

EXTERNAL SOURCES OF COMPANY FINANCING

VANJSKI IZVORI FINANCIRANJA POSLOVANJA PODUZEĆA

STOJANOVIC, Slobodan

Abstract: *Business financing from adequate sources of finance is an assumption for growth and development. Investments in long term and short term assets are financed from internal and external sources. Internal sources are generated by profitable operations and net-profit, which is the subject of further distribution between owners and the company. Reinvested profits are not sufficient to finance business operations, so the external sources are the key part of the overall financing structure. Therefore, the paper aims to provide an overview of selected types and characteristics of the external financing sources, as well as to present their quantitative importance for businesses in the Republic of Croatia.*

Key words: *external sources, business finance, corporate securities*

Sažetak: *Financiranje poslovanja iz odgovarajućih izvora financiranja pretpostavka je rasta i razvoja. Investicije u dugotrajnu i kratkotrajnu imovinu financiraju se iz unutarnjih i vanjskih izvora. Unutarnje izvore generira profitabilno poslovanje i ostvarenje neto-dobiti koja je predmet daljnje raspodjele između vlasnika i poduzeća. Kako reinvestirana dobit nije dostatna za financiranje poslovanja, vanjski izvori neizostavni su dio ukupne strukture izvora. Stoga je cilj rada dati pregled pojedinih vrsta i karakteristika vanjskih izvora financiranja prema kriteriju ročnosti te prikazati njihov kvantitativni značaj za poslovanje poduzeća u Republici Hrvatskoj.*

Ključne riječi: *vanjski izvori, financiranje poduzeća, vrijednosni papiri*



Author's data: Slobodan, **Stojanović**, dr. sc., viši predavač, Veleučilište Lavoslav Ružička u Vukovaru, Županijska 50, Vukovar, stojanovic@vevu.hr

1. Uvod

U današnjim suvremenim ekonomskim odnosima financiranje poslovanja poduzeća iz odgovarajućih izvora predstavlja jednu od ključnih pretpostavki kontinuiranog rada te rasta i razvoja poduzeća. Struktura izvora financiranja u smislu njihovog vlasništva, načina pribavljanja i ročnosti izravno utječe na mogućnost ostvarivanja zahtijevane stope profitabilnosti kao i na održavanje potrebnog stupnja likvidnosti poslovanja. U načelu, poduzeće profitabilnim aktivnostima generira glavninu unutarnjih (internih) izvora poslovanja u obliku neto-dobiti koja se odlukama nadležnih tijela jednim dijelom isplaćuje vlasnicima poduzeća, a drugim dijelom reinvestira u poslovanje. Budući da unutarnji izvori nisu dostatni za financiranje svih ulaganja u poduzeću, vanjski izvori čine neizostavni element ukupne strukture financiranja. Stoga je cilj rada u nastavku dati prikaz osnovnih vrsta i značajki izvora financiranja poslovanja poduzeća s posebnim osvrtom na izabrane vanjske izvore financiranja prema kriteriju ročnosti. Također, u radu se analizira kvantitativni značaj pojedinih vanjskih izvora financiranja za poslovanje poduzeća u Republici Hrvatskoj.

2. Vrste i značajke izvora financiranja poslovanja

Financijske odluke spadaju u izuzetno važne odluke financijskih menadžera kojima se, između ostalog, utvrđuje iznos sredstava koji treba pribaviti iz vanjskih izvora, omjer isplate dividende i zadržane dobiti, pribavljanje sredstava na domaćem ili inozemnom financijskom ili bankovnom tržištu, u domaćoj ili stranoj valuti, odnos između kratkoročnih i dugoročnih izvora financiranja, određuju vrste, rokovi i vrijeme emitiranja vrijednosnih papira i slično [1]. Općenito, financijskim odlukama utvrđuju se izvori financijskih sredstava kojima će poduzeće financirati ulaganja u dugotrajnu i kratkotrajnu imovinu. U postupku pribavljanja sredstava financijski menadžment poduzeća mora posebno razmotriti visinu potrebnih novčanih sredstava, dinamiku pribavljanja i vraćanja sredstava, moguće izvore i uvjete financiranja, stupanj financijskog rizika te najbolju kombinaciju izvora financiranja [2]. Izvori financiranja mogu se klasificirati prema različitim kriterijima kao što su (1) rok dospjeća ili raspoloživost, (2) vlasništvo i (3) porijeklo, odnosno način pribavljanja. Prema kriteriju dospjeća (raspoloživosti) izvori mogu biti kratkoročni, srednjoročni i dugoročni [3]. Kratkoročni izvori imaju rok dospjeća do godinu dana i uobičajeno se koriste za financiranje kratkotrajne imovine, dok se srednjoročni izvori s dospjećem od 1 do 5 godina te dugoročni izvori s dospjećem iznad 5 godina uobičajeno koriste za financiranje dugotrajne imovine. U načelu, kratkoročni izvori imaju dospjeće do godinu dana, a dugoročni izvori dulje od godine dana. Prema vlasništvu izvori financiranja mogu biti vlastiti i tuđi [4]. Vlastiti izvori financiranja predstavljaju ulaganje vlasnika u kapital poduzeća, npr. u slučaju dioničkih društava ulaganje investitora u dionice, odnosno u dionički kapital poduzeća. Vlasnički ulogi nemaju rok dospjeća te za njih ne postoji obveza vraćanja od strane poduzeća. Tuđi izvori financiranja predstavljaju pozajmljena novčana sredstva za koja postoji obveza povrata vjerovnicima u određenom roku. Tako je primjerice poduzeće obvezno vratiti glavnice i pripadajuću kamatu u ugovorenom roku po osnovi odobrenog

kratkoročnog ili dugoročnog kredita banke. Prema porijeklu, odnosno načinu pribavljanja sredstava, izvori financiranja mogu biti unutarnji (interni) i vanjski (eksterni) izvori [4]. Interni izvori financiranja generiraju se prije svega profitabilnim poslovanjem poduzeća, pri čemu najvažnije stavke čine zadržana dobit, zakonske, statutarne i druge rezerve, koje se oblikuju iz ostvarene dobiti, te amortizacija. Također, u interne izvore ubrajaju se prihodi od prodaje postojeće imovine poduzeća te prihodi od naplate potraživanja i danih kredita. Vanjski izvori financiranja dolaze izvan poduzeća, odnosno iz okruženja, a odnose se na vlasničke uloge (npr. dionice), kreditna zaduženja (npr. bankovni krediti i zajmovi), financijske instrumente (npr. obveznice i komercijalni zapisi) i druge vanjske izvore.

3. Dugoročni vanjski izvori financiranja poslovanja

U skupinu dugoročnih vanjskih izvora ubrajaju se, prije svega, dugoročni krediti i zajmovi te dugoročni vrijednosni papiri, odnosno dionice i obveznice. Dionica se može definirati kao dugoročni vrijednosni papir koji predstavlja potvrdu o uložnim sredstvima u kapital, tj. glavnici dioničkog društva; stoga je dionica vlasnički vrijednosni papir bez unaprijed određenog datuma dospeljeća pomoću kojega kupac dionice, odnosno dioničar stječe određena prava prema dioničkom društvu koje je izdalo dionicu [5]. Često se dionička društva odlučuju prikupiti potreban kapital izdavanjem dionica na organiziranim tržištima kapitala. Postupak izdavanja i uvrštavanja dionica na burzi regulira Zakon o tržištu kapitala [6]. Emitiranje novih dionica provodi se postupkom inicijalne javne ponude čije ključne faze uključuju (1) pripremne aktivnosti, (2) promociju i (3) izradu prospekta koji sadrži sve potrebne informacije za objektivnu procjenu poslovanja ponuditelja i rizika ulaganja. Nakon uspješno provedene inicijalne javne ponude, poduzeće podnosi zahtjev za uvrštenjem dionica na Zagrebačku burzu (ZSE) nakon čega započinje proces trgovanja [7]. Struktura tržišta dionica na ZSE-u kao uređenom tržištu kapitala u Republici Hrvatskoj, u razdoblju od 2013. do 2016., prikazana je u tablici 1. Izdanja dionica su razvrstana prema tržišnim segmentima koji se razlikuju prema razini transparentnosti objave propisanih informacija. Najveći broj dionica uvršten je na redovitom tržištu, koje iskazuje pad broja uvrštenih dionica za 23%. Također, broj uvrštenih dionica na ZSE-u smanjio se za 10% u promatranom razdoblju. Broj novih uvrštenja na uređenom tržištu je zanemariv (4), dok je zamjetan trend prestanaka uvrštenja (53 dionice na redovitom i 2 dionice na službenom tržištu). Osim na uređenom tržištu, dionicama se trguje i na tzv. multilateralnoj trgovinskoj platformi (MTP), koja se odlikuje najvećim porastom broja uvrštenih dionica u promatranom razdoblju.

Tržišni segment	2013.	2014.	2015.	2016.	Indeks
Službeno tržište	22 / 0 / 1	23 / 1 / 0	27 / 2 / 0	26 / 0 / 1	118
Redovito tržište	159 / 0 / 18	137 / 1 / 23	125 / 0 / 10	123 / 0 / 2	77
MTP – Fortis	27 / 3 / 1	44 / 19 / 2	44 / 17 / 17	38 / 2 / 8	140
Ukupno	208 / 3 / 20	204 / 21 / 25	196 / 19 / 27	187 / 2 / 11	90

Tablica 1. Struktura ukupno uvrštenih dionica, novih uvrštenja i prestanaka uvrštenja na Zagrebačkoj burzu (ZSE) u razdoblju 01.01.2013.-31.03.2016.

Obveznica je dužnički vrijednosni papir s rokom dospijeca duljim od godine dana, koji predstavlja svojevrsnu potvrdu o dugu, odnosno zajmu, kojom se poduzeće obvezuje isplatiti imatelju obveznice pozajmljeni iznos glavnice i pripadajuće kamate po njihovom dospijecu [8]. Struktura tržišta obveznica na ZSE-u prema tržišnim segmentima prikazana je u tablici 2. Podaci ukazuju kako se broj uvrštenih obveznica smanjio u promatranom razdoblju, obveznice su u pravilu uvrštene na službeno tržište, a veliki udio uvrštenih obveznica (60-tak %) čine državne i municipalne obveznice (broj u zagradi označuje broj izdanih državnih i municipalnih obveznica u odnosu na ukupan broj). Također, zamjetan je mali broj novih uvrštenja obveznica (svega 14 izdanja, od kojih se 4 izdanja odnose na državne i municipalne obveznice).

Tržišni segment	2013.	2014.	2015.	2016.	Indeks
Službeno tržište	43(27) / 6(2)	36(24) / --	35(21) / 6(2)	38(24) / 1(0)	88(89)
Redovito tržište	2(2) / --	3(2) / 1(0)	3(2) / --	2(2) / --	100(100)
Ukupno	45(29) / 6(2)	39(26) / 1(0)	38(23) / 6(2)	40(26) / 1(0)	89(90)

Tablica 2. Struktura uvrštenih obveznica i novih uvrštenja na ZSE-u razdoblju od 01.01.2013. do 31.03.2016.

Struktura kapitala i dugoročnih obveza kao dugoročnih vanjskih izvora financiranja poduzetnika u Republici Hrvatskoj, prema javno dostupnim podacima FINA-e, za razdoblje od 2011. do 2014. god., prikazana je u tablici 3 [9, 10].

<i>Kapital i kapitalne rezerve</i>	2011.		2012.		2013.		2014.	
	<i>kn</i>	<i>%</i>	<i>kn</i>	<i>%</i>	<i>kn</i>	<i>%</i>	<i>kn</i>	<i>%</i>
Temeljni kapital	303,20	82,72	302,22	84,13	311,68	85,06	321,67	85,93
Kapitalne rezerve	26,55	7,24	30,27	8,43	35,43	9,67	39,17	10,46
Udio u uk. izvorima	31,45%		31,86%		33,22%		33,63%	
<i>Dugoročne obveze</i>								
Prema povezanim poduzetnicima	56,64	19,69	60,53	21,35	60,69	21,45	61,11	20,74
Zajmovi, depoziti i sl.	54,18	18,84	35,16	12,40	36,65	12,95	40,06	13,59
Prema bankama i drugim finan. instituc.	151,54	52,69	154,00	54,31	150,94	53,34	162,85	55,26
Prema dobavljačima	4,26	1,48	5,04	1,78	4,12	1,46	4,33	1,47
Obveze po vrijednosnim papirima	9,61	3,34	17,40	6,13	17,56	6,21	13,56	4,60
Ostale obveze	11,38	3,96	11,44	4,03	13,01	4,60	12,79	4,34
UKUPNO dug. obv.	287,60	100,00	283,56	100,00	282,98	100,00	294,72	100,00
Udio dugoročnih obveza u uk. izvorima	27,43%		27,17%		27,08%		27,47%	

Tablica 3. Kapital i dugoročne obveze (izvori financiranja) poduzetnika u RH-a (agregirani podaci) za razdoblje od 2011. do 2014. god. (u mlrd. kn)

Podaci ukazuju kako temeljni kapital i kapitalne rezerve poduzeća čine približno 1/3 ukupnih izvora, dok dugoročne obveze pokrivaju oko 27% financijskih potreba. U

dijelu dugoročnih obveza razvidna je dominacija kredita banaka i drugih financijskih institucija te zajmova i depozita, pri čemu navedeni oblici čine oko 66-72% ukupnih dugoročnih obveza na godišnjoj razini. U slučaju kada im se pribroje obveze prema povezanim poduzetnicima, tada oni čine 87-92% ukupnih dugoročnih izvora. Obveze po emitiranim dugoročnim vrijednosnim papirima čine svega 3-6% dugoročnih obveza što ukazuje na njihov ograničen značaj za financiranje poslovanja.

4. Kratkoročni vanjski izvori financiranja poslovanja

Skupinu kratkoročnih vanjskih izvora financiranja čine trgovački krediti, kratkoročna kreditna neosigurana i osigurana zaduženja kod banaka i drugih financijskih institucija, emitirani kratkoročni vrijednosni papiri (komercijalni zapisi) i slični vanjski izvori [4]. Trgovački krediti se ubrajaju u najznačajnije spontane izvore kratkoročnog financiranja koji nastaju automatski kao rezultat svakodnevnih poslovnih transakcija poduzeća, pri čemu je njihov nastanak posljedica prodaje proizvoda i roba poduzeća kupcima uz mogućnost odgode plaćanja [1]. Nastankom trgovačkog kredita poduzeće kreira obveze prema dobavljačima za kupljene proizvode koje će izmiriti u određenom roku plaćanja. Načelno, trgovački krediti pripadaju skupini neosiguranih kredita koji se odobravaju na temelju opće kreditne sposobnosti kupca, iako je moguće u određenim slučajevima tražiti dodatna jamstva čime oni postaju osigurani krediti. Neosigurana kreditna zaduženja, poput kreditnih linija i revolving kredita, odobravaju se također na temelju opće kreditne sposobnosti poduzeća, za razliku od osiguranih kredita koji se odobravaju na temelju jamstva (kolateralna), kojim se kreditor dodatno osigurava da će klijent vratiti pozajmljena sredstva prema ugovornim uvjetima [11]. Komercijalni zapisi su prenosivi, neosigurani kratkoročni dužnički vrijednosni papiri, koje emitiraju velika poduzeća s prvoklasnim bonitetom, a prodaju se primarno institucionalnim investitorima (osiguravajućim, mirovinskim i novčanim fondovima i sl.), bankama i drugim kompanijama [12]. Kao instrumenti tržišta novca oni su diskontni vrijednosni papiri pomoću kojih poduzeće prikuplja novčana sredstva u tranšama različitih dospeljeća (najduže 364 dana) i iznosa, pri čemu tranša predstavlja dio ukupne vrijednosti programa izdavanja zapisa u određenom dužem vremenskom razdoblju [11]. Struktura kratkoročnih obveza kao vanjskih izvora financiranja poduzetnika, prema javno dostupnim podacima FINA-e, za razdoblje od 2011. do 2014., prikazana je u tablici 4 [9, 10]. Podaci ukazuju kako kratkoročni izvori financiranja čine oko 1/3 ukupnih izvora financiranja poduzeća. Trgovački krediti, odnosno obveze prema dobavljačima, najznačajnija su stavka kratkoročnih izvora s oko 29-33% udjela u ukupnim kratkoročnim obvezama, slijede ih krediti prema bankama i drugim financijskim institucijama (oko 17-21% udjela) te zajmovi i depoziti (oko 9-13% udjela). Ukoliko se navedenim obvezama pribroje obveze prema povezanim poduzetnicima, tada one čine 4/5 svih kratkoročnih izvora financiranja. Slično kao kod dugoročnih vrijednosnih papira, emitiranje kratkoročnih vrijednosnih papira je vrlo ograničenog opsega te predstavlja svega 1-3% udjela u kratkoročnim obvezama.

Kratkoročne obveze	2011.		2012.		2013.		2014.	
	kn	%	kn	%	kn	%	kn	%
Prema povezanim poduzetnicima	58,57	17,10	65,80	18,91	61,91	18,16	64,50	18,73
Zajmovi, depoziti i sl.	40,55	11,84	42,44	12,19	40,84	11,97	40,95	11,89
Prema bankama i drugim finan. instit.	66,89	19,53	67,65	19,44	70,96	20,81	66,69	19,36
Prema dobavljačima	110,32	32,22	108,08	31,06	101,65	29,81	101,71	29,53
Obveze po vrijednosnim papirima	6,04	1,76	9,61	2,76	10,83	3,17	9,76	2,83
Prema zaposlenicima	7,45	2,17	7,91	2,27	7,59	2,23	8,12	2,36
Porezi, doprinosi i sl.	19,63	5,73	18,84	5,41	19,06	5,59	19,78	5,74
Ostale obveze	32,99	9,63	27,67	7,95	28,19	8,27	32,97	9,57
UKUPNO	342,43	100,00	348,01	100,00	341,03	100,00	344,48	100,00
Udio kratkoročnih obveza u uk. izvorima	32,66%		33,34%		32,64%		32,11%	

Tablica 4. Kratkoročne obveze (izvori financiranja) poduzetnika u RH (agregirani podaci) za razdoblje od 2011. do 2014. god. (u mlrd. kn)

Iako kratkoročni vrijednosni papiri u sadašnjim uvjetima poslovanja ne čine značajan financijski izvor, oni predstavljaju neizostavni oblik prikupljanja novčanih sredstava u razvijenim tržišnim gospodarstvima. Nažalost, uslijed dugotrajne ekonomske krize tržište komercijalnih zapisa u Hrvatskoj danas gotovo da i ne postoji. U razdoblju od 01.04.2002. do 31.12.2014. ukupno je 46 izdavatelja izdalo 266 tranši komercijalnih zapisa denominiranih u kunama ili eurima, različitih ročnosti, ukupnog nominalnog iznosa od 8,6 mlrd. kn [13]. Struktura emitiranih komercijalnih zapisa u razdoblju od 01.04.2011. do 31.12.2014. god. prikazana je u tablici 5 [13]. Podaci ukazuju kako se tržište komercijalnih zapisa u promatranom razdoblju nalazi u snažnom padu. Nominalna vrijednost svih tranši, iskazana u kunama, smanjila se za gotovo 90% u 2014. u odnosu na 2011. god., dok se broj izdavatelja smanjio sa 16 u 2011. na svega 6 izdavatelja u 2014. god. Ukupno je 16 izdavatelja emitiralo komercijalne zapise, ukupne nominalne vrijednosti 1,24 mlrd. kn, pri čemu je 19 tranši bilo denominirano u eurima, a 44 tranše u kunama.

Kom. zapisi	2011.		2012.		2013.		2014.		Ukupno	
Broj izdavatelja	16		11		7		6		16	
Br. tranši (€/kn)	12	17	4	12	2	9	1	6	19	44
Nominalna vrijed. (€/kn)	46,95	297,85	14,10	234,87	3,29	156,97	0,89	66,26	65,24	755,94
Nom. vrijednost – uk. u kunama	646,18		341,32		182,01		73,03		1.242,54	

Tablica 5. Struktura tržišta komercijalnih zapisa u Republici Hrvatskoj u razdoblju od 01.04.2011. do 31.12.2014. (u mil. kn)

5. Zaključak

Financiranje poslovanja zahtijeva mobilizaciju odgovarajućih izvora financiranja čija optimalna struktura čini preduvjet nesmetanog poslovanja te rasta i razvoja poduzeća. Struktura izvora financiranja utječe na mogućnost održanja likvidnosti i ostvarenje profitabilnog poslovanja koje pak generira unutarne izvore financiranja u obliku godišnje neto-dobiti. Reinvestiranje što većeg dijela ostvarene neto-dobiti poduzeća smanjuje potrebne iznose sredstava iz vanjskih izvora. Poduzeće prikuplja vanjske izvore iz okruženja u obliku vlasničkog kapitala, dugoročnih i kratkoročnih kredita, različitih vrijednosnih papira i drugih financijskih instrumenata. Struktura vanjskih izvora financiranja ukazuje na ograničen značaj vrijednosnih papira te dominaciju kreditnih zaduženja prema bankama i drugim financijskim institucijama, zajmova i depozita, trgovačkih kredita i obveza prema povezanim poduzetnicima kao izvora financiranja poduzeća u Republici Hrvatskoj.

6. Literatura

- [1] Vidučić, Lj. (2008). *Financijski management*, Računovodstvo, revizija i financije, ISBN 978-953-6121-85-4, Zagreb
- [2] Ivanović, Z. (1997). *Financijski menedžment*, 2. izdanje, Hotelijerski fakultet Opatija, Sveučilište u Rijeci, ISBN 953-6198-10-X, Opatija
- [3] Van Horne, J. C. (1993). *Financijsko upravljanje i politika*, Mate d.o.o., ISBN 953-6070-00-6, Zagreb
- [4] Orsag, S. (2003). *Vrijednosni papiri*, Revicon, ISBN 995875715X, Sarajevo
- [5] Brnić, M. (2007). Trgovanje dionicama. *Računovodstvo, revizija i financije*, br. 5/2007, str. 92-100, ISSN 0353-8087
- [6] Zakon o tržištu kapitala, NN 88/08, 146/08, 74/09, 54/13, 159/13, 18/15, 110/15.
- [7] Zagrebačka burza – ZSE (2016). Inicijalne javne ponude, *Dostupno na: <http://zse.hr/default.aspx?id=56607>*, Pristup: 10-04-2016
- [8] Uskoković, O. (2002). Pravni okvir izdavanja korporacijskih obveznica, U: *Vrijednosni papiri u gospodarskoj i pravnoj praksi*, Kuzmić, M. & Lončar-Galek, D. (ur.), str. 60-69., Inženjerski biro d.d., ISBN 953-6447-49-5, Zagreb
- [9] FINA (2015). GFI poduzetnika: Kumulativni obrazac za 2014. *Dostupno na: <http://www.istra-istria.hr/fileadmin/dokumenti/gospodarstvo/2015/Kumulativ-RH-2014.xls>*, Pristup: 25-03-2016
- [10] FINA (2013). GFI poduzetnika: Kumulativni obrazac za 2012. *Dostupno na: <http://www.fina.hr/Default.aspx?sec=1571>*, Pristup: 27-03-2016
- [11] Stojanović, S. (2014). Kratkoročni izvori financiranja poslovanja poduzeća, *Proceedings of 4th International conference „Vallis Aurea”*, Katalinic, B. (ed.), str. 673-680, ISBN 978-3-902734-02-0, Požega, September 2014, Polytechnic in Požega, Croatia & DAAAM International Vienna, Austria
- [12] Ehrhardt, M. & Brigham, E. (2013). *Corporate Finance: A Focused Approach*, 5/e, South-Western Cengage Learning, ISBN 1133947530, Mason (OH), USA
- [13] PBZ (2015). Komercijalni zapisi. *Dostupno na: https://www.pbz.hr/sites/default/files/doc/tvrtke/komercijalni_zapisi_2014_final.pdf*, Pristup: 05-03-2016



Photo 062. Corn / Kukuruz