivnije tržište na svijetu. Ono se odlikuje velikim brojem instrumenata kojima se na njemu trguje, a samo novčano tržište je vrlo veliko. Novčano tržište se nalazi u stanju stalnih promjena, karakterizirano je visokom fleksibilnošću i inovacijama, a konstantno se pojavljuju novi načini trgovanja već postojećim financijskim instrumentima te se kreiraju novi što pogoduje manjim investitorima koji također žele sudjelovati na novčanom tržištu. Osnovna zadaća novčanog tržišta jest osiguranje brzog prijenosa sredstava subjekata s kratkoročnim viškom sredstava (dobavljači sredstava) subjektima s kratkoročnim potrebama za sredstvima (korisnici sredstava).

#### 3.1. Financiranje vrijednosnim papirima

Vrijednosni papiri mnogo se koriste u praksi, pogotovo u gospodarski razvijenim zemljama (Jurman, 2005., 313.). Prva i osnovna funkcija financijskog tržišta je u efikasnom alociranju financijskih sredstava od suficitarnih na deficitarne ekonomske jedinice. Poput ove i druga osnovna funkcija financijskog tržišta proizlazi iz podjele na posredno i neposredno financijsko tržište. Na tzv. neposrednom financijskom tržištu izdaju se primarni vrijednosni papiri, npr. obveznice, dionice itd. koje dužnici, odnosno njihovi emitenti, direktno prodaju krajnjim vjerovnicima, odnosno kupcima. S druge strane, oni te iste vrijednosne papire mogu prodavati financijskim institucijama koje na osnovi toga izdaju potraživanja na same sebe u obliku depozita, štednih uloga, depozitnih certifikata i sl., dakle stvaraju indirektnu vrijednosnu papiru. Na tom tzv. posrednom financijskom tržištu krajnji vjerovnici, odnosno kupci vrijednosnih papira, dobivaju umjesto direktnih indirektnu vrijednosnu papiru.

Tako financijske institucije ne obavljaju samo alokativnu, odnosno funkciju posrednika između suficitarnih i deficitarnih ekonomskih jedinica, nego pretvaraju direktne vrijednosne papire u indirektnu, obavljajući tzv. funkciju transformacije, na osnovi koje stvaraju nove financijske instrumente.

Vrijednosni papiri su pismene isprave na kojima je naznačen njihov vlasnik (posjednik, korisnik ili vjerovnik) koji ima neko pravo temeljem te isprave, koje može ostvariti na propisan način. Prema obliku u kojem se pojavljuju, vrijednosni papiri mogu glasiti na ime, donositelja ili po naredbi. Prema subjektu koji ih izdaje (emitira), vrijednosni papiri mogu biti državni, koje izdaje Ministarstvo financija, centralna banka ili druge državne institucije, ili privatni koje izdaju privatna poduzeća, banke ili pojedini građani. Od državnih vrijednosnih papira najvažnije su državne obveznice koje izdaje Ministarstvo financija i nazivaju se trezorski zapisi, te blagajnički zapisi koje izdaje Hrvatska Narodna Banka. Prema sadržaju prava koje je na njima napisano razlikuju se robni i novčani vrijednosni papiri. Primjerice, robni vrijednosni papiri su teretni list, skladišni list, otpremnica i sl., a novčani vrijednosni papiri su dionica, obveznica, mjenica, ček, polica osiguranja, štedna knjižica itd.

Novčani vrijednosni papiri daju svojim vlasnicima pravo na dobivanje nekog iznosa novca u određenom vremenu. Tako, primjerice, na temelju nekog iznosa novca na knjižici vlasnik knjižice ili vlasnik obveznice dobiva redovite godišnje kamate, dok vlasnicima dionica njihovi vrijednosni papiri donose promjenljive prihode u obliku dividendi čija veličina ovisi o rezultatu poslovanja i odlukama skupštine dioničarskog društva. Vrijednosni papiri kao što su mjenice ili bankarske garancije plaćanja ne donose prihode, već čine samo pravnu osnovu za vraćanje duga u efektivnom novcu.

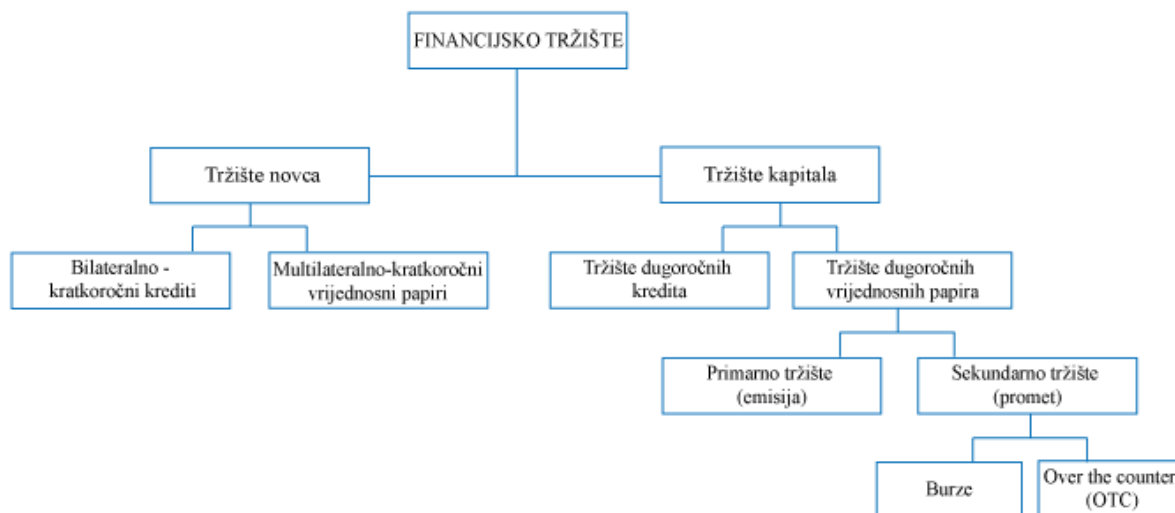
Vrijednosni papiri su surogati novca koji se pojavljuju kao instrumenti financiranja poslovnih aktivnosti poduzeća i građana, obveza države te kao instrumenti monetarne politike pomoću kojih centralna banka regulira tržište novca i tržište kapitala. Najvažniji vrijednosni papiri su dionice i obveznice.

Organizirana mjesta trgovanja instrumentima novčanog tržišta su burze. To su centralizirana mjesta na kojima se susreću kupci i prodavatelji raznih financijskih instrumenata. Iako se većinom instrumenata novčanog tržišta ne trguje na organiziranim burzama, ono s čim se trguje isključivo na burzama jesu ročni ugovori na blagajničke zapise ili ročni ugovori na



kamatne stope kojima investitori unaprijed fiksiraju troškove budućih uzajmljivanja na novčanom tržištu.

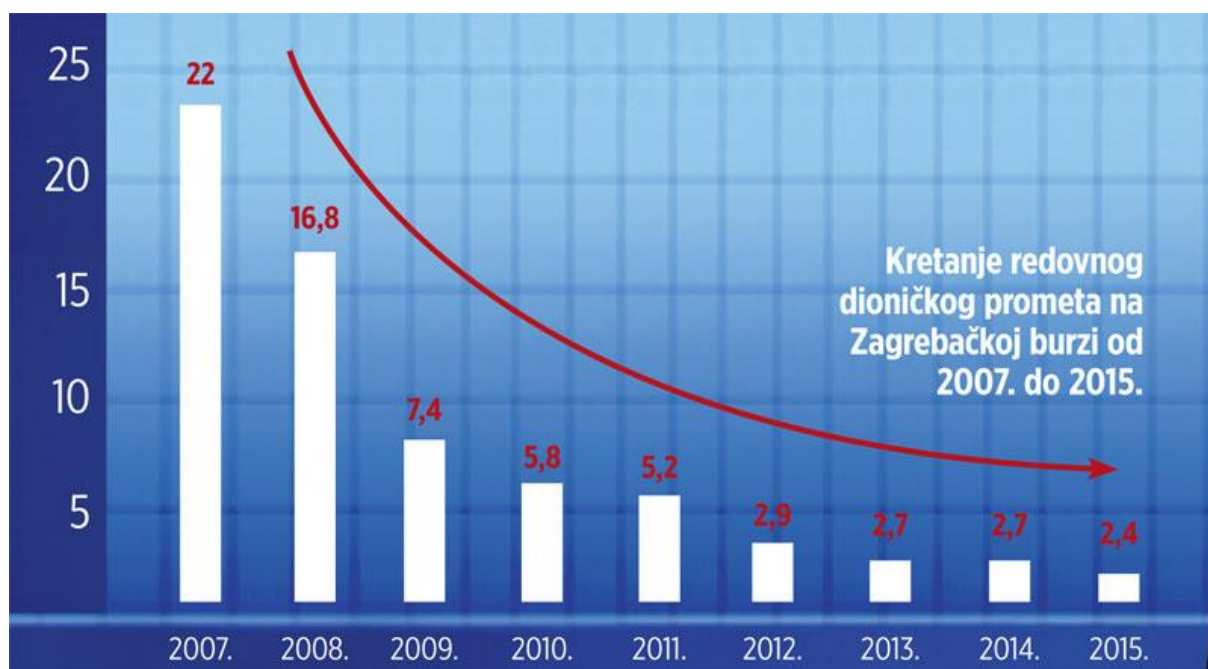
Grafikon 1.: Struktura financijskog tržišta



Izvor: obrada autora

U Hrvatskoj, tržište financijskih izvedenica je nedovoljno pokriveno odgovarajućom regulativom, a to je jedan od razloga zašto je trgovanje izvedenicama novčanog tržišta nedovoljno razvijen segment hrvatskog novčanog tržišta. U usporedbi s ostalim europskim zemljama pa čak i onima koje nemaju dovoljno razvijeno novčano tržište, prosječni dnevni promet na hrvatskom novčanom tržištu je jedan od najnižih. Mogući poticaj daljnjem razvoju novčanog tržišta bi mogao dati i HNB izmjenom svojih instrumenata kojima sudjeluje na novčanom tržištu.

Grafikon 2.: Redovni dionički promet Zagrebačke burze u periodu 2007.-2015.



Izvor: <http://www.zse.hr/default.aspx?id=178>. (22. ožujka 2018.)

Trend pada prometa u razdoblju od 2007. do 2015. godine pratio je strelovit pad indeksa i njegovo približavanje samom dnu, nedostatak likvidnosti, odljev kapitala iz dioničkih investicijskih fondova, te uvođenje poreza na kapitalnu dobit početkom 2016. godine, obilježili su stanje na burzi u tom razdoblju. Godina 2017. na hrvatskom tržištu započela je optimistično, rastom svih ključnih trgovinskih pokazatelja, a nastavak godine bio je obilježen neizvjesnošću vezanom uz razvoj situacije s dionicama društava sastavnicama koncerna Agrokor. U konačnici je promet dionicama unutar knjige ponuda bio +37,3% veći nego 2016., a ukupni promet unutar knjige ponuda +24,6% bolji nego godinu ranije.

### 3.2. Kratkoročno financiranje vrijednosnim papirima – komercijalni zapisi

Komercijalni zapis (engl. commercial bill) je obvezujući vrijednosni papir čijom prodajom se prikupljaju kratkoročna novčana sredstva. Najduži rok dospjeće ovih vrijednosnih papira je godina dana. Komercijalni zapisi spadaju u kratkoročne vrijednosne papire i za njihovo izdavanje nije potrebno odobrenje nadležnog tijela već je dovoljna odluka odgovarajućeg

izdavatelja. Izdavatelj komercijalnih zapisa može biti bilo koja pravna osoba, a odluka o izdavanju mora sadržavati ukupnu sumu na koju se izdaju zapisi te serije, namjena za koju se izdaju, rok otplate i kamatnu stopu ako je predviđeno plaćanje kamata.

Svaki komercijalni zapis mora sadržavati identifikacijsku oznaku komercijalnog zapisa, identifikacijske podatke izdavatelja, nominalnu svotu, datum i mjesto izdavanja, serijski broj, kontrolni broj, faksmil ovlaštenih osoba i visinu kamatne stope. Komercijalni zapisi su vrlo slični blagajničkim zapisima. Kako ga ne izdaju banke, nego poduzeća vrlo različitog boniteta, manje je siguran instrument nego što je to blagajnički zapis banaka, države ili državnih agencija. Pri emisiji komercijalnih zapisa vrlo je važan kredibilitet poduzeća koje koristi taj instrument.

Osnovna prednost komercijalnih zapisa jest da su jeftiniji od drugih oblika kredita koji se uzimaju od financijskih institucija. Kratkog su dospjeća, obično do 270 dana. Komercijalni zapisi u principu služe za financiranje povremenih potreba poduzeća. Neosiguran su instrument koji nema razvijeno sekundarno tržište. Imaju veliku nominalnu vrijednost.

Potencijalni izdavači komercijalnih zapisa su velika poduzeća koja imaju odličan kreditni rejting, imaju razgranatu financijsku strukturu, potencijalno uvrštene na primarnu kotaciju burze. Zainteresirani za kupnju komercijalnih zapisa su osiguravajuće tvrtke, mirovinski fondovi, poslovne banke, institucionalni investitori, u izuzetnim prilikama i pojedinci.

Tablica 1.: Usporedba prednosti i nedostataka emisije komercijalnih zapisa

Prednosti emisije	Nedostaci emisije
<ul style="list-style-type: none"> <li>- veća fleksibilnost kratkoročnog financiranja</li> <li>- komercijalni zapisi su odlična alternativa izravnom financiranju bankarskim kreditima</li> <li>- povlačnije kratkoročno financiranje</li> <li>- izbjegavanje kompenzirajućeg salda</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ograničenost na velike korporacije</li> <li>- nerazvijeno sekundarno tržište</li> <li>- slab kontakt s bankama</li> </ul>

Izvor: obrada autora

Trošak financiranja emisijom komercijalnih papira se sastoji od troškova kamata i troškova emisije. Trošak kamata za emitenta je jednak kamatnom prinosu koji dobiva investitor umanjenom za porezni zaklon, koji smanjuje troškove kreditnog financiranja.

Uspjeh kratkoročnog financiranja emisijom komercijalnih zapisa ovisi o:

- kamatnoj stopi koju nosi komercijalni zapis – ona je vrlo važna te mora biti veća od kamatne stope na oročenu štednju koju plaća banka,
- plaćanju robe komercijalnim zapisima tako da osiguravaju potrebna kratkoročna novčana sredstva,
- izdaju li poduzeća komercijalne zapise čiju isplatu garantira banka čime se izravno smanjuje rizik ulaganja u komercijalne papire.

### 3.3. Dugoročno financiranje vrijednosnim papirima - dionice

Dionice su dugoročni tržišni vrijednosni papiri bez unaprijed utvrđenog dospijeca, odnosno povrata uloženi sredstava. One reprezentiraju idealan dio vlasništva nekog dioničkog društva. Zato se može reći da je dionica isprava o vlasništvu na sredstvima uloženi u poduzeće, banku, drugu financijsku organizaciju, organizaciju za osiguranje i drugu pravnu osobu koja može stjecati dobitak (Jurman, 2005., 318.).

Dionice se mogu prodavati zainteresiranim kupcima direktno ili indirektno. Direktna emisija dionica znači da emitent sam neposredno prodaje dionice kupcima. Na taj način smanjuju se troškovi emisije, ali potencijalni kupci se izlažu većem riziku. Indirektna emisija dionica znači da se one prodaju na tržištu vrijednosnih papira putem posrednika, investicijskih bankara i sl. i da se pri tom provodi postupak ispitivanja boniteta emitenta neusporedivo više nego kod direktne emisije. Vlasnici redovnih ili običnih dionica imaju više prava:

- pravo upravljanja društvom,
- pravo na dividendu,
- pravo prodaje dionica,
- pravo na isplatu u postupku stečaja ili likvidacije dioničkog društva,
- pravo vlasnika na obavještanje o poslovanju dioničkog društva.

Poduzeće emitira dionice i na taj način pribavlja kapital koji više ne treba vraćati vlasnicima. Ono ga je dužno uložiti u ekonomski zdrav program u kojem će se ostvariti pozitivni financijski rezultati i iz kojeg će se vlasnicima isplaćivati primjerena dividenda. Ovakav način prikupljanja sredstava ima neusporedive prednosti od kreditnih zaduživanja i stalne brige o vraćanju dospjelih obveza (Jurman, 1991., 28.).

Postoje četiri osnovne razlike između dionica i obveznica, odnosno tržišta na kojima se njima trguje (Prohaska, 1996., 41.):

- dionice su vrijednosni papiri bez roka dospijea,
- s obzirom na nepostojanje roka dospijea većina se prometa dionica obavlja na sekundarnom tržištu,
- promet dionica na sekundarnom obavlja se u jednakoj mjeri OTC (over the counter) i na burzama vrijednosnih papira, dok se obveznicama uglavnom trguje na OTC tržištu, odnosno preko telefona,
- dok obveznice karakteriziraju fiksne kamatne stope i vrijednost o dospijecu, dotle za dionice ne postoji unaprijed utvrđena stopa prihoda.

Tržište dugoročnih vrijednosnih papira ili tržište kapitala u užem smislu, gdje se trguje vrijednosnim papirima s fiksnim i varijabilnim prihodom, tj. obveznicama i dionicama, naziva se i otvoreno tržište. Veliko poduzeće obično sredstva skuplja i javno i privatno. Kod javne emisije vrijednosnice se prodaju stotinama ulagača formalnim ugovorom. Privatna prodaja s druge strane učinjena je za ograničeni broj ulagača, ponekad samo jednoga.

Kada poduzeće financiraju svoje dugoročne potrebe eksterno, mogu koristiti tri osnovne metode: javnu emisiju vrijednosnica preko investicijskih bankara, privilegirani upis za postojeće dioničare poduzeća te privatnu prodaju institucionalnim investitorima (Van Horne, Wachowicz, 2002., 542.)

Kad poduzeće emitira vrijednosne papire obično koristi usluge investicijskog bankara koji je posrednik između onih kojima trebaju sredstva i onih koji imaju sredstva kroz štednju. Budući da većina poduzeća samo povremeno koristi usluge tržišta kapitala, oni nisu specijalizirani za razdiobu vrijednosnica. Tu nastupaju na scenu investicijski bankari koji imaju mrežu poznanstva, znanje i prodajne baze potrebne kako bi se kvalitetno obavili poslovi prodaje vrijednosnica investitorima.

Kad se poduzeće formira očito je da se mora financirati. Često te početne financije dolaze od utemeljitelja i njihovih obitelji i prijatelja. Za neka je poduzeća to dovoljno, a zadržavanjem budućih zarada nije im više potrebno vanjsko financiranje glavnice. Za druga poduzeća potrebne su infuzije dodatne vanjske glavnice kao što je poduzetnički kapital i početne javne ponude (IPO).

Kupnja i prodaja postojećih dionica i obveznica događa se na sekundarnom tržištu. Transakcije na tom tržištu ne daju tvrtkama dodatna sredstva za kupnju novih postrojenja ili nove opreme, no prisutnost sekundarnog tržišta povećava likvidnost vrijednosnica koje su emitirane. Bez te likvidnosti bi tvrtke koje izdaju nove vrijednosnice morale plaćati veće prinose, jer bi investitori imali problema s nalaženjem tržišta za preprodaju njihovih dionica i obveznica.

## 4. RAZLIKE IZMEĐU KREDITNOG I FINANCIRANJA VRIJEDNOSNIM PAPIRIMA

Osnovni izvori financiranja SME sektora jesu vlastiti izvori: osobna sredstva vlasnika i zadržana dobit ostvarena poslovanjem te kapital neformalnih investitora (prijatelja, obitelji, poslovnih anđela). Što se tiče kredita, najviše se upotrebljavaju bankarski krediti, trgovački krediti te leasing i faktoring. Financiranje poduzeća iz tuđih izvora može biti kratkoročno i dugoročno. Pod kratkoročnim financiranjem podrazumijevaju se kratkoročni krediti uzeti od banaka ili poslovnih partnera, dok se pod dugoročnim financiranjem razumijevaju dugoročni krediti poslovnih banaka ili partnera.

### 4.1. Kratkoročno financiranje

Kratkoročno financiranje iz tuđih izvora donosi ima neke prednosti u odnosu na financiranje iz vlastitih izvora. One se očituju u nižim troškovima kapitala i emisije. No, tuđi izvori predstavljaju rizik gubitka poradi fiksnog opterećenja poslovnog rezultata kamatama i smanjenja solventnosti zbog fiksne obveze vraćanja glavnice i plaćanja kamata. Bez obzira na nedostatke, kratkoročno financiranje je osobito važno za svako poduzeće u potrebi za prevladavanjem izazova povremene nelikvidnosti.

#### 4.1.1. Kratkoročni krediti

Kratkoročni krediti u praksi su najčešći na rok od tri mjeseca ili 90 dana, s mogućnošću prolongiranja još tri puta po 90 dana, tj. do godine dana ako poduzeće uredno i pravovremeno plaća kamatu, a banka ne dovodi u sumnju dana jamstva. Banka prati poslovanje poduzeća po prometu žiro računa i čim primijeti nove rizike traži odmah naplatu kredita, odnosno ne prolongira otplatu kredita na iduća tri mjeseca. Zato je za poduzeće dužnika vrlo bitno da uredno i na vrijeme plaća kamatu. Kod kratkoročnih kredita često su multiplicirane kreditne linije.

Kreditna linija otvara se ugovorom između banke i komitenta. Kreditnom linijom određuje se maksimalni iznos kredita koji banka dopušta komitentu za dugovanje u bilo koje vrijeme.



Obično su kreditne linije odobrene na godinu dana i podliježu jednogodišnjem obnavljanju. Često se kreditne linije obnavljaju nakon što banka primi potvrđeni godišnji izvještaj, pri čemu je imala priliku ispitati napredak komitenta zajmoprimca.

Financijski plan poduzeća najbolje pokazuje kratkoročne kreditne potrebe. Ako su maksimalne kreditne potrebe u dolazećoj godini procijenjene na 800.000,00 kn, zbog vlastite sigurnosti poduzeće bi moglo tražiti kreditnu liniju u visini 1 milijuna kuna. Usprkos mnogih prednosti zajmoprimcu, kreditna linija ne stvara banci zakonsku obvezu odobravanja kredita. Zajmoprimac je obično pismom obaviješten da je banka voljna produžiti kredit do stanovitog iznosa. Ako se kredibilitet zajmoprimca pogoršava tijekom godine, banka neće produžiti kredit, a to se od nje neće niti zahtijevati.

Kratkoročni krediti se dijele na neosigurane i osigurane. Financijske institucije po pravilu ne odobravaju neosigurane kredite, zato što su ulaganja u poduzeća visoko rizična. Kratkoročni, neosigurani bankovni krediti obično se smatraju samoisplativima jer kreditna sredstva generiraju dovoljan dotok novca za otplatu kredita. Sa stajališta korisnika kredita kratkoročni samoisplativi kredit je popularan izvor poslovnog financiranja, posebice u financiranju sezonskih nagomilavanja potraživanja i zaliha. Neosigurani kratkoročni krediti mogu se odobriti pod kreditnom linijom, revolving kreditom ili za transakciju. Oblici i vrste kratkoročnih kredita jesu: trgovački krediti, bankarski krediti i faktoring.

#### 4.1.2. Trgovački krediti

Trgovački krediti su oblik kratkoročnog spontanog financiranja koji rezultira iz redovitih poslovnih transakcija. Sa stajališta troškova financiranja mogu se podijeliti na slobodne trgovačke i naplatne trgovačke kredite.

Slobodni trgovački krediti ovise o uobičajenim rokovima tekućih plaćanja, obujmu poslovne aktivnosti, godišnjoj veličini obveza prema dobavljačima troškovima financiranja. Ti krediti mogu biti bez troškova financiranja i s oportunitetnim troškovima kroz rabat za avansna plaćanja.

Naplatni trgovački krediti sadrže trošak financiranja u slučaju plaćanja iznad uobičajenog. Kreditor može odobriti diskont ako je plaćanje unutar uobičajenog roka ili zaračunavati kamatu na odgodu plaćanja. Zato je trošak trgovačkog kredita potrebno svesti na godišnju razinu kao aproksimativni ili efektivni trošak. Trgovački kredit može biti važan izvor kratkoročnog financiranja. To je neovisan izvor osim ako poduzeće nema strogu politiku s obzirom na promptnost plaćanja računa. Kad se nudi popust u novcu, ali nije korišten, trošak kredita je propušteni popust. Što je duže razdoblje između kraja razdoblja popusta i vremena kad je račun plaćen, manji je oportunitetni trošak. Otezanje s plaćanjem uključuje odgađanje plaćanja poslije roka dospijea. Oportunitetni trošak otezanja s plaćanjem je moguće pogoršanje kreditnog rejtinga poduzeća.

Trgovački kredit je oblik kratkoročnog financiranja karakterističan gotovo u svakom poslovanju. To je najveći izvor kratkoročnih sredstava za sva poduzeća. U modernom, nelikvidnom gospodarstvu, većina kupaca nije obvezna platiti robu odmah prilikom isporuke, već im je odobrena odgoda plaćanja (15, 30, 45, 60 ili 90 dana). Tijekom tog razdoblja prodavatelj robe daje kupcu kredit. S obzirom na to da su dobavljači fleksibilniji po pitanju davanja kredita u odnosu na financijske institucije, poduzeća se često oslanjaju na trgovačke kredite. Trgovački kredit nije neograničeni izvor financiranja: u potpunosti ovisi o planovima nabave poduzeća koji su, povratno, ovisni o ciklusu proizvodnje. Od tri vrste trgovačkih kredita – otvoreni račun, mjenice i barirani čekovi, najčešći je aranžman otvorenog računa. Prodavatelj šalje robu kupcu i fakturu u kojoj je specificirana isporučena roba, cijena, ukupni iznos i uvjeti prodaje. Kredit po otvorenom računu proizlazi iz činjenice da kupac ne potpisuje formalni instrument zaduženja u kojemu se vidi iznos koji duguje prodavatelju. Prodavatelj odobrava kredit na temelju kreditnog provjeravanja kupca.

Poduzeće mora uravnotežiti trošak trgovačkog kredita prema njegovim prednostima i troškove drugih kratkoročnih kredita. Osnovna prednost trgovačkog kredita je fleksibilnost koju daje poduzeću. Najveća prednost trgovačkog kredita je njegova raspoloživost. Trgovački kredit je fleksibilniji način financiranja. Poduzeće u pravilu ne mora potpisivati mjenicu, davati jamstvo, ali se mora držati rasporeda plaćanja. Prednosti trgovačkog kredita se moraju procijeniti u odnosu na trošak, koji može biti vrlo visok. Mnoga poduzeća rabe druge izvore financiranja kako bi se mogla koristiti prednostima popusta u novcu. Ušteda na troškovima drugih oblika financiranja mora nadoknaditi fleksibilnost i pogodnost trgovačkog kredita (Vukičević, 2006., 209.).

#### 4.1.3. Bankarski krediti

Kratkoročni bankarski krediti za poduzeće su alternativa držanju novca. Karakteristike tih kredita jesu: dospijeće, fleksibilnost, kolateral, kompenzirajući saldo i trošak bankarskog kredita. Dospijeće je unutar godinu dana, a najčešće je do 3 mjeseca. Poduzeće ima mogućnost obnavljanja kreditnog aranžmana. Fleksibilnost se izražava u mogućnosti prilagođavanja potrebama poduzeća i minimalizaciji troškova kredita. Kratkoročni bankarski krediti se dijele na okvirne, fiksne i revolving kredite.

Fiksni bankarski kredit odobrava se i pušta u tečaj u ukupnom iznosu. Vraća se u ratama ili odjednom, kako se ugovori s bankom. Taj kredit nije fleksibilan u smislu da se ugovori jedan iznos, a iskoristi samo dio kredita. Pojavljuje se problem neiskorištenih sredstava. Ako se vraća u ratama, nema mogućnosti prilagođavanja potrebama poduzeća.

Okvirni kredit se odobrava do određenog iznosa i pušta u tečaj prema zahtjevima poduzeća. Vraća se odjednom ili u ratama. Ima određenu fleksibilnost jer se priljevi od puštanja u tečaj mogu prilagoditi dinamici nastajanja potreba poduzeća. Vraća se u ratama uz mogućnost prilagođavanja potrebama poduzeća.

Revolving kredit odobrava se u maksimalnom iznosu tijekom razdoblja trajanja. Do tog se iznosa poduzeće može stalno zaduživati nakon vraćanja dijela kredita. To je najfleksibilniji kredit jer se prilagođava nastajanju i smanjivanju potreba poduzeća i eliminira rizik refinanciranja. Kad je sklopljen ugovor o revolving kreditu, banka preuzima obvezu isplate sredstava do maksimalno ugovorenog iznosa, ali ukupne pozajmice ne smiju premašiti maksimalno određeni iznos. Da bi poduzeće dobilo kratkoročni kredit od banke mora biti komitent banke. Banka traži otvaranje žiro računa i ostvarivanje prometa preko žiro računa, kako bi izvjesno vrijeme pratila priljeve i odljeve, odnosno poslovanje poduzeća. Korištenjem tuđeg novca treba zaraditi najmanje u iznosu visine kamate koju treba platiti, iz toga proizlazi potreba opreznosti i proračuna treba li uzeti kredit i kakav. Sve dok je profitna stopa veća od kamatne stope koju treba platiti kreditoru, treba uzimati kredite.

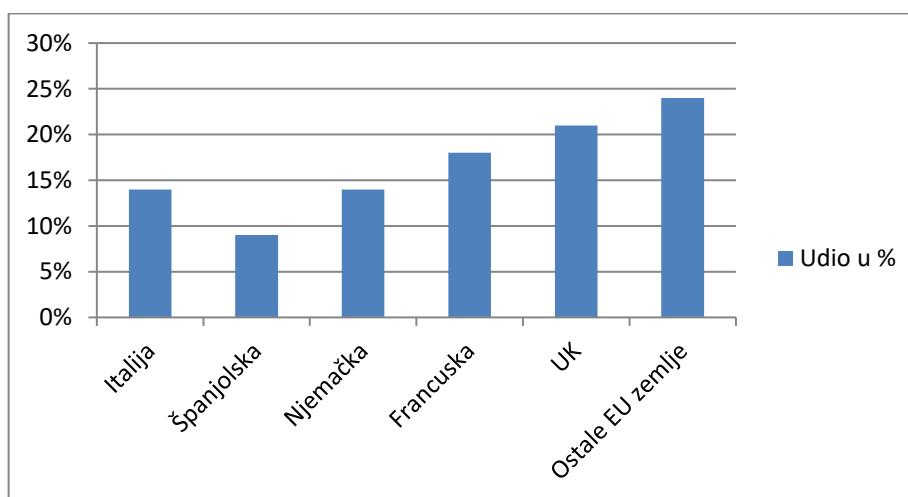
#### 4.1.4. Vremenska razgraničenja

Vremenska razgraničenja kao i obveze prema dobavljačima čine spontan izvor financiranja, premda nude poduzećima manje neovisnosti no što je to pri financiranju trgovačkim kreditom. Glavne pozicije vremenskih razgraničenja su plaće i porezi, i obje trebaju biti isplaćene određenog datuma. U međuvremenu, beskamatno je financiranje raspoloživo poduzeću i za uhodano poduzeće to je financiranje konstantno. Poduzeće često može povećati iznos razgraničenih plaća ako neredovito isplaćuje plaće. Zato vremenska razgraničenja čine spontan način financiranja. Za oba plaćanja, trošak postoji i nastao je, ali nije plaćen. Obično je određen datum kad se vremenska razgraničenja moraju platiti. Kao i plaćanja dobavljačima, vremenska razgraničenja imaju tendenciju povećanja sukladno s povećanjem obujma poslovanja. Na taj način vremenska razgraničenja čine besplatno financiranje. Usluge su pružene za plaću, ali radnici nisu odmah isplaćeni i ne očekuju da budu isplaćeni prije isteka roka od mjesec dana. Radnici zapravo kreditiraju poduzeće najmanje mjesec dana. Zato su vremenska razgraničenja beskamatni izvor financiranja.

#### 4.1.5. Faktoring

Faktoring je kompletan finansijski paket koji kombinira financiranje obrtnog kapitala, zaštitu kreditnog rizika, knjigovodstvene usluge i usluge prikupljanja potraživanja (Bizfluent, 2018.). Iako značaj faktoringa značajno varira od zemlje do zemlje, mora se reći kako je prisutan u gotovo svim zemljama svijeta i kako su stope rasta posebno visoke u zemljama u razvoju (Baković, 2006., 55-58.). Faktoring je alternativno i fleksibilno sredstvo financiranja koje se široko koristi posebno među malim i srednjim poduzećima. To se postiže tako da dobavljač dodjeljuje i prodaje svoja potraživanja od banke ili nebankovne finansijske institucije. Faktor će pružiti raspon usluge svojim klijentima, uključujući pružanje kapitala protiv dodjeljivanje njihovih potraživanja, prihvaćajući rizik od lošeg dugovanja i naplate na dospjele račune. Faktoring je se smatra stabilnom alternativom financiranja od strane mnogih tvrtki, osobito od početka finansijske krize. Zbog svega navedenog faktoring može doprinijeti riziku nenaplate i financiranju tekućeg poslovanja bez kreditnog zaduženja. Industrija faktoringa i potraživanja je ušla u "Zlatno doba", jer usluge i dalje raste za razliku od bilo koje druge trgovine. Stanje globalne faktoring industrije je i dalje u razvoju. Industrija je postigla vrlo visoku stopu u 2015. godini, stvorivši 2,373 milijardi eura, što je 1,14 posto više nego prethodne godine.

Grafikon 1. Udio svjetskog faktoring prometa koji pripada zemljama Europske Unije



Izvor: obrada autora

U poslovnom svijetu koristi se puno vrsta faktoringa. Vrste faktora obično se dijele prema domicilu i prema funkciji. Prema funkciji razlikuje se pravi i nepravi faktoring, a prema domicilu domaći i međunarodni faktoring (Gorenc, 1998., 14.). Prednosti koje klijent stječe sklapanjem ugovora o faktoringu su mnogostruke, a najznačajnije su: poboljšanje likvidnosti, smanjenje klijentova rizika, ispitivanje kreditne sposobnosti dužnika, vođenje knjiga dužnika i povećanje rentabilnosti. Nedostaci faktoringa evidentni su u sljedećim stavkama: tražbine prema krajnjim kupcima, dugoročne tražbine i opseg klijentova poslovanja.

#### 4.2. Dugoročno financiranje

Dugoročno financiranje poduzeća svodi se na financiranje ulaganja u izgradnju ili nabavu dugotrajne materijalne imovine poduzeća. Riječ je o investicijskim zajmovima koji imaju dugoročno dospijeće, pa tako mogu biti srednjoročni na rok povratka od 1 – 5 godina ili dugoročni na rok više od 5 godina.

##### 4.2.1. Dugoročni krediti

U praksi se često postavljaju pitanja kakvu politiku prikupljanja sredstava se treba provoditi (Jurman, 1995., 78.), no praksa je pokazala da su dugoročni krediti najvažniji izvor dugoročnog financiranja. Ti su zajmovi najčešće oročeni u smislu da je izgrađena/ nabavljena imovina konkretnim zajmom oročena zajmodavcu. Tek nakon otplate i plaćanja kamata po kreditu, zajmoprimac je stvarni vlasnik te imovine. Specifičnosti dugoročnih kredita su rok otplate duži od jedne godine, veći rizik, sigurniji instrumenti osiguranja vraćanja, drugačiji sistem odobravanja i poseban način korištenja kredita.

Otplata dugoročnih kredita može biti u jednakim anuitetima ili anuitetima s jednakim otplatnim kvotama, odnosno s nejednakim anuitetima. Za poduzetnika je nešto povoljnije otplaćivati dugoročni kredit nejednakim anuitetima, a za kreditora nejednakim otplatnim kvotama, odnosno jednakim anuitetima. S druge strane, u modelu nejednakih anuiteta najveći

anuiteti su u početku razdoblja otplate zajma, što najčešće nije povoljno za nositelja investiranja. Sredstva bankarskih institucija su po svojoj važnosti drugi izvor financiranja (Jurman, 2007., 85.).

Vrste dugoročnih kredita:

- investicijski: namjenski se koristi za kupovinu opreme, građevinskih objekata, infrastrukture, a vraća se u ratama i anuitetima,
- hipotekarni: koriste se za izgradnju stambenih objekata, zemljišta ili dr. (Saunders, Cornett, 2006., 187.)
- krediti za pokriće prodaje na kredit i izvođenje investicijskih radova: rok povrata im je do 10 godina, a osiguranje vraćanja je kroz avalirane mjenice i hipoteku,
- krediti za trajna obrtna sredstva, rok povrata im je do 5 godina.

#### 4.2.2. Obveznice

Dugoročno financiranje poduzeća iz tuđih izvora može se ostvariti i emisijom vlastitih obveznica. Poduzeće se financira izdavanjem vlastitih obveznica i na taj način prikuplja financijska sredstva kojima raspolaže do roka dospijea obveznica, ali pritom mora plaćati periodičnu kamatu po kuponskim obveznicama, odnosno predviđenu kamatu po roku dospijea običnih obveznica. Obveznice su dužnički vrijednosni papiri koje emitiraju države, poduzeća ili financijske institucije radi prikupljanja financijskih sredstava za tekuće plaćanje obveza ili razvojnih potreba. Sa stajališta poduzeća izdavanje obveznica ima niz prednosti u odnosu prema izdavanju dionica; naime izdavanje dionica ili novo formiranje vlasničkih udjela slabi ulogu i poziciju osnivača poduzeća pri donošenju strateških odluka, dok obveznice ne mijenjaju vlasničku strukturu poduzeća. Kamatna stopa obveznica je u pravilu niža od kamatnih stopa kredita, a pri prodaji obveznica na sekundarnom tržištu izravno investitorima, preskače se uloga komercijalne banke kao posrednika pa je takvo financiranje jeftinije. Procedura pribavljanja kapitala obveznicama poduzeću je jeftinija od pribavljanja kredita jer je moguće pozajmiti velik iznos kapitala od velikog broja investitora bez posebnih pojedinačnih pregovora sa svakim investitorom.

Izdavanjem obveznica poduzeće prikuplja kapital za poslovanje i razvoj. Za razliku od dionica, vlasnici obveznica nisu suvlasnici poduzeća već kreditori u čemu se vidi osnovna razlika između dionica i obveznica. Vlasnik obveznice nekog poduzeća pri naplati ima prednost pred dioničarem poduzeća jer prije isplate dividendi moraju biti podmirene obveze poduzeća po kamatama na obveznice. U slučaju stečaja poduzeća iz stečajne mase prvi se namiruju vlasnici obveznica, dok su dioničari posljednji u lancu. Iz toga proizlazi da su obveznice manje rizične za investitora. Postoje različite vrste obveznica: prema kriteriju vlasništva, prema kriteriju prihoda od kamata, prema kriteriju otplate, prema kriteriju osiguranja, prema kriteriju izdavatelja itd.

#### 4.2.3. Leasing

U tridesetim godinama prošlog stoljeća, zbog teškoća u prodaju proizvoda, razvijaju se specifični poslovi iznajmljivanja i unajmljivanje imovine na određeno vrijeme, najprije nekretnina, a nešto kasnije i pokretne investicijske opreme. To su tzv. poslovi leasinga. Zasnivaju se na činjenici da je profitabilnost neke imovine u određenom razdoblju određena novčanim tokovima u tom razdoblju. Imovina donosi profit samo ako se kapitalizira. Mirujuća imovina donosi samo troškove pa je za poduzetnika vlasništvo luksuz. Ekonomsko-financijski smisao leasinga određen je financiranjem nabave pokretne i nepokretne imovine trajne vrijednosti, kupnje radi iznajmljivanja i na toj osnovi ostvarivanja prihoda – a ne na temelju vlasništva. U leasing ugovorima često se događa da rate iz ugovora o najmu ne podmiruju sve troškove iznajmljene opreme, odnosno da je sve troškove teško unaprijed predvidjeti te da ugovor o najmu treba sklopiti na vrijeme kraće od ekonomskog vijeka trajanja opreme.

Leasing ima prednosti i nedostataka za poduzeće. Prednosti leasinga jesu:

- oslobođenje od visokog jednokratnog gotovinskog plaćanja,
- leasing naknada se plaća iz prihoda ostvarenih korištenjem unajmljene imovine koja se prikazuje kao trošak poslovanja,
- veća brzina pribavljanja i otuđivanja trajne imovine,



- smanjen rizik kupnje zastarjele trajne imovine,
- potiče se tehnički napredak (obračun amortizacije po kriteriju zastarijevanja).

Nedostatci leasing poslova mogu biti:

- skuplja opcija od kupnje imovine iz vlastitih sredstava,
- rizik prodaje proizvoda, a obroci se moraju platiti,
- rizik iznenadnog prekida ugovora poslije isteka rokova zakupa,
- potrebni su detaljno ugovoreni podatci o rokovima, ratama i sl. zbog rizika financijske štete.

Treba uzeti u obzir da je leasing koristan samo onda ako se ima za cilj financirati dobru poduzetničku ideju sa stajališta rizika, kojom će se zaraditi toliko da će se pokriti troškovi leasinga.

## 5. ANALIZA SLUČAJA: PRIMJER FINANCIRANJA PODUZEĆA ACI D.D. EMISIJOM DIONICA

### 5.1. Izvješće za razdoblje završeno 31. prosinca 2017. godine

#### 5.1.1. Značajni događaji u izvještajnom razdoblju

Društvo kontinuirano analizira kretanja na nautičkom tržištu s namjerom iniciranja natječaja za koncesije u svrhu izgradnje i gospodarenja lukama nautičkog turizma. Slijedom navedenog, u 2017. godini pokrenuta je inicijativa za pokretanje postupka dodjele koncesije za izgradnju i gospodarsko korištenje luke nautičkog turizma - marine Novalja. Koncem 2017. godine sklopljen je sa Šibensko – kninskom županijom ugovor o koncesiji za sidrište u uvali Vozarica i Srednja Draga, čime je, uz postojeće kapacitete od 22 marine i jednim sidrištem u uvali Podražanj, proširena ponuda na nautičkom tržištu.

Društvo je u 2017. godini ostvarilo značajna ulaganja s ciljem oplemenjivanja sustava. Nastavljena je realizacija projekta vrijednog 160 milijuna kuna, a odnosi se na rekonstrukciju i dogradnju morskog i kopnenog dijela marine Rovinj čija će se ponuda orijentirati prema tržištu luksuznih plovila duljine od 20 do 40 metara te će predstavljati iskorak u ponudi i poslovanju. Nakon dovršetka rekonstrukcije, ACI marina Rovinj biti će prva marina u ACI sustavu s pet sidara. Među značajnijim ulaganjima u 2017. godini treba istaknuti i sljedeća ulaganja: rekonstrukcija betonskih gatova i pojačanja elektroenergetskog napajanja u ACI marini Vodice, proširenje postojećeg i izgradnja novog bazena travel liftova i uređenje platoa za pranje plovila te uređenje golf igrališta u ACI marini Dubrovnik, rekonstrukcija pješačkih površina i unutarnje terase restorana u ACI marini Umag te rekonstrukcija recepcije u ACI marini Milna. Društvo je tijekom 2017. godine upotpunilo ponudu nautičarima uvođenjem punionica za električna vozila u ACI marinama Umag, Opatija, Cres, Split, Dubrovnik i marini Veljko Barbieri što će se nastaviti i u 2018.g. u drugim marinama ACI sustava. Uz navedena ulaganja u infrastrukturu marina, krenulo se i u pojačanu digitalizaciju i informatizaciju poslovanja, mornarima je omogućeno praćene uplova/isplova putem mobilnih uređaja te su isti povezani s postojećim

receptijskim programom, započet je i rad na izradi mobilne aplikacije za klijente, a pojačan je sustav rezervacije veza putem online booking sustava. Uz ulaganja iz vlastitih sredstava, sklopljen je i ugovor o izradi projektne dokumentacije za rekonstrukciju dvorca Sorkočević, koja izrada je financirana sredstvima iz EU fondova. Kako bi Društvo bilo u korak s konkurencijom te uspješno odgovorilo na sve zahtjeve kupaca i lokalne zajednice, u 2017. godini započelo se s uvođenjem tri međunarodne norme i to ISO 9001, ISO 14001 i ISO 5001 s ciljem povećanja zadovoljstva kupaca, uspješnosti upravljanja okolišem, unaprjeđenja energetske učinkovitosti kao i unaprjeđenja produktivnosti poslovanja. U tijeku je i novi medijski projekt izdavanje časopisa pod nazivom ACI No. 1 s ciljem objedinjavanja najbitnijih informacija, ponuda i zanimljivosti za nautičare na Jadranu, koji će se izdavati godišnje na četiri strana jezika. Na najvećem skupu hrvatskog turizma - Danima hrvatskog turizma na svečanoj podjeli nagrade „Turistički cvijet – Kvaliteta za Hrvatsku 2017“ ACI marine osvojile su prestižnu nagradu u kategoriji srednjih i malih marina. U kategoriji srednjih marina, ACI marina Dubrovnik nagrađena je prvim mjestom, ACI marina Split drugim te ACI marina Vodice trećim mjestom. U kategoriji malih marina, ACI marina Trogir osvojila je treće mjesto. Nagrade „Turistički cvijet – kvaliteta za Hrvatsku“ dodatna su potvrda kvalitete usluga ACI marina u nautičkom svijetu te snažan poticaj za daljnji rad na razvoju i obogaćivanju nautičko turističke ponude ACI marina. Uspješnu sezonu okrunile su i nagrade koje su rezultat provedenih anketa posade Nautičke patrole Jutarnjeg lista tijekom sezone 2017. godine. Prema rezultatima ankete, ACI marina Veljko Barbieri u Slanom osvojila je drugo mjesto. U kategoriji „Moja najdraža marina“ odabrana je ACI marina Cres. Posebno priznanje Nautičke patrole Jutarnjeg lista dodijeljeno je ACI-ju kao jedinstvenom lancu marina za izuzetan doprinos u razvoju nautičkog turizma.

#### 5.1.2. Opis najznačajnijih rizika i neizvjesnosti

Na poslovanje ACI marina utječu koncesijski ugovori, temeljem kojih sve ACI-jeve koncesije (izuzev marine Veljko Barbieri i oba sidrišta) istječu 2030. godine. Upravo je trajanje koncesija čimbenik koji najviše ograničava potencijal razvoja Društva. Prodajne politike Društva definirane su na način da je kreditni rizik relativno nizak (u načelu, prema ugovorima o godišnjem i mjesečnom vezu, usluge se plaćaju unaprijed). Dodatno, čak i u slučaju obročne

otplate, kreditni rizik Društva smanjen je provođenjem mjera kontrole naplate, kao i pribavljanjem instrumenata osiguranja. Društvo ostvaruje značajne prihode od inozemnih gostiju te je izloženo valutnom riziku koji proizlazi iz promjena tečajeva stranih valuta. Uzevši u obzir da se veliki dio prihoda ostvaruje u ljetnim mjesecima, kada je tečaj EUR na nižim razinama, kretanje tečaja izvan ljetnih mjeseci umanjilo je negativan utjecaj tečajnih razlika tijekom ljetnog perioda. Društvo je izloženo rizicima promjene kamatnih stopa, što se u izvještajnom periodu, u odnosu na isti period prethodne godine, reflektiralo smanjenjem prihoda od kamata temeljem oročenih novčanih sredstava.

### 5.1.3. Tržišna kapitalizacija

Redovne dionice ACI d.d.-a kotiraju na Zagrebačkoj burzi pod oznakom ACI-R-A.

Na dan 31. prosinca 2017. godine, prema podacima Codex sortiuma d.o.o., ACI d.d. ima ukupno 766 dioničara. Nominalna vrijednost dionice iznosi 3.600 kuna. Zadnja transakcijska cijena dionica iznosi 5.250,00 kuna. Tržišna kapitalizacija društva na dan 31. prosinca 2017. godine iznosi 583 milijuna kuna.

### 5.1.4. Vlasnička struktura

Pojedinačni dioničari sa najvećim udjelom u temeljnom kapitalu su Republika Hrvatska sa 78,58 % udjela, Dogus Croatia d.o.o. sa 10,87%, Raiffeisenbank Austria d.d. sa 1,14 % te Društvo Bahovec d.o.o. sa 0,61 %. Ostali dioničari, njih 762, sudjeluju sa 8,80 % udjela u temeljnom kapitalu.

Tablica 2. Vlasnička struktura na dan 31. prosinca 2017. godine

STRUKTURA VLASNIŠTVA	BROJ DIONIČARA	UKUPAN BROJ DIONICA	NOMINALNI IZNOS (u kn)	UDIO U TEMELJNOM KAPITALU (%)
REPUBLIKA HRVATSKA (Zastupnik na 85.615 dionica je CERP)	1	87.275	314.190.000	78,58%
DOGUS CROATIA d.o.o.	1	12.070	43.452.000	10,87%
RAIFFEISENBANK AUSTRIA d.d. (zbirni skrbnički račun za DP)	1	1.269	4.568.400	1,14%
BAHOVEC d.o.o.	1	675	2.430.000	0,61%
Ostali dioničari (762)	762	9.771	35.175.600	8,80%
Ukupno	766	111.060	399.816.000	100,00%

Izvor: Izvješće ACI d.d. (nerevidirano) za razdoblje 1. siječnja 2017. – 31. prosinca 2017.

#### 5.1.5. Dinamika fizičkih pokazatelja

Na dan 31. prosinca 2017. godine u ACI marinama boravilo je 3.277 plovila na godišnjem vezu, dok je tijekom izvještajnog perioda na dnevnom vezu ostvareno 104.325 brod dana što je za 4% manje u odnosu na isti period prethodne godine. Mjesečni vez se u izvještajnom periodu povećao za 24 % u brod mjesecima u odnosu na isti period prethodne godine. Svođenjem ostvarenja svih vrsta usluga veza na istu mjernu jedinicu, brod dan ili metar dan, možemo zaključiti kako je u 2017. godini ostvareno 1,5 milijuna brod dana i 16,9 milijuna metar dana. Ukupno ostvarenje brod dana i metar dana u 2017. godini u odnosu na isto razdoblje prethodne godine povećano je za 2%. Fizički pokazatelji u 2017. godini povećani su za ukupno 30.798 brod dana od čega se 23.355 brod dana odnosi na povećanje temeljem mjesečnog veza, 11.462 brod dana temeljem godišnjeg veza, dok su brod dani od dnevnog veza smanjeni za 4.019 u odnosu na prethodno razdoblje. Ukupno 284.043 metar dana ostvareno je više nego u prethodnom razdoblju. Pojedinačno po marinama, među prvih pet marina sa najviše ostvarenih

brod dana u 2017. godini ističu se ACI marine Dubrovnik, Vodice, Umag, Cres te ACI marina Opatija. Gotovo sve marine, izuzev marine Rovinj, Palmižana i Vrboska, bilježe indeks rasta temeljem ostvarenih brod dana u odnosu na prethodno razdoblje. Slična kretanja vidljiva su i kod fizičkih pokazatelja za metar dane.

#### 5.1.6. Dinamika poslovnih prihoda

U 2017. godini ostvareno je ukupno 190 milijuna kuna poslovnih prihoda što je za 1 milijun kuna više u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Među marinama sa najviše ostvarenim poslovnim prihodima ističu se marine Split, Dubrovnik, Umag, Opatija te marina Cres dok su najveći indeks rasta ostvarile marine Veljko Barbieri, Pomer, Piškera, Milna te marina Žut. Pad poslovnih prihoda zabilježen je samo u marini Vodice te marini Rovinj koja je tijekom 2017. godine bila zatvorena zbog rekonstrukcije.

Tablica 3. Usporedni prikaz poslovnih prihoda po marinama

R.B.	MARINE	2017.	2016.	RAZLIKE PERIODA	INDEKS
0	1	2	3	4(2-3)	5 (2/3)
1	UMAG	12.424	11.145	1.280	111
2	ROVINJ	262	12.145	-11.882	2
3	PULA	5.818	5.507	310	106
4	POMER	8.855	7.420	1.435	119
5	OPATIJA	12.408	11.687	720	106
6	CRES	12.262	11.220	1.042	109
7	S.DRAGA	5.479	5.303	177	103
8	RAB	2.999	2.694	305	111
9	ŠIMUNI	5.060	4.901	159	103
10	ŽUT	2.601	2.253	348	115
11	PIŠKERA	2.326	1.961	365	119
12	JEZERA	8.216	8.040	176	102
13	VODICE	11.406	11.570	-165	99
14	SKRADIN	7.702	7.216	487	107

15	TROGIR	10.244	9.553	691	107
16	SPLIT	23.966	22.820	1.146	105
17	MILNA	6.386	5.524	863	116
18	VRBOSKA	3.383	3.224	158	105
19	PALMIŽANA	12.085	11.065	1.020	109
20	KORČULA	7.273	6.456	817	113
21	DUBROVNIK	22.724	22.056	668	103
22	VELJKO BARBIERI	5.196	2.418	2.778	215
	ACI MARINE	189.075	186.177	2.898	102
23	DRUŠTVO I ZS	992	2.653	-1.661	37
	SVEUKUPNO	190.068	188.830	1.237	101

Izvor: Izvješće ACI d.d. (nerevidirano) za razdoblje 1. siječnja 2017. – 31. prosinca 2017.

Gledajući strukturu ostvarenih poslovnih prihoda u 2017. godini, prihodi od stalnog veza bilježe pad od 2% u odnosu na prethodnu godinu. Značajan utjecaj imali su radovi na kompletnoj rekonstrukciji marine Rovinj zbog kojih su izmještena plovila iz marine. Otprilike polovica plovila iz marine Rovinj smještena je na godišnji vez u druge ACI marine, ali je njihov financijski učinak umanjen zbog primijenjenih komercijalnih uvjeta, no Društvo je ipak uspjelo ostvariti povećanje poslovnih prihoda u odnosu na prethodnu godinu. Slijedom navedenog, porasli su i prihodi od mjesečnog veza za 17% , prihodi od zakupa i sporednih djelatnosti za 10%, od ostalih usluga pruženih nautičarima za 6% te od dnevnog veza za 5%. Na povećanje poslovnih prihoda utjecali su i ostvareni prihodi od marine Veljko Barbieri u Slanom koja je sa radom počela u kolovozu 2016. godine.

#### 5.1.7. Dinamika profitabilnosti

U promatranom razdoblju Društvo je ostvarilo pozitivan bruto financijski rezultat u iznosu od 25 milijuna kuna, što je za 11 milijuna kuna više od rezultata ostvarenog za isto razdoblje prethodne godine, kada je ostvareni bruto financijski rezultat iznosio 14 milijuna kuna. EBITDA iznosi 77 milijuna kuna i za 26 % je veća od EBITDA ostvarene u prethodnom razdoblju. Ukupni rashodi za 2017. godinu iznose 176 milijuna kuna i manji su za 11 milijuna kuna ili 6 % u odnosu na prethodno razdoblje.

Tablica 4. Usporedni prikaz rezultata poslovanja

R.B.	OPIS	2017.	2016.	INDEKS
0	1	2	3	4 (2/3)
A	UKUPAN PRIHOD (I+IV)	201.115	201.265	100
B	UKUPAN RASHOD (II+V)	176.084	187.153	94
C	RAZLIKA - BRUTO DOBIT/GUBITAK	25.032	14.112	177
D	EBIT	25.079	14.215	176
E	EBITDA	77.131	61.181	126

Izvor: Izvješće ACI d.d. (nerevidirano) za razdoblje 1. siječnja 2017 – 31. prosinca 2017.

Promatrajući izračunate pokazatelje, koeficijent tekuće likvidnosti se je povećao u 2017. godini u odnosu na prethodno razdoblje što govori da Društvo ima veću sposobnost za podmirenje svojih obveza. Uslijed povećanja neto dobiti ostvareno je i povećanje pokazatelja profitabilnosti dok je pokazatelj ekonomičnosti na razini prethodne godine.

Tablica 5. Pokazatelji poslovanja

POKAZATELJI LIKVIDNOSTI	2017.	2016.
Koeficijent tekuće likvidnosti	4,1	3,0
Koeficijent financijske stabilnosti	0,9	1,1
POKAZATELJI AKTIVNOSTI		
Koeficijent obrtaja ukupne imovine	0,3	0,3
Koeficijent obrtaja kratkotrajne imovine	1,2	2,6
POKAZATELJI EKONOMIČNOSTI		
Ekonomičnost ukupnog poslovanja	1,1	1,1
POKAZATELJI PROFITABILNOSTI		
Neto profitna marža	10,1%	5,8%



Neto rentabilnost imovine (ROA)	3,5%	1,9%
EBIT marža	13,1%	6,8%
EBITDA marža	40,5%	31,7%

Izvor: Izvješće ACI d.d. (nerevidirano) za razdoblje 1. siječnja 2017. – 31. prosinca 2017.

#### 5.1.8. Budući razvoj Društva

Temeljne smjernice poslovanja Društva ACI d.d. podrazumijevaju kontinuirano ulaganje u podizanje standarda kvalitete usluga, modernizaciju i proširenje smještajnih kapaciteta postojećih marina, širenje lepeze usluga u ponudi nautičarima te diversifikaciju poslovanja u dijelu razvoja novih usluga kao i razvoja postojećih kako bi se smanjila ovisnost Društva o osnovnoj usluzi pružanja veza te time smanjila ovisnost o kretanju tržišta nautičkog turizma. U planu je razvoj integriranih popratnih usluga i sadržaja. S ciljem smanjivanja ovisnosti prihodovne strane o broju prodanih vezova, u nadolazećem periodu se planira diversificirati ponudu. Poslovanje Društva strateški je usmjereno na održavanje zadovoljavajućih razina profitabilnosti i povrata ulaganja, stvaranje dodane vrijednosti za dioničare te kontinuirano ulaganje u razvoj i unaprjeđenje ljudskih potencijala kao jedne od ključnih poluga uspješnosti poslovanja Društva. Društvo kontinuirano provodi istraživanje novih lokacija duž obale pogodnih za izgradnju novih marina i sidrišta te moguće strateške akvizicije na Jadranu, sve u cilju osnaživanja tržišnog položaja na lokalnoj i regionalnoj razini. Za 2018. godinu planira se realizacija ulaganja u iznosu 192 milijuna kuna, od čega se 188 milijuna kuna odnosi na investicije, dok je 3.5 milijuna kuna planirano za investicijsko održavanje. Najveća ulaganja usmjerena su u nastavak projekta rekonstrukcije kopnenog i morskog djela marine Rovinj u iznosu 135 milijuna kuna. U izvještajnom razdoblju, Društvo ACI d.d. ostvarilo je 2 % više od ukupno planiranih prihoda za 2017. godinu, te 1% manje ukupno planiranih rashoda. Bruto dobit je 25 % veća od planirane za 2017. godinu

Tablica 6. Ključni pokazatelji za 2017.g.

		PLAN 2017.	OSTVARENJE	INDEKS
0	1	2	3	4 (3/2)
A	UKUPAN PRIHOD	197.783	201.115	102
B	UKUPAN RASHOD	177.729	176.084	99
C	RAZLIKA - BRUTO DOBIT/GUBITAK	20.054	25.032	125
D	EBIT	20.076	25.079	125
E	EBITDA	74.463	77.131	104

Izvor: Izvješće ACI d.d. (nerevidirano) za razdoblje 1. siječnja 2017. – 31. prosinca 2017.

## 5.2. Načelo rentabilnosti

ACI d.d. u 2018. godini planira izgradnju marine u Rovinju. Predviđeno ulaganje iznosi 135 milijuna kuna.

Rentabilnost kao kriterij u izboru financiranja ACI d.d treba promatrati putem tri pokazatelja.

- Prvi pokazatelj je stopa prinosa na ukupne izvore izražena odnosom "bruto-dobitka" prema ukupnim izvorima, odnosno financijskom potencijalu.
- "Bruto-dobitak" u ovom slučaju definirana je kao ukupni prihod ACI d.d umanjen za sve oblike rashoda izuzev pasivnih kamata.
- Drugi pokazatelj je stopa prinosa na vlastita sredstva izražena odnosom dobitka prije oporezivanja i vlastitih izvora ACI d.d
- Treći pokazatelj je rentabilnost vlastitih izvora kao omjer neto- dobitka ili dobitka nakon oporezivanja prema vlastitim izvorima ACI d.d.

Za dioničare ACI d.d bitan kriterij je upravo neto-rentabilnost vlastitih izvora, odnosno neto-rentabilnost dioničkog kapitala.

Ako se na tržištu mogu zaduživanjem pribaviti kreditna sredstva, a emisijom dionica povećati vlastiti izvori, izbor najpovoljnije varijante pribavljanja sredstava ovisit će o:

- cijeni zaduženja,
- stopi prinosa na ukupne izvore
- stopi prinosa na vlastita sredstva banke.

Ako je ACI d.d potrebno 135 milijuna kuna sredstava uz očekivanu bruto rentabilnost od 12%, odnosno 15.840.000 kuna, raspodjela bruto dobitka i stopa prinosa na vlastite izvore ACI d.d zavisit će od kombinacije financiranja tuđim i vlastitim izvorima, a što je prikazano u tablici 7. Financiranje će se vršiti komercijalnim kreditom kamatne stope od 3%, uz porez na dobit od 18%.

Tablica 7.: Raspodjela bruto dobitka prema strukturi izvora sredstava ACI d.d

Opis	Odnos vlastitih prema tuđim izvorima sredstava			
	100 : 0	50 : 50	20 : 80	10 : 90
Bruto-dobitak	15.840.000	15.840.000	15.840.000	15.840.000
-Pasivne kamate	0	2.025.000	3.240.000	3.645.000
Dobitak prije oporezivanja	15.840.000	.	12.600.000	12.195.000
-Porez (18%)	2.851.200	2.486.700	2.268.000	2.195.000
Neto-dobitak	12.988.800	11.328.300	10.332.000	9.999.900
Izvori sredstava:				
- vlastiti	135.000.000	67.500.000	27.000.000	13.500.000
- tuđi	0	67.500.000	108.000.000	121.500.000
Rentabilnost vlastitih izvora	9.62%	16.78%	38.27%	74.07%

Izvor: obrada autora

Može se zaključiti:

- da će ACI d.d., ukoliko se u cijelosti financira vlastitim izvorima, nakon plaćanja poreza na dobitak, ostvariti stopu rentabilnosti vlastitih izvora u visini 9,62%;
- da će se uz korištenje 20% vlastitih i 80% tuđih kreditnih sredstava, uz cijenu od 3% godišnje, stopa rentabilnosti povećati na 16,78% te da će se povećanjem udjela tuđih izvora, stopa rentabilnosti vlastitih izvora još više povećavati, da bi pri udjelu od 90% dostigla čak 74,07%.

Iz navedenog proizlazi, da je za ACI d.d isplativije koristiti tuđe izvore sve dok je kamatna stopa na depozite i zaduženja manja od bruto stope rentabilnosti ukupnih izvora, budući da jače korištenje tuđih izvora donosi povećanje rentabilnosti vlastitih sredstava.

## 6. ZAKLJUČAK

U cilju postizanja optimalnog obujma i strukture kratkoročnih izvora financiranja važno je istaknuti da menadžment treba realno utvrditi nužnu količinu kratkotrajne imovine, kao i definirati stalnu kratkotrajnu imovinu. Ako se menadžment pridržava tradicionalnih pravila financiranja, tada dugotrajnu imovinu i stalnu kratkotrajnu imovinu treba financirati iz dugoročnih izvora financiranja. Kod odabira kratkoročnog izvora financiranja treba se držati pravila da razdoblje korištenja kredita odgovara razdoblju pomanjkanja novca, kako se ne bi plaćale kamate duže no što je potrebno.

Vrlo je važno odrediti optimalnu kombinaciju financiranja s aspekta ekonomičnosti, solventnosti i profitabilnosti. U financiranju tekućeg poslovanja i razvoja poduzeća postoje neka pravila kojih se poduzetnik mora uvijek pridržavati. Dugoročne potrebe moraju se uvijek financirati iz dugoročnih izvora, a kratkoročne se potrebe mogu financirati iz kratkoročnih izvora. Sve dok je stopa profitabilnosti veća od kamatne stope kredita, treba se koristiti tuđim izvorima financiranja.

Za stabilan i uravnotežen rast potreban je trajni kapital koji mora rasti razmjerno s prodajom. Kada to ne bi bio slučaj, jedan ili više omjera morao bi se promijeniti u svrhu njihova usklađivanja. Korporacijskim planiranjem poduzeće želi postići nekoliko stvari: visok rast prodaje, fleksibilnost proizvodnje, nisko zaduženje i visoke dividende. Modeliranje, s naglaskom na upravljanje i povrat sredstava čini jedinstvenu cjelinu poslovnih financija u poduzećima.

## POPIS KORIŠTENE LITERATURE

### KNJIGE:

1. Gorenc, V., Ugovor o faktoringu, Školska knjiga, Zagreb, 1998.
2. Gorenc, V., Trgovačko pravo – društva, Školska knjiga, Zagreb, 2003.
3. Jurman, A., Ulaganje sredstava hrvatskih banaka u vrijednosne papire, Zbornik radova, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 2005.
4. Jurman, A., Politika formiranja optimalne strukture izvora financiranja u hrvatskim bankama, Zbornik radova, Ekonomski fakultet u Rijeci, Rijeka, 1995.
5. Marković, I., Financiranje: teorija i praksa financiranja trgovačkih društava, RRiF-plus, Zagreb, 2000.
6. Orsag S., Financiranje emisijom vrijednosnih papira, RIFIN, Zagreb, 1997.
7. Prohaska, Z., Analiza vrijednosnih papira, Infoinvest, Zagreb, 1996.
8. Rodić, J., Poslovne financije, Ekonomika, Beograd, 1991.
9. Saunders, A., Cornett, M.M, Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, 2006.
10. Šutalo, I., Leko, V., Grubišić, N., Financijski menagement u praksi, Masmedia, Zagreb, 1994.
11. Van Horne, J.C., Wachowicz, J.M.Jr., Osnove financijskog menedžmenta, Mate, Zagreb, 2002.
12. Van Horne, J. C., Financijsko upravljanje i politika, Financijski menedžment, MATE, Zagreb, 1993.
13. Veselica, V., Financijski sustav u ekonomiji, Inženjerski biro, Zagreb, 1995.
14. Vukičević, M., Financije poduzeća, Golden marketing – tehnička knjiga, Zagreb, 2006.

#### ČASOPISI:

1. Baković, I., Faktoring – kratkoročni izvor financiranja. Računovodstvo i financije, vol. 52, 2006., br. 10, str. 55-58.
2. Cirkveni, T., Faktoring - prodaja tražbina radi financiranja poslovanja. Računovodstvo, revizija i financije, vol. 18, 2008., br. 8, str. 45-51.
3. Jurman, A., Neophodnost promjena oblika i načina financiranja poduzeća u Jugoslaviji, Gospodarstvo Istre, vol. 4, 1991., br. 1, str. 29-36.
4. Jurman, A., Oblikovanje optimalne strukture izvora sredstava u bankama, RRIF, vol.17, 2007, br. 9, str. 85.

#### INTERNET IZVORI:

1. Bizfluent (2018). Definition of international factoring [online]. Dostupno na: <https://bizfluent.com/about-6627686-definition-international-factoring.html> (2. siječnja 2018.)
2. CVCA (2018.) Financiranje malih i srednjih poduzeća [online]. Dostupno na: <http://www.cvca.hr/zasto-pe-i-venture-capital/rjecnik-termina/> (23. ožujka 2018.)
3. Miloš, S. D. (2017). OSNOVE FINANCIRANJA PODUZEĆA [online]. Dostupno na: [http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/OFP\\_10.KRATKORO%C4%8CNO%20FINANCIRANJE.pdf](http://www.efzg.unizg.hr/UserDocsImages/EPO/finanaliza/ofp-materijali/OFP_10.KRATKORO%C4%8CNO%20FINANCIRANJE.pdf) (6. prosinca 2017.)
4. POSLOVNA UČINKOVITOST (2018.) Funkcija CFO [online]. Dostupno na: <http://www.poslovnaucinkovitost.eu/savjetovanje/poslovanje/rent-a-cfo> (22. ožujka 2018.)
5. Izvješće ACI d.d. (nerevidirano) za razdoblje 1. siječnja 2017 – 31. prosinca 2017. godine <http://www.aci-marinas.com/financijska-izvjesca/> (20. travnja 2018.)
6. <https://www.mojedionice.com/dionica/ACI-R-A> (20. travnja 2018.)
7. <http://zse.hr/default.aspx?id=10006&dionica=504> (20. travnja 2018.)



## POPIS ILUSTRACIJA

### POPIS SLIKA

Slika 1: Financiranje razvoja poduzeća .....	9
Slika 2: Osnovni ciljevi financijskog direktora poduzeća .....	12

### POPIS TABLICA

Tablica 1.: Usporedba prednosti i nedostataka emisije komercijalnih zapisa .....	22
Tablica 2.: Raspodjela bruto dobitka prema strukturi izvora sredstava banke .....	42
Tablica 2. Vlasnička struktura na dan 31. 12. 2017. godine .....	37
Tablica 3. Usporedni prikaz poslovnih prihoda po marinama .....	38
Tablica 4. Usporedni prikaz rezultata poslovanja .....	40
Tablica 5. Pokazatelji poslovanja .....	40
Tablica 6. Ključni pokazatelji za 2017.g. ....	41
Tablica 7.: Raspodjela bruto dobitka prema strukturi izvora sredstava banke .....	43

### POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1.: Struktura financijskog tržišta .....	19
Grafikon 2.: Redovni dionički promet Zagrebačke burze u periodu 2007.-2015. ....	20
Grafikon 3. Udio svjetskog faktoring prometa koji pripada zemljama Europske Unije .....	31