

Dr. sc. Alen Jugović
Borna Debelić, mag. oec.
Pomorski fakultet Sveučilišta u Rijeci
Studentska 2
Dr. sc. Slavko Lončar
Riva 16
51000 Rijeka

Pregledni članak
UDK:658.14(497.5)
656.614.2
Primljeno: 15. rujna 2009.
Odobreno: 23. listopada 2009.

IZDAVANJE OBVEZNICA KAO INSTRUMENTA PRIBAVLJANJA FINANCIJSKIH SREDSTAVA ZA POTREBE RAZVOJA I UNAPREĐENJA PODUZEĆA

Održavanje kontinuiteta poslovanja, te njegov razvoj i unapređenje, zahtijevaju financijska sredstva koja poduzeće može pribaviti iz vlastitih ili iz vanjskih izvora. U ovome znanstvenom radu provedena je analiza pribavljanja financijskih sredstava iz vanjskih izvora, a za potrebe razvoja i unapređenja poslovanja poduzeća. Nakon toga dobiveni zaključci su se testirali na primjeru poduzeća Jadrolinija d.d. Metodologija znanstvenog rada obuhvaća analizu i usporedbu raznih vanjskih izvora financiranja, pri čemu je posebna pozornost posvećena izdavanju obveznica kao instrumenta pribavljanja financijskih sredstava za potrebe razvoja i unapređenja poslovanja Jadrolinije d.d. Svrha ovoga znanstvenog rada je provesti komparaciju mogućih vanjskih oblika financiranja poduzeća Jadrolinija d.d., a s ciljem da se postavi metodologija koju će moći koristiti i ostala poduzeća prilikom donošenja odluke o financiranju poduzeća iz vanjskih izvora. Rezultati istraživanja upućuju na činjenicu da pribavljena financijska sredstva putem emisije obveznica, za razliku od ostalih instrumenata financiranja, omogućavaju snažniji zamah u povećanju efikasnosti i efektivnosti poslovanja, ali uz uvjet da ono mora biti dugoročno održivo. Navedene zaključke potvrđuju i svjetska iskustva koja ukazuju na činjenicu da je potrebno kontinuirano razvijati strateške planove daljnjeg razvoja utemeljene na realnoj tržišnoj osnovi i mogućnostima pribavljanja sredstava iz vanjskih izvora uz uvažavanje tržišnih specifičnosti i zakonitosti.

Ključne riječi: instrumenti financiranja, poduzetništvo, brodarstvo, obveznice, tržište, privatizacija, Jadrolinija d.d.

1. UVOD

Održavanje kontinuiteta poslovanja, te njegov razvoj i unapređenje, zahtijevaju optimalnu količinu financijskih sredstava pribavljenih uz optimalne uvjete. Potrebna financijska sredstva poduzeće mora pribaviti ili iz vlastitih ili iz vanjskih izvora. Pribavljanje financijskih sredstava iz tuđih izvora kompleksan je proces koji u sebi sadrži mnoge odluke, a jedna od najvažnijih je odluka o tome koji od vanjskih izvora financiranja odabirati u pojedinom slučaju, a u cilju optimizacije procesa zaduživanja. Donošenje takve odluke zahtijeva duboku kvantitativnu i kvalitativnu analizu koja će u sebi sadržavati optimalan broj relevantnih faktora. Jedan od mogućih načina pribavljanja financijskih sredstava iz vanjskih izvora je i izdavanje obveznica. U anglosaksonskim zemljama obveznice predstavljaju pretežit način financiranja korporacija dok u kontinentalnoj Europi pretežito dominiraju klasični bankarski krediti, no i tu se bilježi trend rasta financiranja daljnjega razvitka putem obveznica. U svemu tome hrvatsko tržište obveznica je u svojim počecima i potrebno je dodatno istražiti mogućnosti i efekte financiranja hrvatskih poduzeća putem izdavanja obveznica. Kod obveznica čiji je izdavač država govorimo o državnim obveznicama, a kod obveznica čiji su izdavači lokalne vlasti, odnosno županije, gradovi ili druge lokalne jedinice govorimo o municipalnim obveznicama, dok obveznice čiji su izdavači poduzeća nazivamo korporativnim obveznicama. Predmet istraživanja u ovome znanstvenom radu su obveznice kao instrument financiranja u kontekstu izdavanja obveznica poduzeća Jadrolinija d.d.

2. OBVEZNICE KAO INSTRUMENT FINANCIRANJA U SUSTAVU PODUZEĆA JADROLINIJA D.D.

Obveznica kao dugoročni dužnički vrijednosni papir kojim investitor na određeno vrijeme posuđuje novac izdavatelju uz određenu kamatnu stopu u sadašnjem vremenu predstavlja važan element za osiguranje financijskih sredstava za potrebe rasta i razvoja poduzeća Jadrolinija d.d. Obveznica se u kontekstu strateških poslovnih odnosa može promatrati i kao dužnički vrijednosni papir gdje izdavatelj posuđuje određenu svotu od kupca obveznice, te se obvezuje na isplatu te svote kupcu ili pravnom imatelju obveznice uz uvećanje za ugovorenu kamatu (Foley, 1998., 75-90). Kod obveznica je moguće definirati nominalnu vrijednost obveznice, fiksnu ili varijabilnu kamatnu stopu, dinamiku isplate (periodično ili jednokratno), pokriće, te druge stavke. Kod obveznica Jadrolinije na iznos od 70.000.000 kuna u denominaciji od 1 kune koje nose datum izdanja 25. 10. 2007. godine kamatna stopa iznosi 6,5% godišnje, a rok dospijeca je 25. 10. 2012. godine, te je važno istaknuti i diskont od 99,651% u ovom konkretnom slučaju.

Razmatrajući teorijska određenja o nominalnoj vrijednosti obveznica koja ovise o potencijalnim investitorima u konkretnom slučaju Jadrolinije d. d. ističe se mali nominalni iznos od 1 kune, no istovremena dosadašnja kretanja na Zagrebačkoj burzi pokazuje pretežno institucionalni tip trgovanja ovim vrijednosnim papirom.

Glavni kriterij koji određuje stupanj rizika neke obveznice je kreditni rejting izdavatelja, a čemu treba dodati i signifikantnu važnost kreditnog rejtinga matične države kao institucionalnog okruženja u slučaju kada se radi o korporativnim obveznicama kao što je slučaj kod Jadrolinije. Kreditni rejting koji u sebi sadržava temeljnu ocjenu boniteta te njegov rast ili pad kroz vrijeme ima ključan utjecaj na kretanje cijene neke obveznice pa tako i na obveznice Jadrolinije. Tako je kreditni rejting za Republiku Hrvatsku izražen prema bonitetnoj kući "Dun & Bradstreet" u izvješću za travanj 2009. godine iznosio DB3c što time svrstava Hrvatsku u zemlje umjerenog investitorskog rizika, a prema kući "S & P" aktualni dugoročni kreditni rejting Hrvatske iznosi BBB negativno, dok je kratkoročni rejting izražen s ocjenom A-3 što uvelike utječe na ukupna tržišna kretanja obveznica Jadrolinije d. d.

3. TRŽIŠNA KRETANJA OBVEZNICA PODUZEĆA JADROLINIJA D.D.

Korporativne obveznice kao dužničke vrijednosne papire koje najčešće izdaju velike i uspješne kompanije u cilju prikupljanja potrebnih novčanih sredstava predstavljaju važnu polugu ubrzanja rasta i razvoja, a njihova tržišna kretanja odražavaju mnogostruke aspekte poslovanja kako same kompanije tako i užeg i šireg okruženja. Budući se takva aktivnost poduzeća najčešće vrši u slučajevima kada je novac na tržištu kapitala jeftiniji i pristupačniji nego novac dobiven putem klasičnih bankarskih kredita (Foley, 1998., 75-90) okosnicu izdavanja obveznica svakako čini strateška odluka same tvrtke u kontekstu dugoročnih razvojnih planova.

Analizirajući dva financijska tržišta povezana s obveznicama u kontekstu Jadrolinijinih obveznica: primarno tržište i sekundarno tržište, moguće je zaključiti kako bez uređenog sekundarnog tržišta ni primarno tržište nema svoju vrijednost (Zagrebačka banka i PBIRO, 2007). Hrvatska iskustva to potvrđuju na primjeru obveznica koje su se u nas u prošlosti izdavali u vrijeme neuređenog sekundarnog tržišta (obveznice iz javnih zajmova i sl.) i koje su bile financijski instrumenti s kojim se nije moglo ništa učiniti do njihova roka dospijeca (Miller i VanHoose, 1997, 66-94). Velika važnost uređenosti sekundarnog tržišta u slučaju Jadrolinije očituje se i na početku 2009. godine kada se na Zagrebačkoj burzi institucionalno trgovalo obligacijama Jadrolinije u iznosu 30.452.000,00 kuna i to krajem siječnja po 97,24%, te početkom veljače po 97,26%.

4. KOMPARACIJA FINANCIRANJA PUTEM OBVEZNICA, KREDITA I DIONICA ZA POTREBE RAZVOJA JAVNIH PODUZEĆA

U usporedbi financiranja putem obveznica, dionica i tradicionalnog bankarskog kredita za potrebe pribavljanja financijskih sredstava u funkciji razvoja javnih poduzeća ističu se određene prednosti i nedostaci jednog u odnosu na drugi, a što je prikazano u tablici 1.

U usporedbi pak financiranja obveznicama ili dionicama važna prednost obveznica je njihov relativno lakši plasman, te manji troškovi izdanja u odnosu na dionice.

Prilikom izdavanja obveznica poslovne banke se najčešće pojavljuju u ulozi aranžera. Osim u ulozi aranžera, banke se mogu pojaviti i kao pokrovitelji izdanja korporativnih obveznica (engl. *underwriter*). U tom slučaju poduzeće će, neovisno o interesu i prodaji svojih obveznica na primarnom tržištu, dobiti od banke novac koji planira prikupiti emisijom. To ujedno znači da sama banka snosi rizik prodaje i preprodaje obveznica (Zagrebačka banka i PBIRO, 2007). Stoga je i razumljivo da prije sklapanja takvog posla, banka ocjenjuje kreditni rizik kompanije, pogotovo ako ne uzima u zalag imovinu. Pokrovitelji izdanja obveznica u pravilu su jedna ili više poslovnih banaka, koje procjenjuju prikladnost pojedine tvrtke za izdavanje korporativnih obveznica (Miller i VanHoose, 1997., 66-94).

5. IZDAVANJE OBVEZNICA PODUZEĆA JADROLINIJA D.D. U SVRHU PRIBAVLJANJA FINANCIJSKIH SREDSTAVA IZ VANJSKIH IZVORA

Tvrtka Jadrolinija d.d. je jedna od najstarijih hrvatskih tvrtki koja se bavi pomorskim prijevozom. Jadrolinija kao Jadranska linijska plovidba pravno je osnovana 1947. godine u Rijeci, a nasljednica je Jadranske plovidbe d.d., dijelela Dubrovačke plovidbe i ostatka Zetske plovidbe. Zakonom o osnivanju javnog poduzeća "Jadrolinija" p. o. Rijeka iz 1991. godine Jadrolinija je određena kao javno poduzeće u vlasništvu Republike Hrvatske, a 1996. godine Zakonom o Jadroliniji preoblikovana je u društvo sa vlastitom pravnom osobnošću (Narodne novine, 27/1991., 11/1996.). Jadrolinija d.d. je u javnom vlasništvu, u 100%-tnom vlasništvu Republike Hrvatske. Danas Jadrolinija d.d. raspolaže s 56 brodova u linijskom, dužobalnom i međunarodnom prometu, te brzobrodskom prometu (Jadrolinija, 2007, 5-16).

Strategija razvoja Jadrolinije sastavni je dio državne strategije razvoja otkriva, strategije razvoja prometa, strategije razvoja turizma, strategije razvoja

Tablica 1: Prednosti i nedostaci u komparaciji obveznica, kredita i dionica kao instrumenta financiranja za potrebe razvoja javnih poduzeća

Table 1: Advantages and disadvantages comparing bonds, loans and shares as a financing instrument for the Purpose of Development of Public Companies

	Prednosti	Nedostaci
Obveznice	<ul style="list-style-type: none"> - Mogućnost ostvarivanja znatno većih iznosa; - Kreiranje / širenje nebankovne investitorske baze te time lakše pribavljanje veće količine sredstava; - Marketinški efekti transparentnosti poslovanja na tržištu i eksponiranosti izdavatelja; - Mogućnost trgovanja / upravljanja vlastitim dugom na tržištu; - Dugoročni krediti se teže dobivaju i kamatne stope na njih su vrlo visoke; - Smanjuje se izloženost prema pojedinoj poslovnoj banci; - Najčešće se provodi bez kolaterala; - Mogućnost da obveznice koriste razne opcije kojima se povećava njihova atraktivnost; - Likvidnost na sekundarnom tržištu kapitala. 	<ul style="list-style-type: none"> - Cijene se utvrđuju na tržištu - Dulji vremenski period do realizacije; - Obvezatna transparentnost poslovanja prema javnosti; - Administrativni troškovi izdavanja;
Kredit	<ul style="list-style-type: none"> - Bilateralni dogovor uvjeta financiranja pod okriljem ukupnog odnosa banke i klijenta; - Veća fleksibilnost u slučaju gašenja duga; - Brža realizacija. 	<ul style="list-style-type: none"> - Manji iznosi; - U slučaju većih iznosa popunjavanje limita kod banke, te općenito upitnost raspoloživosti limita; - Statična / oskudna investitorska baza; - Izostanak marketinških efekata.
Dionice	<ul style="list-style-type: none"> - Nema duga prema financijerima (dioničarima); - Manji administrativni troškovi izdavanja; - Mogućnost ostvarivanja većih iznosa; - Niža razina naknada koju financijeri očekuju; - Mogućnost financiranja na dugi rok uz povoljnije uvjete; - Nisu potrebne promjene u odnosu na dosadašnju transparentnost poslovanja prema javnosti; - Mogućnost izdavanja više vrsta dionica uz različite pogodnosti. 	<ul style="list-style-type: none"> - Prenosnje vlasništva nad tvrtkom u slučaju izdavanja redovnih dionica; - Moguće promjene u vlasničkoj strukturi; - Opasnost od tržišne deprecijacije dionica; - Mogućnost smanjenja tržišne atraktivnosti i stabilnosti dionica.

Izvor: Obrada autora prema: Zagrebačka banka i PBIRO: Instrumenti financiranja lokalnih javnih projekata (savjetovanje – konferencija) PBIRO, Rijeka, 2007.

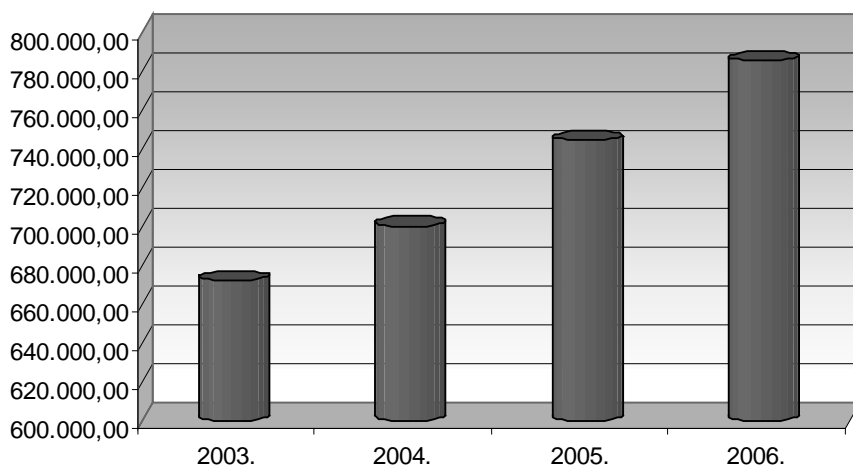
brodogradnje i uopće razvojne strategije gospodarstva Hrvatske, a strategija zavisi od odluka Sabora i Vlade RH. Trenutno je u tijeku provedba razvojnog programa zasnovanog na gradnji trajekata za promet na linijama između hrvatskih otoka i obale u domaćim, hrvatskim, brodogradilištima.

Alokativna namjena financijskih sredstava prikupljenih izdavanjem obveznica usmjerena je u financiranje nabavke dvaju novih putničkih Ro-Ro brodova koje će kao novogradnje izgraditi Brodogradilište Kraljevica.

Poduzeće Jadrolinija d.d. u razdoblju od 2003. do 2006. godine bilježi konstantan rast ukupnih godišnjih poslovnih prihoda, a što je prikazano na grafikonu 1.

Grafikon 1: Ukupni godišnji poslovni prihodi u poduzeću Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina (u tis. kuna)

Graph 1: Total annual business turnover in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006 ('000 kn)



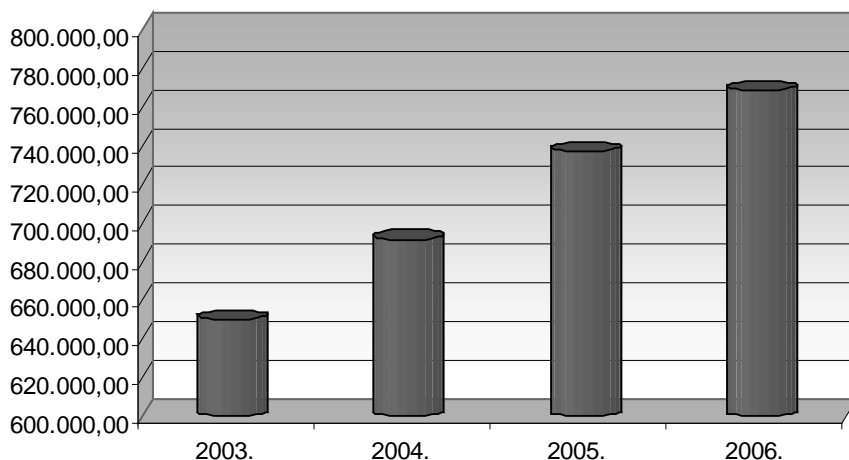
Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

U promatranom razdoblju od 2003. do 2006. godine može se zaključiti da su ukupni godišnji poslovni prihodi rasli po godišnjoj stopi rasta od 5,31%.

U istome razdoblju primjetan je i trend rasta ukupnih godišnjih poslovnih rashoda, a što je prikazano na grafikonu 2.

Grafikon 2: *Ukupni godišnji poslovni rashodi u poduzeću Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina (u tis. kuna)*

Graph 2: *Total annual business costs in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006 ('000 kn)*



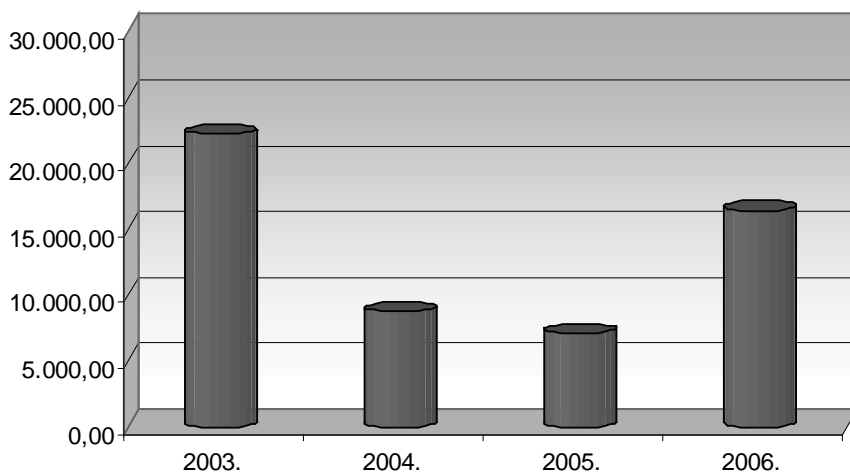
Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

U promatranom razdoblju od 2003. do 2006. godine ukupni godišnji poslovni rashodi rasli su brže od ukupnih godišnjih poslovnih prihoda. Vidljivo je da je godišnja stopa rasta ukupnih poslovnih rashoda iznosila 5,75%.

Ovakvo kretanje ukupnih godišnjih poslovnih prihoda i poslovnih rashoda kao rezultat ima i odgovarajuće kretanje godišnje dobiti iz osnovne djelatnosti, a prikazano je na grafikonu 3.

Grafikon 3: Godišnja dobit iz osnovne djelatnosti u poduzeću Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina (u tis. kuna)

Graph 3: Annual profit from core business in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006 ('000 kn)



Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

Jadrolinija d.d. je u 2006. godini imala bruto dobit od 16,41 mil. kuna što je za 131 % više u odnosu na prethodnu godinu i za 88% više u odnosu na 2004. godinu, ali i 26,1 % manje u odnosu na 2003. godinu u kojoj je bruto dobit iznosila 22,19 mil. kuna. Promatrajući na bazi razdoblja od 2003. do 2006. godine vidljivo je da je ukupna godišnja dobit iz osnovne djelatnosti zabilježila pad po prosječnoj godišnjoj stopi od 9,58%.

Uvećavajući poslovne prihode i rashode za iznose ostalih prihoda i rashoda dolazimo do ukupnih godišnjih prihoda i rashoda poduzeća Jadrolinija d.d. koji su zajedno s bruto i neto dobiti navedeni u tablici 2.

Tablica 2: Ukupni godišnji prihodi i rashodi, te bruto i neto dobit poduzeća Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina (u tis. kuna)

Table 2: Total annual turnover, costs, gross and net profit in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006 ('000 kn)

	u tis. kuna			
	2003.	2004.	2005.	2006.
Ukupni prihod	673.080,00	708.722,00	752.412,00	790.189,00
Ukupni rashod	656.715,00	704.198,00	749.818,00	785.474,00
Bruto dobit	16.365,00	4.524,00	2.594,00	4.715,00
Neto dobit	16.365,00	4.524,00	2.594,00	3.485,00

Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

Iz navedenih kretanja promatranih financijskih kategorija u razdoblju od 2003. do 2006. godine vidljivo je da su ukupni prihodi rasli po prosječnoj godišnjoj stopi od 5,49%. U istome razdoblju ukupni rashodi također su zabilježili rast i to brži od rasta ukupnih prihoda. Ukupni rashodi rasli su po prosječnoj godišnjoj stopi od 6,15%. Takva kretanja ukupnih prihoda i rashoda kao rezultat imaju i odgovarajuće kretanje bruto dobiti koja je u promatranom razdoblju zabilježila pad po prosječnoj godišnjoj stopi od 33,95%. I u kategoriji neto dobiti primjetan je pad i to po prosječnoj godišnjoj stopi od 40,28%.

Nastavno na prethodno iznesene veličine godišnjih stopa rasta promatranih ekonomskih kategorija ukupnog prihoda i rashoda, te bruto i neto dobiti u tablici 3 i na grafikonu 4 prikazani su bazni indeksi ukupnih prihoda i rashoda te bruto i neto dobiti u razdoblju 2003. – 2006. godina, a kao bazna godina uzeta je 2003. godina.

Tablica 3: Bazni indeksi ukupnih prihoda i rashoda te bruto i neto dobiti poduzeća Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina, 2003. = 100

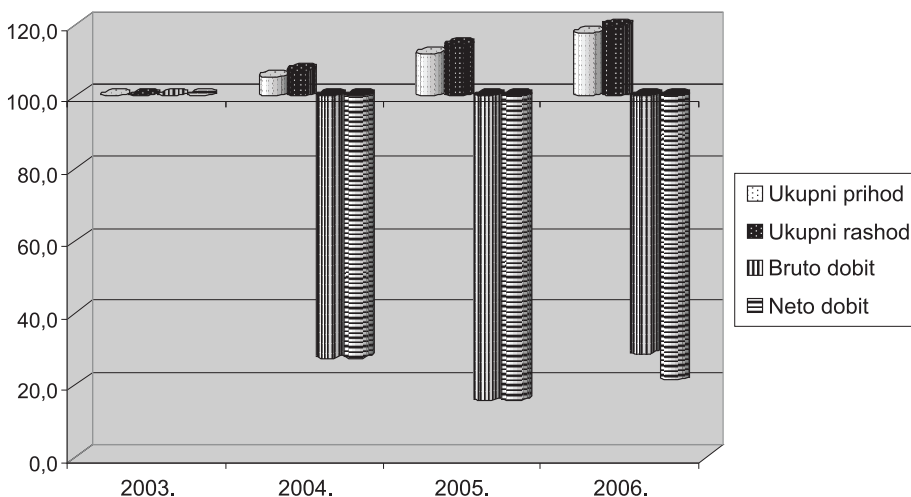
Table 3: Total turnover, costs, gross and net profit indices in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006, 2003. = 100

	2003. = 100			
	2003.	2004.	2005.	2006.
Ukupni prihod	100,00	105,30	111,79	117,40
Ukupni rashod	100,00	107,23	114,18	119,61
Bruto dobit	100,00	27,64	15,85	28,81
Neto dobit	100,00	27,64	15,85	21,30

Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

Grafikon 4: Bazni indeksi ukupnih prihoda i rashoda te bruto i neto dobiti poduzeća Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina, 2003. = 100

Graph 4: Total turnover, costs, gross and net profit indices in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006, 2003. = 100



Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

Primjetno je povećanje ukupnih prihoda u odnosu na 2003. godinu koja je uzeta kao bazna godina, no u isto vrijeme došlo je i do povećanja ukupnih rashoda, te do smanjenja ukupne godišnje bruto i neto dobiti u odnosu na baznu 2003. godinu. Iz navedenih veličina vidljivo je rastuće kretanje ukupnih prihoda koji su u 2006. godini za 17,4% veći u odnosu na 2003. godinu. Istovremeno su i ukupni rashodi u 2006. godini za 19,61% veći u odnosu na 2003. godinu.

Bruto dobit je u 2006. godini na razini od 28,81%, a neto dobit je na razini od 21,30% od veličina iz 2003. godine. Primjetno je značajno smanjenje bruto i neto dobiti kao rezultat bržeg rasta rashoda od prihoda u razdoblju od 2003. do 2006. godine.

U tablici 4 i na grafikonu 5 prikazani su verižni indeksi ukupnih prihoda i rashoda te bruto i neto dobiti u razdoblju 2004. – 2006. godina.

Tablica 4: Verižni indeksi ukupnih prihoda i rashoda te bruto i neto dobiti poduzeća Jadrolinija d.d. u razdoblju 2004. – 2006. godina

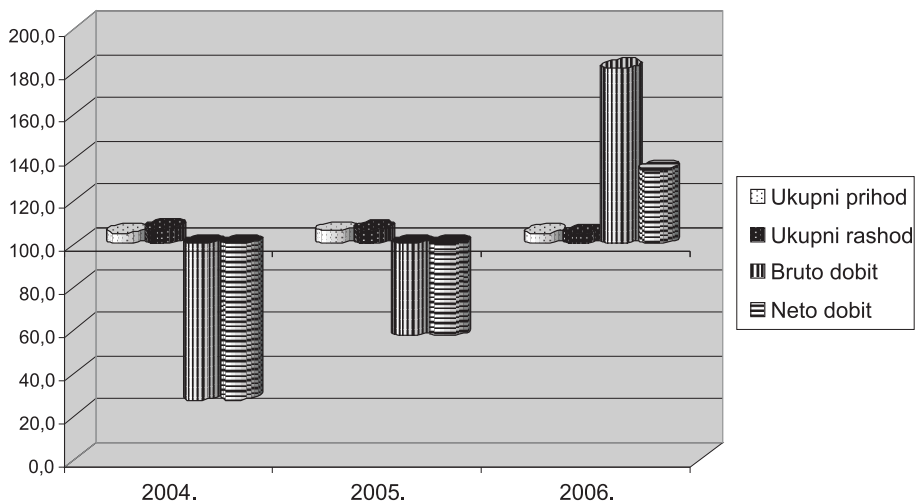
Table 4: Total turnover, costs, gross and net profit chain indices in company Jadrolinija d.d. in the period 2004 – 2006

	2004.	2005.	2006.
Ukupni prihod	105,30	106,16	105,02
Ukupni rashod	107,23	106,48	104,76
Bruto dobit	27,64	57,34	181,77
Neto dobit	27,64	57,34	134,35

Izvor: Obrada autora prema Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

Grafikon 5: Verižni indeksi ukupnih prihoda i rashoda te bruto i neto dobiti poduzeća Jadrolinija d.d. u razdoblju 2004. – 2006. godina

Graph 5: Total turnover, costs, gross and net profit chain indices in company Jadrolinija d.d. in the period 2004 – 2006



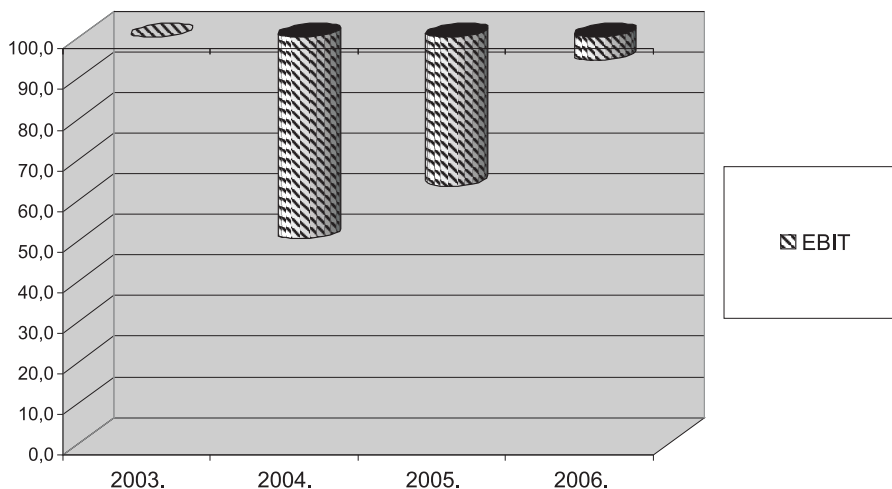
Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 25 – 44. i 61 – 168.

U razdoblju 2004. – 2006. godine iz godine u godinu se povećavaju ukupni prihodi i rashodi, dok se bruto i neto dobiti i u 2004. i u 2005. godinu smanjila u odnosu na prethodnu godinu, a u 2006. godini je bruto dobit povećana za 82%, dok je neto dobit porasla za 34% u odnosu na 2005. godinu.

Analizirajući kretanja veličine EBIT-a, odnosno operativne dobiti u kontekstu redovnog poslovanja Jadrolinije d. d. vidljivo je znatno smanjenje u 2004. godini u odnosu na veličinu iz 2003. godine, a što je prikazano na grafikonu 6 kroz izračun baznih indeksa.

Grafikon 6: Bazni indeksi operativne dobiti - EBIT poduzeća Jadrolinija d.d. u razdoblju 2003. – 2006. godina

Graph 6: Operating profit - EBIT indices in company Jadrolinija d.d. in the period 2003 – 2006



Izvor: Obrada autora prema: Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, 2007., 41 – 42.

Nagli pad operativne dobiti u 2004. godini svakako je pokazatelj koji poziva na povećanu brigu kako menadžmenta samog poduzeća tako i vanjskih investitora, posebice zbog kretanja razine cijena na tržištu pogonskog goriva što je i temeljni uzrok ovakvome padu pokazatelja EBIT. Povećana razina tržišnih cijena pogonskog goriva, te posljedični znatno povećani troškovi goriva u ukupnoj masi poslovnih rashoda Jadrolinije prouzročili su snažan pad operativne dobiti u 2004. godini. Ipak, uzlazni trend u 2005. te približno dostizanje razine iz 2003. godine u 2006. godini tendencije su koje govore u prilog prevladavanja ovih tržišnih poteškoća i osiguravanja kontinuiteta poslovanja.

6. PRIVATIZACIJA JADROLINIJE

U kontekstu poslovnog razvoja i budućnosti Jadrolinije d. d., a direktno povezano s izdavanjem obveznica i odnosom vjerovnika spram rizika i održavanja kontinuiteta poslovanja nužno je sagledati proces njene privatizacije o kojoj se sve više govori i o kojoj su rađene mnogobrojne analize. Tako je u 2005. godini izrađena studija “Konceptija i prijedlog privatizacije Jadrolinije” u kojoj su istraženi i predloženi potencijalni načini privatizacije Jadrolinije. Studijom je u prvoj fazi privatizacije Jadrolinije predviđena dodjela po sedam posto dionica očnoj lokalnoj samoupravi i zaposlenicima, po četiri posto dionica umirovljeničkom te braniteljskom fondu, dok bi druga faza uslijedila pet godina kasnije kada bi se na javnoj ponudi ponudilo 50 posto plus jedna dionica tvrtke, pri čemu bi država zadržala kontrolni paket od 25 posto plus jednu zlatnu dionicu (Ministarstvo mora, prometa i infrastrukture, 2008).

Jedan od temeljnih razloga za izradu studije bio je potreba da se Jadroliniju, koja obavlja oko 90 posto javnog pomorskog prijevoza u Republici Hrvatskoj, čim uspješnije pripremi za tržišno poslovanje u okviru domaće i strane konkurencije kada Hrvatska bude članica Europske unije (Ministarstvo mora, prometa i infrastrukture, 2008). Također je potrebno istaknuti i postojeća legislativna uređenja i htijenja usmjerena prema cilju otvaranja tržišta uvođenjem sustava javnog nadmetanja za sve linije u idućem srednjoročnom razdoblju.

U samom procesu privatizacije, neovisno o odabranom modelu i vremenu njene provedbe, potrebno je voditi računa i posvetiti snažnu brigu očuvanja javnog interesa i otoka posebice vodeći računa o očnoj stanovništvu i temeljima njegovih perspektiva. Uz brigu o otocima i očnoj stanovništvu te razvojnim perspektivama posebno se snažan javni interes očituje i u potrebi da se Jadrolinija d.d. očuva i unaprijedi u gospodarskom-ekonomskom smislu riječi kroz njenu modernizaciju i pripremu za konkurentsku borbu unutar tržišnih odrednica i kretanja. Iznimna važnost ekonomskih perspektiva budućnosti Jadrolinije važan je javni interes, a to treba biti i temelj za odluke o privatizaciji jer će takav pristup umanjiti mogućnosti negativnih pojava koje su bile jak negativan faktor u mnogobrojnim hrvatskim privatizacijama u prošlosti.

Potrebno je sustavno i temeljito istraživati i promišljati o modelu i realizaciji privatizacije Jadrolinije d. d. te odluke temeljiti prije svega uvažavajući javni interes i struku i vodeći računa o svim *stakeholderima* u tom složenom i strateški važnom procesu.

Razmatrajući problematiku izdavanja obveznica, te naknadne moguće privatizacije najvećeg hrvatskog linijskog broдача neizostavno je potrebno analizirati i temeljne performanse odnosa domaćeg i stranog vlasničkog kapitala angažiranog u poduzeću Jadrolinija d.d. kao jedne od determinanti budućeg strateškog razvoja i važne odrednice sigurnosti ulagača. Jadrolinija d.d. nalazi se u 100%-tnom vlasništvu Republike Hrvatske i u sadašnjem trenutku ne eg-

zistiraju odobreni, a neupisani ili neuplaćeni temeljni kapital, niti emitirani vrijednosni papiri zamjenjivi u dionice Jadrolinije, kao niti prava na upis vrijednosnih papira Jadrolinije d.d. koji bi mogli dovesti do promjena u vlasničkoj strukturi. Javno vlasništvo države nad Jadrolinijom, uz ostalo, važan je čimbenik i samog poslovnog usmjerenja, a predstavlja okosnicu na kojoj je utemeljena i sama misija poduzeća koja je uvelike i legislativno određena, a na istoj je zasnovana i vizija društva koja je vezana uz Jadrolinijinu infrastrukturnu društvenu funkciju prometnog povezivanja. Na takvu poziciju Jadrolinije od nacionalnog značaja oslanja se i razvojna strategija društva koja čini sastavni element državne strategije razvoja.

Promatrano s aspekta sigurnosti povrata investicija ulagačima u Jadrolinijine vrijednosne papire, stopostotno javno državno vlasništvo nad Jadrolinijom predstavlja snažan pozitivan faktor sigurnosti i povoljno djeluje na privlačenje ulagača s dugoročnijom perspektivom investicijskih preferencija spram ostvarivanja dobiti od ulaganja u vrijednosne papire. Ovakva struktura ulagača u vrijednosne papire, za razliku od špekulantski motiviranih investitora, također je harmonična i sa samom strategijom djelovanja Jadrolinije koja, uz svoju djelom komercijalnu funkciju, ima snažno naglašenu javnu prometno definiranu funkciju. Važnost održavanja prometne djelatnosti povezivanja otoka s kopnom pod dovoljnim stupnjem kontrole bitan je element sigurnosti i kontinuiteta nacionalnog razvoja.

Ovakav snažan utjecaj države neupitno ima i negativne efekte, posebice na sam sustav tržišnog funkcioniranja, no velika strateška važnost linijskog pomorskog prometa, te uvijek prisutne nesavršenosti tržišta, posebice u kontekstu optimalne alokacije javnih dobara, generiraju potrebu da država može u svakom trenutku intervenirati i osigurati redovitost odvijanja prometa neovisno o cjenovnim anomalijama i kretanjima inputa te eventualnim tržišnim potresima. Takav utjecaj države i povoljan odnos domaćeg i stranog kapitala multiplikativno pozitivno djeluju na ekonomske performanse Jadrolinije u kontekstu izdavanja obveznica.

7. ZAKLJUČAK

Izdavanje obveznica poduzeća Jadrolinija d.d. veliki je i važan strateški korak na putu ka daljnjem poboljšanju i osnaživanju tvrtke. Također je to značajan činitelj u procesu prilagodbe tržišnim kretanjima i građenju konkurentskih snaga za unapređenje domaće i međunarodne konkurentnosti utemeljene na vlastitim domaćim snagama.

Izdavanje obveznica, kao dugoročnih vrijednosnih papira koji imatelju daju pravo na povrat uložene glavnice uvećane za ugovorenu kamatu u ugovorenem vremenskom roku, vrlo je pogodan način pribavljanja dužničkih finan-

cijskih sredstava iz vanjskih izvora za poduzeće Jadrolinija d.d. kao najvećeg putničkog brodaru u Hrvatskoj.

Za svaki od tri prethodno navedena načina pribavljanja financijskih sredstava, putem obveznica, putem kredita i putem dionica, navedene su prednosti i mane s naglaskom na uvjete kada su izdavatelji javna poduzeća i ostali javni subjekti, a izdavanje obveznica u konkretnom slučaju Jadrolinije d. d. može se sagledati kao strateški promišljenu odluku u kontekstu konkretne ekonomske situacije. Moguće je naznačiti i elemente povećanog rizika u uvjetima negativnih konjunkturnih makroekonomskih kretanja posebice potaknutih globalnim ekonomskim događanjima.

Financiranje putem izdavanja obveznica moguće je u slučaju Jadrolinije poduprijeti posebice zbog njene snažne tržišne pozicije i dosadašnje dugoročne stabilnosti. Ipak važno je to dovesti u odnos i s javnom pozicijom Jadrolinije, a što se uvelike može promijeniti privatizacijskim procesima. Zbog toga je posebice važno, strateški mudro usmjeriti financijska sredstva kako bi se ojačala tržišna pozicija posebice u komparaciji s mogućom budućom pozicijom u ulozi privatne broderske kompanije na tržištu. Javno vlasništvo investitorima ulijeva posebnu dozu dodatnog povjerenja, a najave da s privatizacijom neće ići unutar roka koji je relevantan s aspekta emisije i otplate obveznica dodatna su sigurnost. Potrebno je dodatno istaknuti vrlo pozitivnu društvenu klimu koja se stvorila na financijskim tržištima u Hrvatskoj, a posebice zahvaljujući nekoliko proteklih uspješnih prodaja dionica državnih tvrtki građanima uz povoljane uvjete, te nekoliko uspješno provedenih emisija obveznica. Pozitivan odnos spram dugoročnih ulaganja u financijsku imovinu i aktivnih oblika štednja vrlo se snažno razvija u svijesti hrvatskih građana. Živost primarnog i sekundarnog financijskog tržišta u Hrvatskoj važan je preduvjet uspješnosti izdavanja obveznica. Ovakvi pozitivni trendovi i obilježja dobro se uklapaju u okvir odluke o emisiji obveznica tvrtke Jadrolinija d.d.

Financiranje putem dionica, u sadašnjem trenutku u situaciji kada je 100%-tno vlasništvo države, otvara pitanje mogućnosti ostvarivanja negativnih gospodarskih efekata kao svojevrсни uranjeni proces privatizacije kojega bi bilo vrlo teško kvalitetno provesti u kratkom vremenskom roku ili bi se moglo pretvoriti u nedovoljno ekonomski opravdano „upumpavanje“ dodatnih proračunskih sredstava iz državnog proračuna Republike Hrvatske.

Financiranje putem kredita pak znatno bi smanjilo mogućnosti iskorištenja mnogobrojnih potencijala koje nudi emisija obveznica, a posebice uzimajući u obzir snagu i dugoročnu stabilnost Jadrolinije, povjerenje građana i pozitivnu investitorsku klimu koja je bila u uvjetima izdavanja. Vrlo restriktivna politika bankarskih plasmana u uvjetima kriznih makroekonomskih kretanja još je jedan argument koji govori u prilog potrebe imanja posebnog opreza kod financiranja kreditnim zaduženjem.

Pribavljena financijska sredstva putem emisije obveznica omogućavaju snažan zamah u povećanju efikasnosti i efektivnosti poslovanja, a što mora biti dugoročno održivo. Svjetska iskustva govore u prilog tome da je potrebno kontinuirano razvijati strateške planove daljnjeg razvoja utemeljene na realnoj tržišnoj osnovi i mogućnostima pribavljanja sredstava iz vanjskih izvora uz uvažavanje tržišnih specifičnosti i zakonitosti.

Poboljšanje ukupne poslovne efikasnosti i osnaživanje konkurentskih snaga i sposobnosti Jadrolinije praćeno simultanim sustavnim povećanjem transparentnosti poslovanja snažni su pozitivni faktori koji će također biti potaknuti kroz izdavanje obveznica i strateški mudro korištenje pribavljenih financijskih sredstava. Financijska sredstva usmjerena u daljnji tržišni razvoj, te povećanje propulzivnosti kroz povećanje uspješnosti poslovanja i ekonomski utemeljenu realizaciju poslovnih procesa, važan su korak ka uspostavljanju dugoročno održivih temelja budućeg gospodarskog razvoja Jadrolinije, a u cilju ispunjavanja njezinih funkcija koje su od velike važnosti za ukupno hrvatsko gospodarstvo.

Usmjerenost ka razvoju i napretku poslovnih procesa te podizanju konkurentskih snaga na još višu razinu omogućit će u budućnosti promišljanja o daljnjim koracima za pribavljanje novih financijskih snaga iz vanjskih izvora, a u tu strateški važnu aktivnost uključit će se i odluka o privatizaciji i njenim modalitetima, te vremenskim odrednicama njene provedbe.

LITERATURA

Knjige:

- [1] Denona Bogović, N., B. Debelić, Razvoj industrije Primorsko-goranske županije utemeljen na znanju, Rijeka, Poslovni biro PBIRO, 2007.
- [2] Dundović, Č., /et al./, Integracija i koordinacija lučkog i prometnog sustava Republike Hrvatske. Rijeka, Pomorski fakultet, 2006.
- [3] Foley, B. J., Tržišta kapitala, Zagreb, MATE, 1998.
- [4] Gulin, D., S. Orsag., Financiranje poslovanja emisijom dionica i njihovo računovodstveno praćenje, Zagreb, Progres, 1991.
- [5] Gulin, D., S. Orsag., S., Financiranje poslovanja emisijom obveznica i njihovo računovodstveno praćenje, Zagreb, Progres, 1991.
- [6] Howells, P., K. Bain, Financial Markets and Institutions, 3rd ed., Harlow, Financial Times Prentice Hall, 2000.
- [7] Juričić, D., D. Veljković, Financiranje kapitalnih projekata lokalnoga javnog sektora, Rijeka, Vitagraf, 2001.
- [8] Leko, V., L. Božina, Novac, bankarstvo i financijska tržišta, Zagreb, Adverta, 2005.
- [9] Madura, J., Financial markets and institutions, 2nd ed., Saint Paul, West Publishing, 1992.
- [10] Marks, K. H., /et al./, The handbook of financing growth: strategies and capital structure, Hoboken, John Wiley & Sons, 2005.

- [11] Millard, B. J., Channel analysis: the key to share price prediction, Chichester, John Wiley & Sons, 1997.
- [12] Miller, R. L., D. D. VanHoose, Moderni novac i poslovno bankarstvo, 3. izd., Zagreb, MATE, 1997.
- [13] Orsag, S., Financiranje emisijom vrijednosnih papira, Zagreb, RIFIN, 1997.
- [14] Van Horne, J. C., Financijsko upravljanje i politika, 9. izd., Zagreb, MATE, 1997.
- [15] Van Horne, J. C., Osnove financijskog menedžmenta, 9. izd., Zagreb, MATE, 2002.
- [16] Vidučić, Lj., Financijski menadžment, Split, RRI plus, 2006.

Članci u časopisu:

- [17] Jugović, A., S. Bešlić, Maksimizacija rentabilnosti primjenom razlomljenoga linearnog programiranja, Pomorstvo, 15 (2001), str. 85-94.
- [18] Vidučić, Lj., Kontroverze politike dividendi, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci, 22 (2004), 2, str. 139-149.

Ostalo:

- [19] Jadrolinija d.d., Prospekt izdanja obveznica Jadrolinija, društvo za linijski pomorski prijevoz putnika i tereta, Rijeka, Jadrolinija, 2007.
- [20] Lončar, S., Upravljanje financijama korporacije u funkciji povećanja tržišne vrijednosti dionica, doktorska disertacija, Opatija, S. Lončar, 2004.
- [21] Dun & Bradstreet <http://www.dnb.com> (16.04.2009.)
- [22] Ministarstvo mora, prometa i infrastrukture <http://www.mmpi.hr/default.aspx?id=1196> (19.05.2008.)
- [23] Narodne novine, 27/1991. i 11/1996.
- [24] Standard & Poor's <http://www.standardandpoors.com> (16.04.2009.)
- [25] Zagrebačka banka d.d., Poslovni biro PBIRO d.o.o., Instrumenti financiranja lokalnih javnih projekata. Savjetovanje – konferencija, Rijeka, Poslovni biro PBIRO, 2007.

Summary

ISSUING BONDS AS AN INSTRUMENT FOR OBTAINING FINANCIAL RESOURCES SERVING THE DEVELOPMENT AND IMPROVEMENT NEEDS OF A COMPANY

Maintaining business continuity and its development and improvement, demands financial resources which a company can obtain from internal or external sources. This paper deals with the analysis conducted to obtain financial resources from external sources for the development and promotion of a business company. The results thus obtained have then been tested onto the company Jadrolinija d.d. The methodology used includes the analysis and the comparison of different external sources of funds, where a particular attention has been paid to the issuing of bonds as an instrument for obtaining financial resources serving the development and promotion of the business company Jadrolinija d.d. The purpose of this scientific work is to make a comparison of the possible forms of external financing of the company Jadrolinija d.d., thus aiming at establishing a methodology that could be used by other companies when making a decision on financing a company from external sources. The results obtained indicate that financial resources obtained through issuing bonds, unlike other financing instruments, provide a higher uplift in the business efficiency and effectiveness boost, but on condition that it is long-term sustainable. The conclusions reached are also endorsed by world experiences which point to the fact that it is necessary to permanently develop strategic plans for a further development founded on a real market basis and on the possibilities of obtaining resources form external sources, but taking into consideration the peculiarities and regularities of a market..

Key words: financing instruments, entrepreneurship, shipping, bonds, market, privatization, Jadrolinija d.d.

Alen Jugović, Ph. D.

Borna Debelić, Univ. mag. oec.

University of Rijeka

Faculty of Maritime Studies

Studentska 2

51000 Rijeka

Slavko Lončar, Ph. D.

Riva 16

51000 Rijeka

Croatia